

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Penelitian Sebelumnya

Utomo (2012) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”. Penelitian ini merupakan *statistical study* dengan menggunakan metode *survey*. Populasi penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2007-2010. Hasil penelitian pengujian secara parsial menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh negative dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan pengujian secara simultan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Indahningrum dan Handayani (2009) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan”. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang konsisten terdaftar di BEI selama tahun 2005-2007. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial (INSDR), variabel pertumbuhan perusahaan (GROWTH) dan kebijakan dividen (DIVIDEN) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan variabel kepemilikan institusional (INST) dan

variabel Free Cash Flow (FCF) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas (PROF) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian oleh Yenieatie dan Destriana (2010) menguji faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan utang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2007. Variabel independen yang digunakan adalah Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Struktur Aset, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, dan Risiko Bisnis. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Kepemilikan Institusional dan Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Utang. Struktur Aset dan Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Utang. Namun tidak terdapat pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Utang.

Putri dan Nasir (2006) melakukan penelitian dengan judul Analisis Persamaan Simultanitas Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Instusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan. Variabel independen yang digunakan adalah Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Dividen, Free Cash Flow, Aktiva Tetap, dan Profitabilitas. Penelitian ini menggunakan 166 perusahaan yang terdaftar di Jakarta Stock Exchange dari tahun 2000-2004 sebagai sampelnya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan tetapi hanya kepemilikan manajerial yang berpengaruh signifikan. Sementara kebijakan pengambilan risiko, free cash flow, dan profitabilitas memiliki arah

koefisien negatif tetapi hanya variabel kebijakan pengambilan risiko dan free cash flow yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Nabela (2012) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia”. Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan Properti dan Real Estate yang terdaftar di BEI tahun 2005-2009 yaitu sebanyak 46 perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sementara kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan. Sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di BEI.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Menurut Jensen dan Meckling (1976) *Agency Theory* merupakan teori yang mengatur hubungan antara pemegang saham (*principal*) dengan manajer (*agent*). Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa menyebabkan terjadinya konflik diantara keduanya. Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat diminimalisasi dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Teori keagenan menyatakan bahwa *agency cost* adalah jumlah biaya yang dikeluarkan untuk kepentingan struktural, administrasi, dan pelaksanaan kontrol (baik formal maupun non-formal), ditambah *residual loss* (Jensen dan Meckling, 1976). Penelitian-penelitian sebelumnya tentang *agency cost*, telah membuktikan bahwa tingginya *agency cost* akan mengakibatkan turunnya nilai perusahaan dan berakibat buruk bagi para pemegang saham.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* berdasarkan hasil penelitian Jensen dan Meckling (1976), Crutchley & Hansen (1989), Easterbrook (1989), Ros (1977), Leland dan Pyle (1977) Moh'd *et al* (1998), dalam Wahidahwati (2002) diantaranya yaitu: Pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Selain itu kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Alternatif Kedua, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*. Pembayaran dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan, karena dengan pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* perusahaan akibatnya perusahaan dalam memenuhi kebutuhan operasinya akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan.

Alternatif Ketiga, dengan meningkatkan pendanaan dengan hutang. Penurunan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu hutang akan menurunkan *excess cash flow*

(kelebihan arus kas) yang ada dalam perusahaan, sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

Alternatif Keempat, dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak institusional. *Institutional investor* sebagai pihak yang memonitor agen. Distributor saham antara pemegang saham dari luar seperti *institutional investor* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan terhadap keberadaan kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Jadi dengan adanya kepemilikan institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

2.2.2 Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan. Teori *Pecking Order* ini menyatakan bahwa dalam mengambil keputusan pendanaan, pertama kali perusahaan akan memanfaatkan laba ditahan, kemudian apabila tidak mencukupi maka barulah akan digunakan pendanaan dengan hutang. Menurut Brealey dan Myers (1991), urutan pendanaan menurut teori *pecking order* sebagai berikut :

- a. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal.
- b. Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi.
- c. Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan akan memilih sumber dana dari hutang karena dipandang lebih aman dari penerbitan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir sebagai sumber untuk memenuhi kebutuhan investasi.

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas.

