

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Keputusan manajemen perusahaan dalam hal pendanaan dapat melalui beberapa cara, yang paling sering digunakan yaitu melalui hutang. Keputusan pendanaan melalui kebijakan hutang dipilih oleh manajer untuk menambah dana dalam memenuhi kebutuhan operasional perusahaan (Murtiningtyas, 2012). Penelitian-penelitian yang membahas tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur telah banyak dilakukan, dimana hal tersebut dikaitkan dengan kemampuan manajer dan para investor perusahaan dalam mengambil keputusan yang tepat dan sesuai dengan kondisi perusahaan saat itu.

Penelitian ini didasarkan pada beberapa penelitian terdahulu yang diambil dari jurnal-jurnal berikut :

1. **Ni Komang Ayu Purnianti dan I Wayan Putra (2016)**

Penelitian dilakukan dengan tujuan untuk menganalisis dampak kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, dan umur perusahaan pada kebijakan hutang. Sampel penelitian ini terdiri dari 378 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode tahun 2011-2013. Variabel independen dalam penelitian yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran dan umur perusahaan dengan variabel dependen adalah kebijakan hutang. Teknik

analisis data yang digunakan adalah Analisis Regresi Linear Berganda. Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif pada kebijakan hutang, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan hutang, ukuran perusahaan berpengaruh positif pada kebijakan hutang, sedangkan umur berpengaruh negatif pada kebijakan hutang.

Persamaan penelitian :

- a) Menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel dependen penelitian.
- b) Ada dua variabel independen penelitian yang sama yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

Perbedaan penelitian :

- a) Dari empat variabel independen penelitian terdahulu, ada dua variabel yang berbeda yaitu ukuran dan umur perusahaan; sedangkan penelitian selanjutnya menggantinya dengan variabel kebijakan dividen.
- b) Sampel penelitian terdahulu merupakan perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2011-2013, sedangkan sampel penelitian saat ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015.
- c) Dalam pengumpulan datanya, penelitian terdahulu menggunakan metode observasi non partisipan dan dokumentasi; sedangkan penelitian selanjutnya hanya menggunakan metode dokumentasi.

2. Ardika Daud, Sientje Nangoy, dan Ivonne Saerang (2015)

Daud dkk (2015) melakukan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial dan institusional terhadap kebijakan

hutang perusahaan pada perusahaan non-manufaktur di BEI. Sampel penelitian adalah perusahaan non-manufaktur di BEI tahun 2012 yang sampelnya diambil dengan menggunakan teknik *time series cross sectional*. Variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional yang dihipotesiskan berpengaruh terhadap variabel kebijakan hutang. Teknik analisis data menggunakan Metode Analisis Regresi Linear Berganda. Berdasarkan penelitian yang dilakukan diperoleh hasil bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Namun, penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Persamaan penelitian:

- a) Variabel dependen kebijakan hutang yang digunakan sama dengan variabel penelitian terdahulu.
- b) Menggunakan dua variabel independen yang sama yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

Perbedaan penelitian :

- a) Penelitian terdahulu hanya menggunakan variabel independen kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, sedangkan penelitian selanjutnya menggunakan dua variabel yang sama namun menambahkan variabel kebijakan dividen.
- b) Sampel penelitian terdahulu adalah perusahaan non-manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012, sedangkan sampel penelitian ini

merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015.

- c) Penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dalam pengambilan sampel penelitian, sedangkan penelitian terdahulu menggunakan teknik *time series cross sectional*.

3. Revi Maretta Sheisarvian, Nengah Sudjana, dan Muhammad Saifi (2015)

Penelitian dilakukan bertujuan untuk mengetahui apakah kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan profitabilitas memiliki hubungan dengan kebijakan hutang. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012 yang diseleksi dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Variabel independen dalam penelitian antara lain kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas; serta kebijakan hutang sebagai variabel dependen. Dalam penelitian ini, teknik analisis data menggunakan Analisis Regresi Linear Berganda dengan hasil regresi yang telah terbebas dari uji asumsi klasik. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan profitabilitas berpengaruh signifikan, baik simultan maupun parsial terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Persamaan penelitian :

- a) Variabel dependen penelitian menggunakan kebijakan hutang.
b) Variabel independen kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen.

