

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Struktur Modal

Struktur modal adalah merupakan perbandingan atau perimbangan antara modal sendiri dengan modal asing. Modal asing biasanya terdiri dari hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek (Riyanto, 2011). Modal sendiri terbagi atas laba ditahan dan penyertaan kepemilikan perusahaan (kepemilikan saham). Keberadaan struktur modal sangatlah penting bagi perusahaan karena ini akan berdampak pada perusahaan dampak yang baik maupun dampak yang buruk bagi perusahaan. Sudana (2011) menyatakan bahwa struktur modal berkaitan dengan belanja jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan hutang jangka panjang dan modal sendiri. Struktur Modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dan modal sendiri. Modal asing diartikan dalam hal ini adalah hutang baik jangka panjang maupun dalam jangka pendek. Sedangkan modal sendiri bisa terbagi atas laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan. Struktur modal tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Modal Asing

Modal asing atau utang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya.

Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan utang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari utang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa.

Modal asing menurut Riyanto (2008) Modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal tersebut merupakan utang yang pada saatnya harus dibayar kembali. Jadi modal asing merupakan modal yang digunakan oleh perusahaan untuk kegiatan operasionalnya yang berasal dari luar perusahaan tersebut.

b. Modal Sendiri

Modal sendiri atau ekuitas merupakan modal jangka panjang yang diperoleh dari pemilik perusahaan atau pemegang saham. Modal sendiri diharapkan tetap berada dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas sedangkan modal pinjaman memiliki jatuh tempo. Modal sendiri menurut Riyanto (2008) Modal sendiri pada dasarnya adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam di dalam perusahaan untuk waktu yang tidak tertentu lamanya. Jadi modal sendiri merupakan modal yang digunakan oleh perusahaan untuk kegiatan operasionalnya yang berasal dari pemilik perusahaan tersebut. Setiap ada perubahan struktur modal akan mempengaruhi biaya modal secara keseluruhan, hal ini disebabkan masing-masing jenis modal mempunyai biaya modal sendiri-sendiri. Selain itu, teori struktur modal

dianggap penting karena besarnya biaya modal keseluruhan ini, nantinya akan digunakan sebagai *cut of rate* pada pengambilan keputusan investasi. Setiap ada perubahan struktur modal akan mempengaruhi biaya modal secara keseluruhan, hal ini disebabkan masing-masing jenis modal mempunyai biaya modal sendiri-sendiri. Selain itu, teori struktur modal dianggap penting karena besarnya biaya modal keseluruhan ini, nantinya akan digunakan sebagai *cut of rate* pada pengambilan keputusan investasi. Hanafi (2012) menyatakan mengenai struktur modal terdiri dari:

1) Pendekatan Tradisional

Pendekatan tradisional berpendapat akan adanya struktur modal yang optimal. Dengan kata lain struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur modal bisa diubah-ubah agar bisa diperoleh nilai perusahaan yang optimal.

2) Pendekatan Modigliani dan Miller (MM)

Pada pendekatan modigliani dan miller (MM), tahun 1960-an kedua ekonom tersebut memasukan faktor pajak ke dalam analisis mereka. Mereka sampai pada kesimpulan bahwa nilai perusahaan dengan utang lebih tinggi adalah tidak relevan dibandingkan nilai perusahaan tanpa utang. Kenaikan tersebut dikarenakan adanya penghematan pajak dari penggunaan utang.

3) Teori *Trade Off*

Teori *trade off* merupakan gabungan antara teori struktur modal

modigliani dan miller dengan memasukkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang mengindikasikan adanya penghematan pajak dari utang dengan biaya kebangkrutan. Teori ini membandingkan manfaat dan biaya atau keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan utang. Jadi di sebut trade off jika struktur modal optimum terjadi jika terdapat keseimbangan antara biaya *financial* dan *agency problem* dan manfaat atas penggunaan hutang (*tax-shield*)

4) Model Miller dengan Pajak Perusahaan dan Personal

Modigliani dan miller mengembangkan model struktur modal tanpa pajak dan dengan pajak. Nilai perusahaan dengan pajak lebih tinggi dibandingkan dengan nilai perusahaan tanpa pajak. Selisih tersebut diperoleh melalui penghematan pajak karena bunga bisa dipakai untuk mengurangi pajak. Miller kemudian mengembangkan model struktur modal dengan memasukkan pajak personal. Pemegang saham dan pemegang utang harus membayar pajak jika mereka menerima dividen (untuk pemegang saham) atau bunga (untuk pemegang utang). Menurut model tersebut, tujuan yang ingin dicapai adalah tidak hanya meminimalkan pajak perusahaan, tetapi meminimalkan total pajak yang harus dibayarkan (pajak perusahaan, pajak atas pemegang saham, dan pajak atas pemegang utang).

5) *Pecking Order Theory*

Pecking Order Theory bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang

mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Tingkat utang yang kecil tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target tingkat utang yang kecil, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi.

6) Teori Asimetri Informasi dan *Signaling*

Konsep *signaling* dan asimetri informasi berkaitan erat. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan pihak lainnya. Manajer biasanya mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pihak luar (investor), hal tersebut bisa dikatakan terjadi asimetri informasi antara manajer dengan investor.

Teori *signaling* adalah model dimana struktur modal (penggunaan utang) merupakan signal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang, karena cukup yakin, maka manajer perusahaan tersebut berani menggunakan utang yang lebih besar. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian utang merupakan tanda atau signal positif

2. Struktur kepemilikan

Semakin berkembangnya suatu perusahaan, pemilik tidak mungkin melaksanakan semua fungsi yang dibutuhkan dalam pengelolaan suatu perusahaan, karena keterbatasan kemampuan, waktu, dan sebagainya. Dalam kondisi yang demikian pemilik perlu menunjuk pihak lain (agen) yang profesional, untuk melaksanakan tugas mengelola kegiatan yang lebih baik. Menurut I Made Sudana (2011:11) menyatakan struktur kepemilikan: “Merupakan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Pemilik atau pemegang saham adalah pihak yang menyertakan modal kedalam perusahaan, sedangkan manajer adalah pihak yang ditunjuk pemilik dan diberi kewenangan mengambil keputusan dalam mengelola perusahaan, dengan harapan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik”. Berdasarkan pengertian tersebut, peneliti menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan adalah jumlah saham yang dimiliki orang dalam (insider/ manajerial) dengan jumlah saham investor (institusional/publik). Struktur kepemilikan saham mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena adanya control yang dimiliki oleh para pemegang saham. Struktur kepemilikan dapat dihitung berdasarkan jumlah saham yang dimiliki pemegang saham dibagi dengan seluruh jumlah saham yang ada. Komposisi pemegang saham terdiri dari kepemilikan pihak dalam (insider) dan kepemilikan pihak luar (outsider). Outsider dapat berupa institusi domestic, institusi asing, pemerintah, individu domestik maupun asing. Insider sering disebut dengan managerial ownership atau kepemilikan manajerial.

a. Kepemilikan Manajerial

Adalah para pemegang saham yang mempunyai kedudukan dimanajemen perusahaan baik sebagai dewan komisaris atau sebagai direktur disebut kepemilikan manajerial (*managerial ownership*). Menurut Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan teori keagenan menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan memiliki konsekuensi rentan terhadap konflik kepentingan. Seharusnya manajer sebagai pengelola kebijakan dalam sebuah perusahaan seharusnya dapat mmenyusun segala kebijakan dengan tepat guna tercapainya tujuan dari perusahaan yaitu tersejahtrakannya para pemilik maupun para pemegang saham. Namun terdapat 2 kepentingan yang berbeda di antara kedua belah pihak tersebut.

Menurut Wahidahwati (2002), untuk meminimalisasikan konflik keagenan diperlukan mekanisme pengawasan yang dapat menyelaraskan kepentingan-kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Kepemilikan manajerial akan menselaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham karena manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Jensen & Meckling, Michael C. Jensen, 1976)

Kepemilikan manajerial menunjukkan adanya peranganda seorang manajer dalam suatu perusahaan, yakni sebagai manajer dan sebagai pemegang saham.

Perusahaan memberikan kesempatan kepada manajer untuk memiliki sebagian saham perusahaan. Keputusan ini dilakukan untuk mempertahankan manajer yang memiliki kinerja baik dan mengarahkan manajer agar bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan yaitu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri.

b. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti bank, perusahaan investasi maupun perusahaan dan lembaga lain. Adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Apabila institusional merasa tidak puas atas kinerja manajerial, maka mereka akan menjual sahamnya ke pasar. Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa kepemilikan institusional akan memiliki arti penting dalam mengawasi manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal terhadap berbagai keputusan penting dalam perusahaan. Termasuk keputusan kebijakan hutang perusahaan, pemilik saham institusional akan ikut memengaruhi pengambilan keputusan tersebut. Selain kepemilikan atas saham, investor institusional ini juga turut andil dalam suara di rapat umum pemegang saham (RUPS).

3. Kebijakan dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Karena merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Pada umumnya untuk pembagian kebijakan dividen adalah dengan *dividend payout ratio* yang digunakan untuk menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Rasio ini menunjukkan presentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa perusahaan berupa dividen kas. Apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Dengan demikian aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai di antara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan di perusahaan.

4. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Profitabilitas dapat mencerminkan bagaimana prospek perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat memengaruhi kebijakan para investor terhadap investasi yang dilakukan di perusahaan tersebut. Perusahaan yang tingkat profitabilitasnya relatif tinggi akan dapat menarik perhatian investor untuk menanamkan dananya di perusahaan.

Sedangkan apabila tingkat profitabilitas perusahaan tersebut menurun akan memungkinkan para investor menarik dana yang telah diinvestasikan.

Oleh karena itu, perusahaan selalu berusaha untuk meningkatkan profitabilitasnya untuk menjamin keberlangsungan hidup perusahaan di masa yang akan datang. Profitabilitas merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal.

5. Teori Keageaan (*Agency Theory*)

Teori Keageaan (*Agency Theory*) Teori keageaan pertama kali dikemukakan oleh Jensen & Meckling (1976). Teori ini mendefinisikan hubungan keageaan sebagai kontrak antara *principal* (pemegang saham/ pihak yang memberikan tugas atau wewenang) dengan agen (manajer/ pihak yang menerima tugas dan wewenang). Dalam teori keageaan, permasalahan yang muncul karena seorang agen (pihak yang menerima tugas dan wewenang) tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan *principal* (pihak yang memberikan tugas atau wewenang) dikenal dengan masalah keageaan. Masalah keageaan muncul ketika *principal* menyewa seorang agen untuk mengerjakan suatu pekerjaan, namun agen tidak ikut memperoleh bagian dari apa yang dihasilkan. Tindakan agen yang tidak sesuai dengan keinginan *principal* dapat muncul dalam berbagai bentuk. Asumsi bahwa pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan akan berupaya memaksimalkan nilai perusahaan ternyata tidak selalu benar. Manajer memiliki kepentingan pribadi yang sebagian bertentangan dengan kepentingan pemilik perusahaan. Masalah keageaan dapat muncul dalam berbagai tipe:

- a. Konflik antara manajer dan pemegang saham. Pihak manajemen diberi kewenangan untuk mengambil keputusan yang terkait dengan operasi dan strategi perusahaan dengan harapan keputusan yang diambil dapat memaksimalkan nilai perusahaan, namun sayangnya hal ini sering kali tidak terwujud. Pihak manajemen tidak selalu bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemegang saham, tetapi mengarah kepada kepentingan dirinya sendiri sehingga muncul masalah keageaan. Untuk mengurangi kesempatan manajer melakukan kegiatan yang merugikan investor, maka ada dua acara yang dilakukan, yaitu investor luar melakukan pengawasan (*monitoring*) dan manajer sendiri melakukan pembatasan tindakannya (*bonding*).
- b. Konflik antara pemegang saham/manajer dengan pemberi pinjaman (kreditur). Konflik ini disebabkan oleh perbedaan sikap terhadap risiko antara dua pihak. Kreditur menerima uang dalam jumlah tetap dari perusahaan (bunga utang), sedangkan pendapatan pemegang saham bergantung pada besaran laba perusahaan. Pada situasi ini, kreditur lebih memperhatikan kemampuan perusahaan untuk membayar kembali utangnya, dan pemegang saham lebih memperhatikan kemampuan perusahaan dalam meraih laba yang banyak. Untuk mengantisipasi kemungkinan rugi, kreditur mengenakan biaya keagenan (*debt agency cost*) dalam bentuk pembatasan penggunaan utang oleh manajer. Salah satu pembatasan adalah membatasi jumlah penggunaan utang untuk investasi pada proyek baru (seperti *capital rationing*).

6. *Pecking Order Theory* (POT)

Pecking Order Theory (POT) Menurut Myers dan Brealey (2001) *pecking order theory* menyatakan bahwa: "Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah". *Pecking Order Theory* ini menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang dan yang terakhir adalah penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Menurut Myers dan Brealey (2001) urutan pemilihan sumber dana dalam *pecking order theory* adalah sebagai berikut :

- a. Perusahaan lebih menyukai *internal financing* (dana internal). Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
- b. Perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
- c. Kebijakan dividen yang *sticky* ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diproksi menyebabkan manajer selalu menjaga agar dividen per lembar saham tidak berubah meskipun terjadi fluktuasi.
- d. Apabila pendanaan eksternal diperlukan pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman yaitu mulai dari penerbitan hutang, *convertible bond*, dan alternatif paling akhir adalah saham.

B. Penelitian Terdahulu

Terdapat penelitian terdahulu membahas tentang penelitian yang berkaitan dengan judul penelitian pengaruh kebijakan kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas sebagai variabel independen dan kebijakan hutang sebagai variabel dependent sebagai berikut:

Yuli Fransiska (2014) Pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2014. Hasil penelitian secara parsial menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan presentase kepemilikan institusional yang cukup dibandingkan kepemilikan manajerial sehingga kepemilikan institusional mampu menjadi pengendali atas penggunaan hutang perusahaan. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, karena proporsi kepemilikan saham oleh manajemen yang relatif kecil dibandingkan dengan kelompok pemegang saham lainnya sehingga suara manajer tidak berpengaruh dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Sedangkan kebijakan dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, semakin tinggi dividen akan semakin tinggi pula tingkat penggunaan hutang. Hasil penelitian secara simultan menunjukkan bahwa ketiga variabel independen tersebut berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang. Bagi peneliti selanjutnya diharapkan untuk menambah variabel yang memungkinkan berpengaruh terhadap kebijakan hutang seperti: pertumbuhan perusahaan, aliran kas bebas, dan profitabilitas.

Alien Akmalia dan Lela Hindasah (2010) Analisis Persamaan Simultan nsider Ownership, Utang dan Kebijakan Dividen Berserta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya. Menunjukkan hasil kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, dan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Adita Nafisa (2016) Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, free cash flow dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di bursa efek indonesia. Menunjukkan hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Ukuran perusahaan memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan hutang dan *free cash flow* tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Afi Pradhana (2014) Pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan food and beverage yang terdaftar di bursa efek indonesia. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran berpengaruh pada kebijakan utang perusahaan, sedangkan profitabilitas dan kebijakan utang pertumbuhan penjualan tidak mempengaruhi signifikansi ukuran perusahaan dengan nilai 0,023, 0,447 Profitabilitas dan Pertumbuhan Penjualan 0604. Disesuaikan R Nilai persegi sama dengan 0,050, yang berarti jumlah 5% variabel independen di penelitian ini mampu mempengaruhi variabel dependen. Sedangkan sisanya 95% dijelaskan oleh variabel lain seperti arus kas bebas, kepemilikan manajerial, pendapatan volatilitas,

pertumbuhan perusahaan, kepemilikan institusional, likuiditas, kebijakan dividen, dan aset struktur.

Putri khumairotul Ahyuni (2018) Pengaruh *free cash flow* , *Return On Asset* (ROA) dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang (studi empiris pada perusahaan properti dan *real estate* yang listed di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2016) menunjukkan hasil Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. *Return On Asset* (ROA) secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang sedangkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 15,3% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain diluar penelitian.

Umi Mardiyanti 2017 kepemilikan manajerial, struktur aktiva, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan dan profitabilitas sektor aneka industri yang terdaftar di bursa efek Indonesia (BEI) periode 2012-2016. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang (DER dan DAR), ukuran perusahaan positif dan signifikan terhadap DER dan negatif dan signifikan terhadap DAR, sedangkan pertumbuhan penjualan dan profitabilitas positif dan signifikan terhadap DER tetapi tidak berpengaruh terhadap DAR. Hasil *robustness check* menunjukkan kepemilikan manajerial, struktur aktiva dan ukuran perusahaan memiliki hasil *robust*. Sedangkan pertumbuhan penjualan dan profitabilitas memiliki hasil tidak *robust*.

Anindhita (2014) Pengaruh kepemilikan saham institusional , kepemilikan saham publik, kebijakan dividen, struktur aset, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di bursa efek Indonesia tahun 2012-2014. Hasil penelitian ini menunjukkan tidak ada pengaruh yang signifikan dari kepemilikan saham Institusional terhadap kebijakan utang.

Elva Nuraina (2014) pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan (studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI), menunjukkan hasil bahwa kepemilikan institusional memiliki nilai konfirmasi efek signifikan. Qizwa Andini Utami (2015) penelitian ini menunjukkan bahwa arus kas bebas dan CEO *humover* tidak berpengaruh dengan kebijaka hutang. Kepemilika *blockhloder* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang. (Andini, 2015)

(Yusof, 2014) determinants of dividend policyof public listed companies in malaysia mendapatkan hasil kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan hutang.

Elly Astuti (2015). Menunjukkan penelitian bahwa profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan pada penelitian Revi Maretta Sheisarvian (2015). Hasil dari penelitian ini adalah kepemilikan manajerial , pembayaran dividen dan profitabilitas memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. (Moh'd, 1998) dan (Chen, 1999) mendapatkan hasil yaitu profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

C. HUBUNGAN ANTARA VARIABEL DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dengan Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi kepemilikan saham oleh pihak manajer. Dalam hal ini, manajer memiliki peran ganda yaitu sebagai manajer dari perusahaan sekaligus sebagai pihak yang memiliki saham. Sebagaimana diketahui bahwa manajer memiliki sifat *opportunistic*. Manajer terkadang melakukan tindakan-tindakan yang bisa merugikan perusahaan yang dapat merugikan perusahaan serta pemegang saham. Oleh karena itu, dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak manajer dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi konflik keagenan karena adanya perbendaan kepentingan. Hal ini sesuai dengan *agency theory*, yang menyatakan bahwa konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat di minimalkan dengan satu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait, salah satunya yaitu adanya kepemilikan saham manajerial.

Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen, menyebabkan manajemen akan semakin berhati-hati dalam mengambil keputusan karena manajemen akan merasa ikut memiliki perusahaan dan merasakan langsung dampak dari keputusan yang diambil. Ketika saham yang dimiliki manajer tinggi, maka manajer akan lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic*, karena pihak manajemen akan ikut menanggung dampak dari tindakan dan kebijakannya,

maka pihak manajemen cenderung menggunakan hutang yang relatif rendah. Sehingga arah pengaruhnya negatif, semakin tinggi porsi kepemilikan saham oleh pihak manajerial maka semakin rendah penggunaan hutangnya.

Hal tersebut juga di dukung oleh (Sheisarvian, 2015) menyatakan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil yang sama di tunjukan dalam penelitian Muhammad Solihin (2018) menyatakan hasil yang sama yaitu kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hubungan tersebut, penulis merumuskan hipotesis 1:

H1: Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

2. Pengaruh Kepemilikan Institusional Dengan Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional adalah persentase saham yang dimiliki oleh institusi dari keseluruhan saham perusahaan yang beredar. Menurut Brigham (2005) kepemilikan institusional merupakan kepemilikan investasi saham yang dimiliki oleh institusi lain seperti: perusahaan dana pensiun, reksadana dll dalam jumlah yang besar. Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan yang dimiliki oleh lembaga atau institusi lain, sehingga dapat meminta pertanggung jawaban dan kontrol dari manajer perusahaan agar dapat melakukan keputusan dengan tepat sehingga dapat menyenangkan bagi pemegang saham.

Dengan adanya kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan maka dapat memberikan kontribusi berupa kontrol dalam manajemen dan akan mendorong pengawasan terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap kinerja manajemen. Pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham institusional tergantung pada seberapa besar kepemilikan saham yang dimiliki pada suatu perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak institusi maka diharapkan penggunaan hutang oleh manajer akan lebih optimal, karena adanya pengawasan yang dilakukan oleh pihak institusi. Pengawasan tersebut akan memakmurkan pemegang saham.