Pecking order theory menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan justru tingkat hutang yang digunakan akan semakin kecil, hal ini dikarenakan perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi memiliki sumber dana internal yang tinggi pula sehingga perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu. Sebaliknya suatu perusahaan yang tingkat profitabilitasnya rendah cenderung memiliki hutang yang lebih tinggi. Alasan perusahaan yang kurang profitable cenderung menggunakan hutang yang lebih tinggi karena kurangnya dana internal perusahaan dan hutang merupakan dana eksternal yang paling murah daripada harus menerbitkan saham baru.

2.2.3 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). Yeniatie dan Destriana, 2010 mendefinisikan kebijakan hutang adalah total hutang jangka panjang yang dimiliki perusahaan untuk membiayai operasionalnya. Jadi kebijakan hutang perusahaan adalah suatu kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam memperoleh sumber pembiayaan (dana) dari pihak ketiga untuk membiayai

aktivitas operasional perusahaan. Beberapa faktor yang memengaruhi pengambilan kebijakan hutang antara lain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen.

Kebijakan hutang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) yaitu perbandingan antara total hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Semakin rendah DER maka semakin kecil tingkat hutang yang dimiliki dan kemampuan untuk membayar hutang akan semakin tinggi pula. Ketika perusahaan menggunakan hutang yang terus meningkat maka akan semakin besar kewajibannya. Hal ini akan berpengaruh pada pendapatan bersih bagi pemegang saham termasuk juga dividen yang dibagikan. Karena kewajiban membayar hutang akan lebih diutamakan daripada kewajiban membagikan dividen.

2.2.4 Struktur Kepemilikan

Menurut Sugiarto (2009:59) struktur kepemilikan adalah perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (*insiders*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor. 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*). Struktur kepemilikan perusahaan dapat dibedakan menjadi dua yaitu terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

Kepemilikan manajerial merupakan persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Marlene, 2012 dalam Wati, 2014). Kepemilikan manajerial juga dapat diartikan sebagai suatu kondisi di mana manajer mengambil bagian dalam

struktur modal perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut berperan ganda sebagai manajer sekaligus pemegang saham di perusahaan. Dengan adanya kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan antara manajer dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian apabila keputusan yang diambil salah terutama keputusan mengenai hutang.

Kepemilikan institutional merupakan persentase kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Dengan adanya kepemilikan institutional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan, sehingga semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh investor institutional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku opportunistik yang dilakukan oleh para manajer (Jensen, 1986 dalam Wahyu, 2011). Monitoring yang baik tersebut mempengaruhi turunnya penggunaan hutang karena peranan hutang sebagai salah satu mekanisme untuk menurunkan *agency cost* telah diambil alih oleh kepemilikan institusional tersebut.

2.2.5 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen adalah 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 (Martono dan Harjito, 2010:253).

Rozelf (1982) menyatakan bahwa dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham akan mengurangi dana yang dikendalikan manajemen. Dana tersebut adalah jumlah *free cash flow*. Semakin tinggi dividen yang akan dibayarkan maka akan semakin kecil jumlah *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, sehingga manajemen harus memikirkan cara untuk memperoleh sumber pendanaan eksternal yaitu hutang.

Menurut Brigham dan Houston (2011:215) terdapat beberapa teori yang digunakan dalam menentukan kebijakan dividen dalam suatu perusahaan, antara lain:

1. Teori Dividen Tidak Relevan

Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio*, tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak dan kelas risiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen tidak relevan untuk diperhitungkan karena tidak akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

2. Teori *The Bird in The Hand*

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika *dividend payout ratio* rendah karena investor lebih suka menerima dividen dari pada *capital gains*. Menurut Gordon dan Lintner investor memandang *dividend yield* lebih pasti dari pada *capital gains yield*.

3. Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Teori ini menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* tinggi dan *capital gains yield* rendah daripada saham dengan *dividend yield* rendah dan *capital gains yield* tinggi.

4. *Signalling Hypothesis Theory*

Pada umumnya manajer akan memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek dividen di masa akan datang jika dibandingkan dengan para pemegang saham, sehingga pengumuman dividen akan memberikan muatan sinyal mengenai laba di masa yang akan datang.

2.3 Hipotesis

Berdasarkan teori yang disebutkan di atas, maka hipotesis dari penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

2.3.1 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan Manajerial mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai manajer maupun sebagai pemegang saham. Meningkatnya kepemilikan saham manajerial akan membuat kekayaan pribadi manajemen semakin terikat dengan kekayaan perusahaan. Kepemilikan saham manajerial yang tinggi membuat manajemen berusaha mengurangi risiko kehilangan kekayaannya. Cara yang ditempuh yaitu dengan mengurangi resiko keuangan perusahaan melalui penurunan tingkat hutang. Semakin besar kepemilikan manajerial maka penggunaan hutang akan semakin menurun. Dengan demikian

meningkatnya kepemilikan manajerial merupakan salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan.