Perbedaan penelitian :

- a) Penelitian selanjutnya tidak menggunakan variabel profitabilitas, namun menggunakan kepemilikan institusional.
- b) Sampel penelitian terdahulu perusahaan adalah manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012, sedangkan penelitian saat ini menggunakan periode 2013-2015.
- c) Jenis penelitian terdahulu merupakan *explanatory research*, sedangkan penelitian saat ini merupakan *applied research*.

4. Mudrika Alamsyah Hasan (2014)

Peneliti melakukan penelitian dengan tujuan adalah untuk mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh struktur kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang perusahaan Industri Dasar dan Kimia yang terdaftar di BEI. Dengan menggunakan metode *purposive sampling* maka didapatkan sampel 37 perusahaan sektor Kimia Dasar yang tercatat di BEI dari tahun 2009-2011. Variabel dalam penelitian ini ada dua variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan ukuran perusahaan. Adapun variabel dependen adalah kebijakan hutang. Teknik analisis data yang digunakan adalah Analisis Regresi Linear Berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang; sedangkan *free cash flow* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (*debt to equity ratio*). Kepemilikan manajerial, *free cash flow*, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (DER).

Persamaan penelitian :

- a) Variabel dependen penelitiannya adalah kebijakan hutang.
- b) Variabel independen penelitian yang sama adalah kepemilikan manajerial.

Perbedaan penelitian :

- a) Penelitian terdahulu menggunakan variabel *free cash flow* dan ukuran perusahaan yang berbeda dengan penelitian selanjutnya, dimana akan menambahkan variabel kepemilikan institusional dan kebijakan dividen.
- b) Sampel penelitian terdahulu hanya perusahaan Industri Dasar dan Kimia, sedangkan penelitian sekarang populasi atau sampelnya adalah seluruh perusahaan yang ada dalam sektor manufaktur yang tercatat di BEI tahun 2013-2015.

5. **Ahadiyah Muslida Dewi Yuniarti (2013)**

Peneliti terdahulu melakukan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, dividen, profitabilitas dan struktur aset terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur. Sampel dalam penelitian adalah 35 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2009-2011 yang dipilih menggunakan teknik *purposive sampling*. Variabel independen dalam penelitian antara lain kepemilikan manajerial, dividen, profitabilitas dan struktur aset, sedangkan variabel dependennya adalah kebijakan hutang. Teknik analisis data yang digunakan yaitu Analisis Regresi Linear Berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang; sementara kepemilikan manajerial, dividen dan struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Persamaan penelitian :

- a) Variabel dependen penelitian yaitu kebijakan hutang.
- b) Variabel independen yang sama adalah kepemilikan manajerial.

Perbedaan penelitian :

- a) Variabel independen penelitian terdahulu antara lain : kepemilikan manajerial, dividen, profitabilitas dan struktur aset; sedangkan variabel independen penelitian saat ini yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen.
- b) Sampel penelitian terdahulu menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2009-2011, sedangkan penelitian saat ini menggunakan periode 2013-2015.

6. **Andhika Ivona Murtiningtyas (2012)**

Murtiningtyas (2012) melakukan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh kebijakan deviden, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang. Sampel penelitian dipilih menggunakan metode *purposive sampling* sehingga didapatkan sampel sebanyak 40 perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI tahun 2008-2010. Variabel independen dalam penelitian yaitu kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, dan risiko bisnis; sedangkan kebijakan hutang adalah variabel dependennya. Penelitian ini menggunakan teknik analisis data Analisis Regresi Linier Berganda, dengan pengujian hipotesis uji statistik t dan uji statistik F. Hasil penelitian ini dengan uji simultan (uji F) menunjukkan bahwa kebijakan dividen, kepemilikan

manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas dan risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dengan uji parsial (uji t) menunjukkan kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan profitabilitas dan risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Persamaan penelitian :

- a) Menggunakan variabel dependen kebijakan hutang.
- b) Variabel independen penelitian yang sama yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen.

Perbedaan penelitian :

- a) Penelitian terdahulu menggunakan tiga variabel lain yang berbeda dengan penelitian selanjutnya yaitu dividen, profitabilitas dan resiko bisnis, dimana ketiganya tidak digunakan dalam penelitian ini.
- b) Populasi penelitian terdahulu merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2008-2010, sedangkan populasi selanjutnya adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015.

7. Huson Joher, Mohd Ali, dan Nazrul (2006)

Penelitian dilakukan dengan maksud untuk mengetahui dampak kepemilikan perusahaan pada kebijakan hutang perusahaan, serta menganalisis faktor-faktor yang menentukan ketergantungan struktur kepemilikan pada kebijakan hutang perusahaan. Sampel penelitian yaitu menggunakan 100 perusahaan indeks komposit dari Bursa Malaysia dalam rentang tahun 1998-2002. Variabel dalam penelitian adalah kepemilikan manajerial yang dikorelasikan

dengan kebijakan hutang. Teknik analisis data yang digunakan adalah *Two Stage Least Square* (2SLS). Hasil penelitian yang diperoleh temuan bahwa ada dampak signifikan negatif kepemilikan manajerial yang menyajikan mekanisme kontrol efektif kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang perusahaan.

Persamaan penelitian :

- a) Variabel dependen adalah kebijakan hutang.
- b) Penelitian dilakukan untuk mengetahui korelasi struktur kepemilikan, baik manajerial maupun kepemilikan institusional dan kebijakan hutang.

Perbedaan penelitian :

- a) Penelitian terdahulu menggunakan variabel dependen kepemilikan manajerial dan rasio hutang, dan variabel kepemilikan institusional sebagai variabel penjelas; sedangkan penelitian selanjutnya menggunakan variabel independen struktur kepemilikan dan kebijakan dividen.
- b) Sampel penelitian terdahulu merupakan 100 perusahaan dalam *Composite Index* (CI) Malaysia tahun 1998-2002, sedangkan sampel penelitian saat ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015.
- c) Teknik analisis data penelitian terdahulu menggunakan *Two Stage Least Square* (2SLS), sedangkan penelitian saat ini menggunakan alat uji Analisis Regresi Linear Berganda.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Pecking Order Theory

Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961. *Pecking order theory* menitikberatkan pada urutan pendanaan perusahaan dari opsi yang memiliki risiko paling kecil sampai yang memiliki risiko paling tinggi dalam menentukan struktur modal yang optimal bagi perusahaan. *Pecking order theory* mengatakan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan (*internal financing*) yang bersumber dari aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi daripada dana yang berasal dari eksternal perusahaan (*external financing*). Opsi penggunaan sumber pendanaan eksternal baru akan dipilih apabila pendanaan dari sumber internal perusahaan tidak mencukupi untuk membiayai operasional perusahaan (Erdinc *et al.*, 2011 dalam Purnianti dan Putra, 2016). Hipotesis *pecking order theory* menyatakan manajer harus konsisten dengan tujuan utama perusahaan yaitu untuk kemakmuran dan kekayaan pemegang saham.

Myers (1984) menyimpulkan *pecking order theory* pada beberapa poin penting, yaitu :

1. Perusahaan lebih mengutamakan pendanaan dari sumber internal.
2. Perusahaan akan menyesuaikan target *dividend payout ratio* (DPR) dengan peluang investasi, namun perusahaan menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang ketat, fluktuasi profitabilitas dan adanya peluang investasi yang tidak terduga mengakibatkan sumber dana internal melebihi

dan bahkan kurang dari kebutuhan investasi. Oleh sebab itu, jika sumber dana internal lebih kecil dari kebutuhan investasi, maka perusahaan menggunakan saldo kas atau menjual portofolio surat berharga yang dimiliki.

4. Jika perusahaan memerlukan pendanaan eksternal, perusahaan akan memilih sumber dana dari hutang daripada menerbitkan saham baru. Menerbitkan ekuitas baru merupakan pilihan terakhir karena biaya hutang lebih kecil dibandingkan emisi saham.

Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi justru memiliki tingkat hutang yang relatif rendah. Pendanaan internal yang berasal dari kegiatan operasional perusahaan lebih disukai oleh perusahaan. Pendanaan melalui hasil kegiatan operasional perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan sudah mampu mendanai operasional perusahaan dengan modal sendiri, sehingga tidak terlalu banyak menggunakan hutang. Melalui pernyataan tersebut bukan berarti perusahaan menargetkan *debt to equity ratio* yang rendah, namun karena kebutuhan perusahaan terhadap pendanaan dari pihak eksternal dalam tingkat rendah (Purnianti dan Putra, 2016).

Myers (1984) mengatakan *pecking order theory* akan menimbulkan *asymmetric information*. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Oleh karena itu, perusahaan terpaksa menerbitkan saham baru. Apabila harga saham di pasar terlalu mahal (*over value*), maka perusahaan harus menolak menerbitkan saham baru. Sebab harga saham saat itu akan turun sebagai proses koreksi atau

penilaian. Myers dan Majluf (1984) dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor menganggap kenaikan harga saham sebagai konsekuensi atas menerbitkan ekuitas sebagai berita buruk, sehingga akan lebih bila perusahaan menggunakan pendanaan dari hutang.

Pecking order model menjelaskan bahwa ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup mendanai investasi *real* dan dividen, perusahaan akan menerbitkan hutang. Saham tidak akan pernah diterbitkan, kecuali biaya *financial distress* perusahaan tinggi dan perusahaan hanya dapat menerbitkan *junk debt* (Sunder dan Myers, 1992 dalam Indahningrum dan Handayani, 2009).

Berkaitan dengan nilai perusahaan, *pecking order theory* telah memberikan gambaran bahwa penggunaan hutang akan memberikan manfaat sekaligus biaya dan risiko sebagaimana dinyatakan oleh Bringham (1999) yang mengemukakan bahwa penggunaan hutang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan. Sehingga penggunaan hutang yang optimal dan dipertimbangkan berdasarkan karakteristik spesifik perusahaan akan menghindarkan perusahaan dari risiko gagal memenuhi kewajiban sehingga perusahaan terhindar dari penurunan kepercayaan investor yang berimplikasi pada menurunnya nilai perusahaan.

2.2.2 Hutang

Hutang di dalam lingkup akuntansi disebut juga sebagai kewajiban (liabilitas). Definisi liabilitas (hutang) menurut PSAK No. 57 tahun 2012 yaitu :

Liabilitas adalah kewajiban kini entitas, timbul dari peristiwa masa lalu yang penyelesaiannya dapat mengakibatkan arus kas keluar sumber daya entitas yang mengandung manfaat ekonomi.

Dikutip dari FASB, hutang merupakan kemungkinan pengorbanan kekayaan dimasa yang akan datang yang timbul akibat kewajiban perusahaan sekarang untuk memberikan harta atau memberikan jasa kepada pihak lain di masa yang akan datang sebagai akibat dari suatu transaksi atau kejadian yang sudah terjadi. Penyelesaian kewajiban masa kini biasanya mengharuskan perusahaan untuk mengorbankan sumber daya yang memiliki manfaat masa depan demi memenuhi tuntutan pihak lain (PSAK 57, 2012 : 10). Untuk menyelesaikan kewajiban tersebut, dapat dilakukan dengan berbagai cara misalnya dengan pembayaran kas, penyerahan aktiva, pemberian jasa, penggantian kewajiban dengan kewajiban yang lain atau, konversi kewajiban ekuitas.

2.2.3 Kebijakan Hutang

Selama kegiatan bisnis berlangsung, ada kalanya manajemen perusahaan tidak memiliki dana yang cukup untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Perusahaan dapat menggunakan dana dari setoran modal pemilik atau alternatif pembiayaan yang lain. Kebijakan hutang merupakan kebijakan terkait pendanaan perusahaan yang bersumber dari luar perusahaan. Penentuan kebijakan hutang berkaitan dengan struktur modal perusahaan karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal perusahaan. Perusahaan

yang baik idealnya memiliki komposisi modal sendiri yang lebih besar daripada hutang (Harahap, 2011 : 306).

Kebijakan hutang menggambarkan seberapa besar perusahaan menggantungkan diri pada hutang dibandingkan dengan ekuitas. Besar kecilnya kebijakan hutang dapat diukur melalui *Debt to Equity Ratio* (DER). DER dapat dihitung dengan membagi total hutang dan total ekuitas (Brigham dan Houston, 2010 : 143). Semakin rendah DER berarti semakin kecil tingkat hutang yang dimiliki dan kemampuan untuk membayar hutang akan semakin tinggi pula. *Debt to Equity Ratio* dapat dihitung dengan rumus berikut (Kasmir, 2008 : 158) :

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

2.2.4 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham perusahaan oleh pihak-pihak manajemen yang aktif dalam proses pengambilan keputusan (Sheisarvian dkk, 2015). Pihak tersebut antara lain adalah orang-orang yang ada di jajaran direksi, komisaris dan manajer. Kepemilikan manajerial dihitung melalui persentase saham yang dimiliki oleh manajemen sampai akhir tahun. Kepemilikan ini menandakan bahwa manajer tidak hanya bertindak sebagai pengelola perusahaan, namun juga sebagai pemegang saham. Kepemilikan manajerial dapat dihitung dengan membagi kepemilikan saham manajemen dengan total saham yang beredar.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan hutang memiliki peran yang penting dalam upaya mengendalikan kebijakan keuangan

perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham (*bonding mechanism*) dengan mengikat kekayaan pribadi manajer ke dalam kekayaan perusahaan (Maggnison, 2003 dalam penelitian Hasan, 2014). Adanya kepemilikan saham oleh manajemen memungkinkan pihak manajemen sebagai pihak yang lebih banyak mengetahui kondisi perusahaan akan berusaha untuk mengurangi risiko kebangkrutan akibat keputusan pendanaan. Peningkatan kepemilikan manajerial akan menurunkan biaya keagenan karena dapat mensejajarkan kepentingan pemegang saham dan manajer (Jensen dan Meckeling, 1976). Kepemilikan manajerial (MOWN) dihitung dengan menggunakan rumus :

$$\text{MOWN} = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham manajerial}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

2.2.5 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh investor institusional yang diukur dalam presentase (Daud dkk, 2015). Kepemilikan institusional diukur melalui jumlah presentase saham yang dimiliki oleh investor institusional sampai akhir tahun. Secara umum, kepemilikan institusional di perusahaan manufaktur di Indonesia sangat besar.

Adanya kepemilikan saham institusional sangat penting dalam memonitor kinerja manajemen perusahaan untuk mengurangi konflik keagenan dalam suatu perusahaan. Dengan kepemilikan saham institusional oleh entitas lain seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh institusi-institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih

optimal terhadap kinerja manajer. Kepemilikan institusional (INST) dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham institusional}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

2.2.6 Kebijakan Dividen

Dividen merupakan bagian dari laba usaha yang diperoleh dan diberikan perusahaan kepada pemegang sahamnya sebagai bentuk imbalan atas kesediaannya menanamkan modal pada perusahaan (Rudianto, 2012 : 290). Dividen dapat berbentuk dividen kas ataupun dividen saham, merupakan laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atas persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Keputusan yang juga tidak dapat terpisahkan dari aktivitas perusahaan selain keputusan pendanaan perusahaan adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen menurut Brigham dan Houston (2012 : 211) adalah keseimbangan antara dividen saat ini, pertumbuhan masa depan dan memaksimalkan harga saham perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang sengaja dibuat manajemen perusahaan dalam menentukan berapa banyak dividen yang harus dibayarkan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditahan kembali dalam perusahaan sebagai laba ditahan (Sheisarvian dkk, 2015). Pembagian dividen akan mengurangi biaya keagenan karena dapat meminimalisir masalah kelebihan *free cash flow* sehingga mengurangi perilaku manajer dalam menggunakan kelebihan tersebut untuk kepentingan pribadi.

Terdapat 4 faktor yang mempengaruhi kebijakan pembagian dividen suatu perusahaan yaitu:

1. Posisi likuiditas perusahaan.

Sebelum menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan, manajer harus memperhatikan likuiditas perusahaan. Semakin kuat posisi likuiditas perusahaan, maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

2. Kebutuhan dana untuk membayar hutang.

Jika perusahaan memutuskan menggunakan laba ditahan untuk melunasi hutangnya, maka perusahaan harus menahan sebagian pendapatannya untuk keperluan tersebut, sehingga hanya sebagian kecil pendapatan yang dibayarkan sebagai dividen.

3. Tingkat pertumbuhan hutang.

Dana yang dibutuhkan oleh perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat relatif lebih besar dibandingkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan lambat. Dengan demikian, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung menahan pendapatannya dibandingkan membaginya dalam bentuk dividen.

4. Pengawasan terhadap perusahaan.

Pengawasan terhadap perusahaan berkaitan dengan kebijakan perusahaan untuk membiayai ekspansinya dengan sumber dana internal agar kontrol dari pemegang saham mayoritas dalam perusahaan tetap bisa dijalankan.

Dengan kebijakan ini, perusahaan lebih suka membentuk laba ditahan untuk membiayai ekspansinya dibandingkan membagikan dividen.

Dividend payout ratio dihitung menggunakan rumus (Ismiyati dan Hanafi, 2003 dalam Sheisarvian dkk, 2015) :

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba bersih setelah pajak}}$$

2.3 Kerangka Pemikiran

a. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan hutang memiliki peran yang penting dalam upaya mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham (*bonding mechanism*). *Bonding mechanism* digunakan untuk menyamakan kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham dengan mengikat kekayaan pribadi manajer ke dalam kekayaan perusahaan (Maggnison, 2003 dalam penelitian Hasan, 2014).

Pecking Order Theory menjelaskan bahwa untuk melakukan investasi dengan penggunaan dana internal, risikonya lebih kecil dibandingkan dengan menggunakan dana eksternal. Para pemegang saham yang sekaligus sebagai manajer perusahaan mungkin lebih suka menggunakan dana internal untuk membiayai investasinya. Mereka mempunyai alasan bahwa dengan penggunaan dana internal, keuntungan yang diperoleh perusahaan tidak harus dibagi dengan kreditur jika perusahaan memilih menggunakan dana pihak luar.

Beberapa peneliti mengatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini disebabkan karena di Indonesia, kepemilikan manajerial pada perusahaan masih rendah dibandingkan dengan kelompok lain dalam perusahaan. Oleh sebab itu, manajer perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia bukan merupakan salah satu faktor penentu dalam pengambilan keputusan kebijakan dari hutang. Namun lebih banyak peneliti yang menemukan adanya pengaruh signifikan negatif kepemilikan manajerial pada kebijakan hutang. Penyebabnya yaitu sikap hati-hati manajer dalam membuat keputusan pendanaan melalui hutang karena manajer merasa memiliki sebagian kekayaan perusahaan dari saham yang dimiliki. Dengan demikian, manajer yang sekaligus menjadi pemegang saham perusahaan akan berusaha meminimalisir risiko hilangnya kekayaan atas investasi saham yang dimilikinya pada perusahaan yang dikelolanya sendiri.

b. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Pemegang saham mempekerjakan manajer dengan tujuan untuk dapat menjalankan aktivitas bisnis perusahaan agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan seperti yang diharapkan pemegang saham. Adanya kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan memungkinkan menimbulkan pengawasan dari investor institusi kepada manajer dalam penggunaan hutang supaya tidak melebihi modal sendiri serta agar manajer tidak menggunakan hutang untuk suatu hal yang tidak menguntungkan perusahaan atau bahkan digunakan untuk kepentingan pribadi manajer. Adanya pengawasan yang lebih itu menyebabkan

manajer menggunakan hutang yang rendah untuk menghindari *financial distress* dan risiko kebangkrutan.

Pada penelitian Purnianti dan Putra (2016), diketahui bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Faktanya tingkat kepemilikan institusional di Indonesia cukup tinggi. Dengan begitu investor institusional memiliki hak yang lebih tinggi dalam memutuskan kebijakan pendanaan yang sesuai dengan perusahaan. Selaras dengan *pecking order theory*, setiap perusahaan tentu akan memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan. Dengan demikian tingginya kepemilikan institusional dalam perusahaan, maka investor institusional akan mengoptimalkan pengawasannya untuk meminimalisir risiko kegagalan akibat kebijakan hutang. Artinya, kepemilikan institusional dapat menggantikan peran hutang dalam memonitor manajer dalam perusahaan dan mengurangi risiko kebangkrutan dengan cara menurunkan tingkat penggunaan hutang.

c. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Setiap perusahaan tentu ingin memaksimalkan nilai perusahaan serta meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui pembagian dividen kepada pemegang saham. Kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang perusahaan. Hal ini dapat diperkuat dengan *pecking order theory* yang menjelaskan urutan keputusan pendanaan yang diambil perusahaan. *Pecking Order Theory* telah menjelaskan urutan alternatif pendanaan yang diambil perusahaan sehingga dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh dividen terhadap hutang perusahaan dan investasi melalui ketersediaan dana

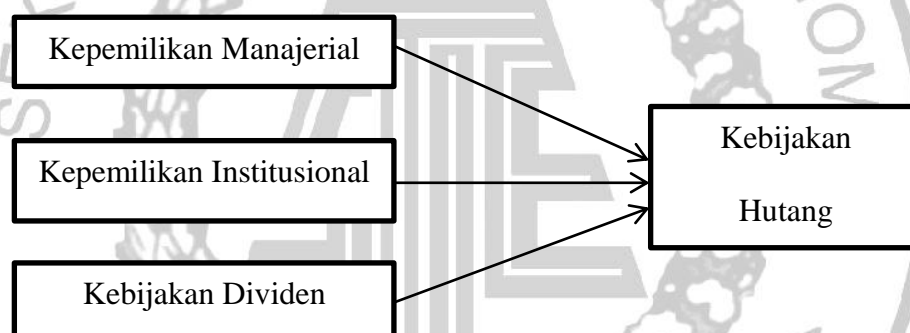
internal. Hipotesis *pecking order* menggambarkan sebuah hierarki dalam pencarian dana perusahaan dimana perusahaan lebih memilih menggunakan *internal financing* untuk membayar dividen dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan.

Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui hutang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi tingkat hutang secara searah. Dividen yang tinggi merupakan sinyal meningkatnya profitabilitas perusahaan di masa depan. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen agar investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan. Dividen yang tinggi juga berarti perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya, untuk menjaga struktur modal optimal.

Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik. Perusahaan dapat menggunakan dana internal dari pos laba ditahan untuk melakukan pembayaran dividen. Apabila rasio pembayaran dividen cukup tinggi dan laba ditahan tidak mencukupi, maka barulah akan digunakan pendanaan melalui hutang. Bila perusahaan meningkatkan rasio pembayaran dividen, maka dana yang ada dalam pos laba ditahan akan semakin kecil karena dana internal perusahaan terpakai untuk pembayaran dividen. Hal ini menyebabkan perusahaan cenderung menggunakan hutang lebih banyak untuk membiayai kegiatan investasinya.

Penelitian yang dilakukan oleh Myers (1996) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang. Pengaruh ini mengindikasikan dividen dapat mensubstitusi fungsi hutang dalam mengurangi risiko perusahaan. Penggunaan dividen dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan yang *profitable* dan *low-growth*. Dengan demikian, perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang.

Kerangka pemikiran penelitian digambarkan dalam gambar berikut :



Sumber : diolah

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

2.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan uraian model kerangka pikir penelitian, maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

H3 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