Hal tersebut juga didukung oleh (Wangge, 2018) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Dalam penelitian (Solihin, 2018) juga menghasilkan hasil yang sama yaitu kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hubungan tersebut, penulis merumuskan hipotesis 2:

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

3. Pengaruh Kebijakan Dividen Dengan Kebijakan Hutang

Dividen merupakan keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham sesuai dengan jumlah lembar saham yang dimiliki. *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa dalam mengambil keputusan

pendanaan, pertama kali perusahaan akan memanfaatkan laba ditahan, kemudian apabila tidak mencukupi maka barulah akan digunakan pendanaan dengan utang. Ketika sebagian besar keuntungan perusahaan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, maka dana yang tersedia untuk pendanaan perusahaan dalam bentuk laba ditahan akan semakin kecil, sehingga untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, perusahaan akan memenuhi kebutuhan danana melalui hutang, oleh karena itu semakin besar dividen yang dibayarkan pada para pemegang saham maka semakin besar pula penggunaan utang dalam perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Hal tersebut juga di dukung oleh (Fransiska, 2014) menyatakan kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhaap kebijakan hutang. Hasil yang sama di tunjukan dalam penelitian (Wangge, 2018) menyatakan hasil yang sama yaitu kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhaap kebijakan hutang.

Berdasarkan hubungan tersebut, penulis merumuskan hipotesis 3:

H3: kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

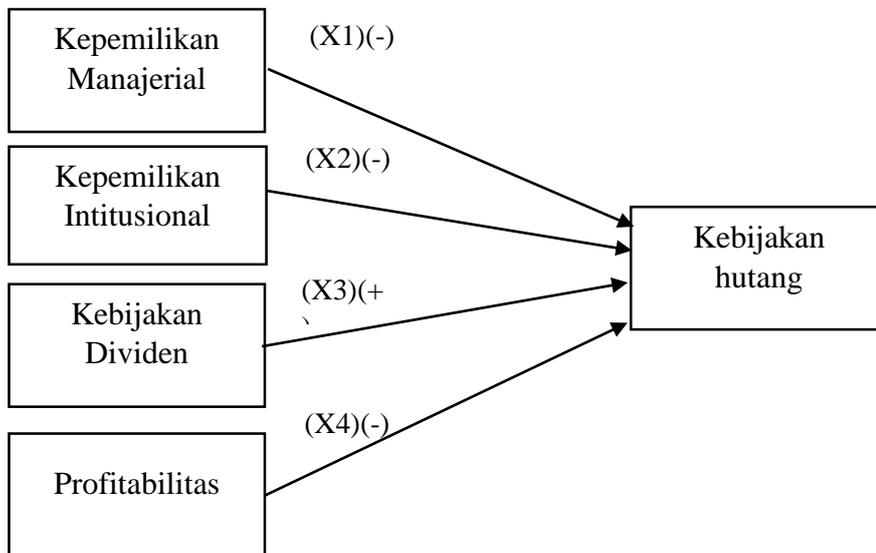
4. Pengaruh Profitabilitas Dengan Kebijakan Hutang

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Perusahaan yang tingkat profitabilitasnya tinggi biasanya menggunakan utang dalam jumlah yang relatif sedikit karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai

kegiatan operasionalnya dengan menggunakan dana yang dihasilkan oleh perusahaan (dana internal). Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan yang bersumber dari aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi dari pada yang berasal dari eksternal perusahaan. Semakin tinggi profit yang diperoleh perusahaan, maka akan semakin kecil penggunaan utang yang digunakan dalam pendanaan perusahaan karena perusahaan dapat menggunakan *internal equity* yang diperoleh dari laba ditahan terlebih dahulu. Apabila kebutuhan dana belum tercukupi, perusahaan dapat menggunakan utang. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Hal tersebut juga di dukung oleh (Wangge, 2018) yang menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil yang sama di tunjukan oleh penelitian (Solihin, 2018) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hubungan tersebut, penulis merumuskan hipotesis 4:
H4: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.



Gambar 1. 1 Model Penelitian