Menurut Utomo (2012) bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Yenieatie dan Destriana (2010) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Putri dan Nasir (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H₁ = Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

2.3.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan saham secara institusional dapat mendorong peningkatan pengawasan yang optimal dalam setiap keputusan perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin rendah penggunaan hutang dalam mendanai perusahaan. Apabila perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai proyek yang memiliki resiko tinggi dan mempunyai kemungkinan mengalami kegagalan, maka dapat mengakibatkan pemegang saham institusional menjual saham yang dimilikinya.

Menurut Utomo (2012) dan Yenieatie dan Destriana (2010) bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negative dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Putri dan Nasir (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Indahningrum dan Handayani (2009), Nabela (2012) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan

hutang. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H₂ = Kepemilikan Institutional berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

2.3.3 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

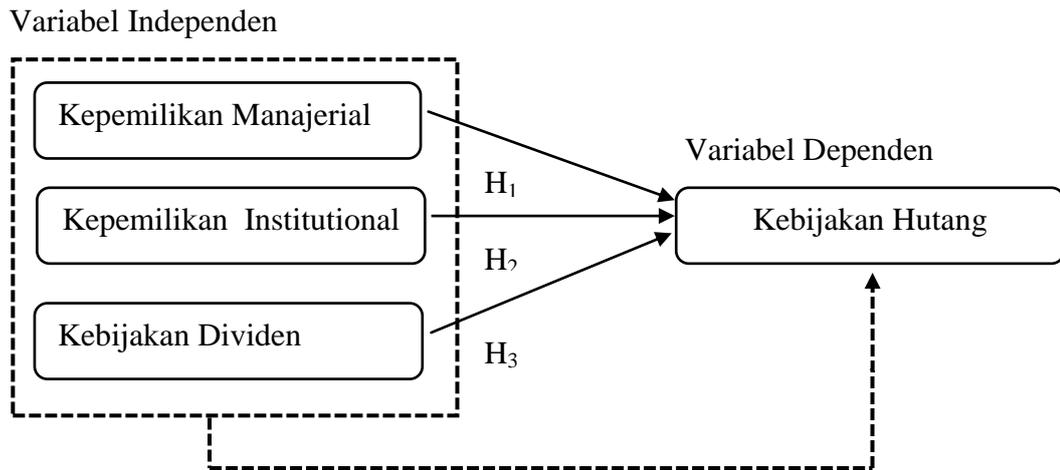
Dividen merupakan bagian dari keuntungan perusahaan yang akan dibagikan kepada pemilik perusahaan atau investor sesuai dengan lembar saham yang dimilikinya. Dalam teori *Pecking Order* menyatakan bahwa pengambilan keputusan pendanaan perusahaan akan memanfaatkan laba ditahan, kemudian apabila tidak mencukupi maka akan menggunakan pendanaan dengan hutang. Semakin besar jumlah dividen yang dibagikan, semakin tinggi jumlah hutang yang digunakan. Sebaliknya apabila dividen tidak dibagikan atau semakin kecil, hutang yang akan digunakan semakin rendah.

Menurut Indahningrum dan Handayani (2009), Yeniatie dan Destriana (2010) bahwa variabel kebijakan dividen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Putri dan Nasir (2006) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Nabela (2012) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H₃ = Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

2.4 Kerangka Konseptual

Berdasarkan pengaruh antara variabel independen dengan variabel dependen yang telah dijelaskan sebelumnya, maka kerangka pemikiran teoritis yang didapatkan adalah sebagai berikut :



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual yang tergambar di atas dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Masing-masing variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institutional dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang, dengan adanya pengaruh tersebut menghasilkan suatu hipotesis.
2. Variabel independen akan diuji secara parsial untuk mengetahui apakah masing-masing variabel berpengaruh signifikan atau tidak terhadap variabel dependen, dan akan diuji secara simultan untuk mengetahui apakah adanya pengaruh signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependennya.

Keterangan :

H₁, H₂, H₃ : Hipotesis

—————> : Pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen

.....> : Pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen