

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Peneliti melakukan penelitian ini yang berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang dengan mengacu pada penelitian-penelitian terdahulu sebagai landasan penelitian ini.

1. Putri Rahayu dan Gerianta Wirawan Yasa (2018)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh profitabilitas dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang yang dimoderasi oleh *Investment Opportunity Set (IOS)*. Variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kebijakan hutang sebagai variabel dependen sedangkan profitabilitas dan kepemilikan manajerial sebagai variabel independen serta *investment opportunity set (IOS)* sebagai variabel moderasinya. Sampel yang digunakan pada penelitian tersebut 126 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2014 dengan metode pengambilan sampel *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu. Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian tersebut adalah *Moderated Regression Analysis (MRA)*. Hasil dalam penelitian tersebut menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang sedangkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. *Investment opportunity set (IOS)* tidak mampu memperkuat pengaruh negatif profitabilitas terhadap kebijakan hutang namun

investment opportunity set (IOS) memperlemah pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Variabel dependen yang digunakan yaitu kebijakan hutang.
- b. Variabel independen yang digunakan yaitu kepemilikan manajerial dan profitabilitas.
- c. Variabel moderasi yang digunakan yaitu *investment opportunity set (IOS)*.
- d. Metode pemilihan sampel yaitu menggunakan metode *purposive sampling*.
- e. Teknik analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi berganda.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Penelitian terdahulu tidak menggunakan kepemilikan institusional sebagai variabel independen sedangkan penelitian sekarang menambahkan kepemilikan institusional sebagai variabel independen.
- b. Penelitian terdahulu menggunakan sampel penelitian perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2014 sedangkan penelitian sekarang menggunakan sampel dari perusahaan properti *dan real estate* yang terdaftar di BEI periode 2013-2017.

2. **Laila Rahmawati Oetari, Emilia Gustini dan Lukita Tripermata (2017)**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur sub sektor otomotif yang terdaftar di BEI periode 2012-2015. Variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kebijakan hutang sebagai variabel dependen sedangkan kepemilikan manajerial, kepemilikan

institusional sebagai variabel independen. Sampel yang digunakan pada penelitian tersebut adalah perusahaan manufaktur sub sektor otomotif di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2012 sampai tahun 2015 dengan jumlah populasi sebanyak 9 perusahaan, Cara pengambilan sampel dengan teknik *purposive sampling* (*Judgement Sampling*). Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian tersebut adalah analisis regresi linier berganda. Hasil dalam penelitian tersebut menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara simultan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Variabel dependen yang digunakan yaitu kebijakan hutang.
- b. Variabel independen yang digunakan yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.
- c. Metode pemilihan sampel yaitu menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Teknik analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi berganda.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Penelitian terdahulu tidak menggunakan profitabilitas sebagai variabel independen sedangkan penelitian sekarang menambahkan profitabilitas sebagai variabel independen.
- b. Penelitian terdahulu tidak menggunakan variabel moderasi sedangkan pada penelitian saat ini menggunakan *investment opportunity cost (IOS)* sebagai variabel moderasi.
- c. Penelitian terdahulu menggunakan sampel penelitian perusahaan manufaktur sub sektor otomotif yang terdaftar di BEI periode 2012-2015 sedangkan

penelitian ini menggunakan perusahaan di sektor properti *dan real estate* yang terdaftar di BEI periode 2013-2017.

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

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran dan umur perusahaan terhadap kebijakan hutang yang dilakukan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2013. Variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kebijakan hutang sebagai variabel dependen sedangkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dan umur perusahaan sebagai variabel independen. Sampel yang digunakan pada penelitian tersebut adalah perusahaan non keuangan dengan laporan keuangan yang telah diaudit tahun 2011-2013 sebesar 378 data dengan metode pengambilan sampel *nonprobability sampling* dengan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu. Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian tersebut adalah analisis regresi linier berganda dan asumsi klasik. Hasil dalam penelitian tersebut menyatakan bahwa kepemilikan institusional dan umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang sedangkan kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang serta ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Variabel dependen yang digunakan yaitu kebijakan hutang.
- b. Variabel independen yang digunakan yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

- c. Metode pemilihan sampel yaitu menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Teknik analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi berganda.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Penelitian terdahulu menggunakan variabel independen ukuran perusahaan dan umur perusahaan penelitian sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan profitabilitas.
- b. Penelitian terdahulu tidak menggunakan variabel moderasi sedangkan pada penelitian saat ini menggunakan *investment opportunity cost (IOS)* sebagai variabel moderasi.
- c. Penelitian terdahulu menggunakan sampel penelitian perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2013 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan di sektor properti *dan real estate* yang terdaftar di BEI periode 2013-2017.

4. Weka Natasia dan Wahidahwati (2015)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2013. Variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kebijakan hutang sebagai variabel dependen sedangkan *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan instisusional, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, laba ditahan dan likuiditas sebagai variabel independen. Sampel yang digunakan pada penelitian tersebut adalah 415 sampel data pada 83 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2014 dengan metode pengambilan sampel *purposive*

sampling berdasarkan kriteria tertentu. Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian tersebut adalah teknik analisis regresi linier berganda. Hasil dalam penelitian tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow*, *managerial ownership*, profitabilitas, struktur aset, laba ditahan dan likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan *institutional ownership* dan pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Variabel dependen yang digunakan yaitu kebijakan hutang.
- b. Variabel independen yang digunakan yaitu profitabilitas dan kepemilikan institusional.
- c. Metode pemilihan sampel yaitu menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Teknik analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi berganda.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Penelitian terdahulu menggunakan variabel independen *free cash flow*, ukuran perusahaan, struktur aset, laba ditahan, likuiditas dan pertumbuhan perusahaan sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan kepemilikan manajerial.
- b. Penelitian terdahulu tidak menggunakan variabel moderasi sedangkan pada penelitian saat ini menggunakan *investment opportunity cost (IOS)* sebagai variabel moderasi.
- c. Penelitian terdahulu menggunakan sampel penelitian perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2012-2014 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan di sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI periode 2013-2017.

5. Revi Maretta Seisarvian, Nengah Sudjana dan Muhammad Saifi (2015)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kebijakan hutang sebagai variabel dependen sedangkan kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan profitabilitas sebagai variabel independen. Sampel yang digunakan pada penelitian tersebut adalah laporan keuangan tahun 2010-2012 sebanyak 13 perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian tersebut adalah teknik analisis regresi linier berganda, uji asumsi klasik dan uji hipotesis. Hasil penelitian terdahulu mengindikasikan kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Namun, uji t yang menguji tentang varians hasilnya memiliki pengaruh yang signifikan pada variabel independen terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Variabel dependen yang digunakan yaitu kebijakan hutang.
- b. Variabel independen yang digunakan yaitu kepemilikan manajerial dan profitabilitas.
- c. Metode pemilihan sampel yaitu menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Teknik analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi berganda.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Penelitian terdahulu menggunakan variabel independen kebijakan dividen sedangkan penelitian sekarang menambah variabel kepemilikan institusional.
- b. Penelitian terdahulu tidak menggunakan variabel moderasi sedangkan pada penelitian saat ini menggunakan *investment opportunity cost (IOS)* sebagai variabel moderasi.
- c. Penelitian terdahulu menggunakan sampel penelitian perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2012 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan di sektor properti *dan realstate* yang terdaftar di BEI periode 2013-2017.

6. Elly Astuti (2014)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kebijakan hutang sebagai variabel dependen sedangkan kepemilikan institusional, profitabilitas dan ukuran perusahaan sebagai variabel independen. Sampel yang digunakan pada penelitian tersebut adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI pada kurun waktu 2012 dengan metode pengambilan sampel *purposive sampling* dengan metode *cross sectional*. Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian tersebut adalah teknik analisis regresi linier berganda. Hasil dalam penelitian tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang sedangkan profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Variabel dependen yang digunakan yaitu kebijakan hutang.
- b. Variabel independen yang digunakan yaitu profitabilitas dan kepemilikan institusional.
- c. Metode pemilihan sampel yaitu menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Teknik analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi berganda.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Penelitian terdahulu menggunakan variabel independen ukuran perusahaan, sedangkan penelitian sekarang menambahkan variabel kepemilikan manajerial.
- b. Penelitian terdahulu tidak menggunakan variabel moderasi sedangkan pada penelitian saat ini menggunakan *investment opportunity cost (IOS)* sebagai variabel moderasi.
- c. Penelitian terdahulu menggunakan sampel penelitian perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2012 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan di sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI periode 2013-2017.

7. **Richard Kofi Akoto dan Dadson Awunyo Vitor (2014)**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor pengaruh kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Ghana. Variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kebijakan hutang sebagai variabel dependen sedangkan profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, struktur aset dan *growth opportunity* sebagai variabel independen. Sampel yang digunakan pada penelitian tersebut berupa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Ghana. Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian tersebut menggunakan analisis data deskriptif dan analisis regresi. Hasil dalam penelitian tersebut menunjukkan bahwa

profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan hutang. Selanjutnya, struktur aset dan *growth opportunity* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Variabel dependen yang digunakan yaitu kebijakan hutang.
- b. Variabel independen yang digunakan yaitu profitabilitas .
- c. Metode pemilihan sampel yaitu menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Teknik analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi berganda.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Penelitian terdahulu menggunakan variabel independen ukuran perusahaan, likuiditas, struktur aset dan *growth opportunity* sedangkan penelitian sekarang menambah variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.
- b. Penelitian terdahulu tidak menggunakan variabel moderasi sedangkan pada penelitian saat ini menggunakan *investment opportunity cost (IOS)* sebagai variabel moderasi.
- c. Penelitian terdahulu menggunakan sampel penelitian perusahaan yang terdaftar di Ghana sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan di sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI periode 2013-2017.

8. Pradhana dkk (2014)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *food and bevarages* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kebijakan hutang sebagai variabel dependen sedangkan ukuran perusahaan, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan sebagai variabel independen. Sampel yang digunakan pada penelitian tersebut adalah 12 perusahaan *food and beverages* yang menerbitkan laporan keuangan dengan metode pemilihan sampel *purposive sampling*. Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian tersebut menggunakan analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang sedangkan profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Variabel dependen yang digunakan yaitu kebijakan hutang.
- b. Variabel independen yang digunakan yaitu profitabilitas .
- c. Metode pemilihan sampel yaitu menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Teknik analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi berganda.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Penelitian terdahulu menggunakan variabel independen ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan sedangkan penelitian sekarang menggunakan kebijakan manajerial dan kebijakan institusional.

- b. Penelitian terdahulu tidak menggunakan variabel moderasi sedangkan pada penelitian saat ini menggunakan *investment opportunity cost (IOS)* sebagai variabel moderasi.
- c. Sampel penelitian terdahulu menggunakan perusahaan sektor food and beverages yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008-2012 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan di sektor properti *dan real estate* yang terdaftar di BEI periode 2013-2017.

9. Nima Sepehr Sadeghian, Mohammad Mehdi Latifi, Saeed Soroush dan Zeinab Talebipor Aghbagher (2012)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan kebijakan hutang dan kinerja keuangan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Teheran. Variabel kinerja keuangan dengan indikator yaitu *Gross profit margin*, *Return on Asset (ROA)*, *Tobin Q Ratio*, dan kebijakan hutang dengan indikator total hutang serta terdapat variabel kontrol yaitu ukuran dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Sampel yang digunakan pada penelitian tersebut perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Taheran. Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian tersebut menggunakan analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hubungan kinerja perusahaan dengan kebijakan hutang berpengaruh signifikan negatif.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Variabel dependen yang digunakan yaitu kebijakan hutang.
- b. Teknik analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi berganda.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Penelitian terdahulu menggunakan variabel independen kinerja keuangan sedangkan penelitian sekarang menggunakan profitabilitas, kebijakan manajerial dan kebijakan institusional.
- b. Penelitian terdahulu menggunakan variabel kontrol yaitu ukuran dan tingkat pertumbuhan perusahaan sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan variabel pemoderasi *investment opportunity set (IOS)*.
- c. Sampel penelitian terdahulu menggunakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Taheran sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan di sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI periode 2013-2017.

10. Yhoandika Nabela (2012)

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional, kebijakan dividen, profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Variabel dependen pada penelitian tersebut adalah kebijakan hutang dan variabel independen yang dipilih dalam penelitian tersebut adalah kepemilikan institusional, kebijakan dividend dan profitabilitas. Sampel yang digunakan pada penelitian tersebut adalah perusahaan *properti* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2009 sebanyak 46 perusahaan dengan metode pengambilan sampel *purposive sampling*. Teknik analisis yang digunakan pada penelitian tersebut yaitu metode analisis regresi berganda. Hasil dari penelitian Yhoandika adalah kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sementara kebijakan deviden tidak berpengaruh signifikan

terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Variabel dependen yang digunakan yaitu kebijakan hutang.
- b. Variabel independen yang digunakan yaitu profitabilitas dan kepemilikan institusional.
- c. Metode pemilihan sampel yaitu menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Teknik analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi berganda.
- e. Sektor perusahaan yang di pilih yaitu *properti dan real estate*.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah

- a. Penelitian terdahulu menggunakan variabel independen kebijakan dividen sedangkan penelitian sekarang menggunakan kepemilikan manajerial.
- b. Penelitian terdahulu tidak menggunakan variabel moderasi sedangkan pada penelitian saat ini menggunakan *investment opportunity cost (IOS)* sebagai variabel moderasi.
- c. Penelitian terdahulu menggunakan sampel pada perusahaan *properti dan real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2005-2009 sedangkan penelitian ini menggunakan sampel perusahaan *properti dan real estate* yang terdaftar di BEI periode tahun 2013-2017.

Tabel 2.1
MATRIKS PENELITIAN TERDAHULU

NO	Peneliti dan Tahun	Variabel Dependen : Kebijakan Hutang					
		PRO	KM	KI	Variabel Moderasi : IOS		
					PRO	KM	KI
1	Putri Rahayu dan Gerianta Wirawan Yasa (2018)		S+	S+			

NO	Peneliti dan Tahun	Variabel Dependen : Kebijakan Hutang					
		PRO	KM	KI	Variabel Moderasi : IOS		
					PRO	KM	KI
2	Revi Maretta Seisarvian, Nengah Sudjana dan Muhammad Saifi (2015)	S	S				
3	Elly astuti (2014)	S+		TS			
4	Richard Kofi Akoto dan Dadson Awunyo Vitor (2014)	S+					
5	Pradhana dkk (2014)	TS					
6	Nima Sepehr Sadeghian, Mohammad Mehdi Latifi, Saeed Soroush dan Zeinab Talebipor Aghbagher (2012)						
7	Yhoandika nabela (2012)	S-		S+			

Sumber: data diolah

Keterangan:

PRO : Profitabilitas

IOS : *Investment Opportunity Set*

KI : Kepemilikan Institusional

KM : Kepemilikan Manajerial

2.2 Landasan Teori

Landasan teori memuat teori-teori yang digunakan untuk mendukung analisis mengenai penelitian yang akan dilakukan dan yang akan dijadikan landasan penyusunan hipotesis beserta analisisnya. Adapun teori tersebut adalah sebagai berikut:

2.2.1 *Pecking order theory*

Teori urutan pendanaan (*pecking order theory*) diperkenalkan oleh Gordon Donaldson pada tahun 1961, dengan urutan pendanaannya sebagai berikut : laba ditahan, menjual obligasi dan paling akhir menerbitkan saham (Manurung, 2012 : 24). *Pecking order theory* merupakan urutan dalam keputusan pendanaan dimana manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2016:308). Penggunaan hutang lebih disukai dibandingkan penerbitan saham karena pertama, pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru, hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir jika penerbitan saham baru ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh pemodal, dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain kemungkinan adanya informasi asimetrik antara pihak manajemen dengan pihak pemodal. Menurut *pecking order theory* terdapat skenario urutan dalam memilih sumber pendanaan :

1. Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau disebut dengan pendanaan internal dari pada pendanaan eksternal.
2. Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih beresiko, sekuritas *hybrid* seperti obliges konversi, saham *preveren* dan terakhir saham biasa.
3. Terdapat kebijakan dividen yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran dividen yang konstan tidak berpengaruh

seberapa besarnya untung atau rugi yang di dapat dari perusahaan tersebut.
(Bringham dan Houston, 2011)

Pecking order menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki hutang paling sedikit bukan berarti perusahaan tersebut paling menguntungkan tetapi karena perusahaan tersebut tidak memerlukan uang dari luar. Hanya ada sedikit perusahaan yang menguntungkan yang menerbitkan hutang karena tidak memiliki dana internal yang cukup untuk program investasi modal perusahaan dan hal tersebut terjadi karena hutang telah menempati urutan pertama dalam urutan pilihan (*Pecking order*) untuk pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan.

Sunder dan Myer berpendapat, bahwa kemungkinan terbesar perusahaan akan lebih memilih pendanaan melalui hutang dari pada menerbitkan sekuritas jenis modal saat pendanaan eksternal dibutuhkan (Rachmawati 2012). Hutang yang dimaksud adalah hutang yang aman dari pada hutang yang beresiko. Teori *pecking order* muncul berdasarkan beberapa asumsi yaitu dengan menekankan pada pentingnya *financial slack* yang cukup diperusahaan guna mendanai proyek-proyek bagus dengan penggunaan dana internal dan menekankan permasalahan informasi asimetris, dimana perusahaan yang cukup tidak perlu menerbitkan risiko hutang ataupun saham dalam mendanai proyek-proyek barunya. Teori ini lebih cenderung menjelaskan perilaku perusahaan yang menahan sebagian laba dan membuat sejumlah cadangan kas dalam jumlah yang cukup besar.

2.2.2 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Menurut Santoso (2015:8) *agency theory* pertama kali dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976. *Agency theory*

menjelaskan bahwa masalah agensi biasanya timbul dikarenakan adanya perbedaan kepentingan antara manajemen sebagai agensi dan pemegang saham sebagai prinsipal. Pemegang saham umumnya menginginkan tingkat pengembalian yang cepat dan sebesar mungkin atas investasi yang dilakukan sedangkan manajemen cenderung menginginkan keuntungan serta insentif yang cukup tinggi dan memadai atas kinerja mereka.

Menurut Wahidahwati (2015) penyebab lain dalam konflik ini antara manajer dan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli pada risiko sistematis dari saham perusahaan sedangkan manajemen peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan. Masalah tersebut akan menimbulkan biaya agensi karena pemegang saham mengeluarkan biaya untuk mengawasi kinerja manajer sehingga perusahaan akan menurunkan keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham.

Menurut Murni dan Andriana (2007:16) ada beberapa pendekatan yang dilakukan untuk mengurangi biaya agensi antara lain. 1.) Meningkatkan kepemilikan manajerial. 2.) Meningkatkan *monitoring agent* melalui kepemilikan institusional, adanya kepemilikan oleh institusi lain seperti perusahaan investasi, bank dan perusahaan asuransi maupun berupa kepemilikan lembaga lain akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. 3.) Meningkatkan *dividend payout ratio*, sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya dan 4.) Meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan konflik.

Hubungan *Grand Theory* dengan kebijakan hutang adalah adanya pemisahan peran dan kepentingan antara agen dan prinsipal yang dapat berpotensi menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan dapat mengakibatkan adanya sifat pemilik modal selalu berusaha menggunakan dana sebaik-baiknya dengan risiko sekecil mungkin sedangkan manajer (*agent*) cenderung mengambil keputusan pengelolaan dana untuk memaksimalkan keuntungan, oleh karena itu adanya suatu alasan bahwa agen sebagai pihak pengelola perusahaan cenderung mementingkan tujuannya sendiri yang dapat memberikan keuntungan baginya dibandingkan dengan bertindak sesuai dengan kepentingan prinsipal.

2.2.3 Hutang

Hutang adalah suatu kewajiban yang harus dibayar sesuai dengan waktu yang telah ditentukan PSAK 57 (Penyesuaian 2014:10) mendefinisikan liabilitas kontijensi sebagai berikut :

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

PSAK 57 bahwa biasanya perusahaan diharuskan untuk mengorbankan sumber daya yang memiliki manfaat di masa depan untuk menyelesaikan kewajiban masa kini demi memenuhi tuntutan pihak lain (PSAK 57,2014:11).

Fahmi (2013 : 163) mengklasifikasikan hutang kedalam 2 jenis, yaitu :

1. Hutang jangka pendek (*short term liability*)

Hutang jangka pendek merupakan hutang yang diharapkan akan dilunasi dalam waktu 1 (satu) tahun. Hutang jangka pendek tersebut terdiri dari hutang dagang, hutang wesel, biaya yang masih harus dibayar, hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo, dan penghasilan yang diterima dimuka.

2. Hutang jangka panjang (*long term liability*)

Hutang jangka panjang merupakan hutang yang jangka waktu pembayarannya lebih dari satu tahun. Hutang jangka panjang terdiri dari hutang obligasi, hipotik dan hutang bank.

Hutang tersebut dapat diselesaikan dengan cara misalnya dengan pembayaran kas, penyerahan aset, pemberian jasa, penggantian kewajiban dengan kewajiban yang lain atau dengan mengkonversi kewajiban ekuitas.

2.2.4 Kebijakan Hutang

Pradhana *et.al* (2014) menyebutkan bahwa kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Perusahaan dinilai beresiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Mamduh,2016:260)

Keputusan pembiayaan atau pendanaan perusahaan akan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan, karenanya kebijakan hutang perusahaan juga berfungsi sebagai mekanisme monitoring terhadap tindakan manajer dalam pengelolaan perusahaan (Pradhana dkk, 2014). Kebijakan hutang dalam penelitian ini diproksi dengan membagi total hutang dengan ekuitas yang dilambangkan dengan *debt to equity ratio (DER)*.

DER dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas Akhir Tahun}}$$

2.2.5 Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba melalui semua kemampuan dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang dan sebagainya (Harahap, 2015:304). Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka akan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang yang berdampak meningkatkan kebijakan hutang perusahaan tersebut (Pradhana dkk, 2014). Hal ini terjadi karena perusahaan tingkat profitabilitas yang tinggi berarti mampu mengelola aset dengan baik, sehingga akan mudah melakukan pembayaran hutang apabila perusahaan tersebut melakukan pinjaman dengan jumlah besar.

Beberapa jenis rasio profitabilitas ini dikemukakan oleh Harahap (2015:304) sebagai berikut:

a. $Profit\ Margin = \frac{Pendapatan\ Bersih}{Penjualan}$

Angka ini menunjukkan berapa besar presentase pendapatan bersih yang diperoleh dari setiap penjualan. Semakin besar rasio ini semakin baik karena dianggap kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba cukup tinggi.

$$b. \text{ Return On Asset} = \frac{\text{Penjualan Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Rasio ini menggambarkan perputaran aset diukur dari volume penjualan. Semakin besar rasio ini maka semakin baik. Hal ini berarti bahwa aset dapat lebih cepat berputar dan meraih laba.

$$c. \text{ Return On Equity} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Rata-rata modal}}$$

Rasio ini menunjukkan berapa persen diperoleh laba bersih bila diukur dari modal pemilik. Semakin besar rasio ini maka akan semakin baik.

$$d. \text{ Return On Total Asset} = \frac{\text{Laba Bersih setelah pajak}}{\text{Total Aset}}$$

Rasio ini menunjukkan berapa persen laba bersih diperoleh perusahaan dari nilai aset. Semakin besar rasio ini maka akan semakin baik.

ROA dapat dipecah ke dalam dua komponen: *profit margin* dan perputaran total aset. *Profit margin* merupakan efisiensi perusahaan, yaitu kemampuan perusahaan menekankan biaya-biaya yang ada diperusahaan sedangkan perputaran total aset mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan penjualan dari total investasi tertentu. Rasio ini juga diartikan sebagai kemampuan perusahaan mengelola aset berdasarkan tingkat penjualan tertentu. Rasio ini mengukur aktivitas pengguna aset perusahaan. (Mamduh dan Halim, 2016: 159)

$$e. \text{ Basic Earning Power} = \frac{\text{Laba sebelum bunga dan pajak}}{\text{Total Aset}}$$

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba diukur dari jumlah laba sebelum dikurangi bunga dan pajak dibandingkan dengan total aset. Semakin besar rasio ini maka semakin baik.

$$f. \quad \text{Earning Per Share} = \frac{\text{Laba bagian saham bersangkutan}}{\text{Jumlah Saham}}$$

Rasio ini menunjukkan berapa besar kemampuan per lembar saham menghasilkan laba.

$$g. \quad \text{Contribution Margin} = \frac{\text{Laba kotor}}{\text{Penjualan}}$$

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang akan menutupi biaya-biaya tetap atau biaya operasi sehingga perusahaan dapat menikmati laba.

h. Rasio profitabilitas ini juga digambarkan dari segi kemampuan karyawan, cabang, aset tertentu dalam meraih laba. Misalnya kemampuan karyawan perkepala meraih laba dapat dihitung.

$$\frac{\text{Jumlah Laba}}{\text{Jumlah Karyawan}}$$

Tapi rasio ini juga digolongkan sebagai rasio produktivitas.

2.2.6 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah presentase kepemilikan oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengendalian keputusan perusahaan (Direktur dan komisaris). Jadi, kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajerial memiliki saham perusahaan yang menjadi sekaligus pemegang saham perusahaan yang dapat mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan

pemegang saham sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian jika keputusan yang diambil salah, terutama dalam pengambilan keputusan mengenai pencairan dana apakah melalui hutang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui hutang berarti rasio hutang terhadap *equity* akan meningkatkan rasio (Houston, 2011:112)

Revi (2015) menyatakan bahwa fungsi level dari kepemilikan manajerial dalam perusahaan sebagai berikut :

1. *Low levels of managerial ownership* (0%-5%)

Untuk level ini, disiplin eksternal, pengendalian internal dan insentif masih didominasi oleh tingkah laku manajemen. Manajemen dalam level ini apabila kinerja mereka baik lebih cenderung memilih paket kompensasi seperti opsi saham daripada menambah jumlah kepemilikan saham di perusahaannya sendiri.

2. *Intermediate levels of managerial ownership* (5%-25%)

Di level ini, *insider* mulai menunjukkan perilaku sebagai pemegang saham. Dengan bertambahnya kepemilikan maka semakin besar jumlah hak suara mereka. Di level ini manajer lebih memilih mengambil kendali perusahaan.

3. *High levels of managerial ownership* (40%-50%)

Di level ini, kepemilikan *insiders* tidak mempunyai otoritas penuh terhadap perusahaan dan disiplin eksternal tetap berlaku.

4. *High level of managerial ownership* (greater than 50%)

Di level ini, *insiders* mempunyai wewenang penuh terhadap perusahaan. Dengan demikian kepemilikan diatas 50% adanya tekanan dari disiplin eksternal

(*outsider shareholders*) hampir tidak ada sehingga mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan.

5. *Very high levels of managerial ownership*

Di level ini perusahaan dimiliki oleh pemilik tunggal.

Pengukuran kepemilikan manajerial dirumuskan sebagai berikut :

$$MOWN = \frac{\varepsilon \text{ Kepemilikan Saham Manajerial}}{\varepsilon \text{ Lembar saham beredar}} \times 100\%$$

2.2.7 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan jumlah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki atas investor institusional yang dihitung berdasarkan prosentase modal perusahaan (Ardika dkk.,2015). Contoh kepemilikan institusional seperti perusahaan reksa dana, asuransi, yayasan, perusahaan manufaktur dan perusahaan lainnya. Perusahaan yang tidak termasuk kedalam perusahaan institusional adalah bank, pemerintahan dan perusahaan anak. Kepemilikan institusional memiliki empat kelebihan dibandingkan individu yang pertama mempunyai sumber daya yang lebih dalam mendapatkan informasi, kedua lebih profesional dalam menganalisis informasi, ketiga mempunyai jaringan bisnis yang kuat dan yang terakhir mempunyai dorongan yang kuat dalam memonitor kegiatan perusahaan.

Kepemilikan institusional mempunyai manfaat dalam memonitor aktivitas manajemen pada perusahaan yang lebih optimal. Pengawasan yang optimal dapat menjamin peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Apabila pemegang saham institusional merasa kinerja perusahaan tidak terlalu bagus dan nilai perusahaan yang menurun, maka pemegang saham bisa menjual saham perusahaan kepasar.

Perusahaan selalu mempertimbangkan kebijakan yang diambil mengenai manfaat, inovasi, keefektifan dan resikonya.

Pengawasan lain yang dilakukan adalah dengan cara memberikan masukan-masukan sebagai pertimbangan bagi manajer dalam menjalankan usaha dan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Semakin besar saham yang dimiliki oleh *institutional ownership* akan menyebabkan pengawasan yang dilakukan lebih efektif karena bisa mengendalikan perilaku *opportunistik* manajer dan mengurangi *agency cost*. Adanya beberapa kelebihan yang dimiliki investor institusioanal dianggap lebih profesional diduga lebih mampu mencegah terjadinya manajemen laba, dibanding dengan investor individual. Investor institusional dianggap lebih profesional dalam mengendalikan portofolio investasinya. Sehingga lebih kecil kemungkinan mendapatkan informasi keuangan yang terdistorsi, karena mereka memiliki tingkat pengawasan yang tinggi untuk menghindari terjadinya tindakan manajemen laba (Jensen & Meckling, 1976 dalam Yulistian, 2014)

Kepemilikan saham institusional diperoleh dari laporan keuangan akhir periode yang telah diaudit. Kepemilikan saham institusional dan total saham beredar terletak di catatan atas laporan keuangan perusahaan. Perumusan kepemilikan institusional ada dua jenis yaitu :

1. Simbol INST

Pengukuran kepemilikan institusional dengan simbol *INST* menghasilkan bentuk presentase. Perumusan ini dirumuskan oleh Erni Masdupi (2005) dalam Ardika dkk (2015) sebagai berikut :

$$INST = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

2. Kepemilikan Institusional

Perumusan kepemilikan institusional dari penelitian terdahulu yang dirumuskan oleh Ni Komang dan I Wayan (2016) sebagai berikut :

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Kepemilikan Saham Institusi}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

2.2.8 *Investment Opportunity Set (IOS)*

Perusahaan merupakan kombinasi aset dengan pilihan investasi di masa datang (Jogiyanto, 2009). Pilihan investasi di masa datang ini disebut dengan set kesempatan investasi atau *investment opportunity set (IOS)*. IOS merupakan nilai sekarang dan pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa yang akan datang. *Investment Opportunity Set (IOS)* merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aset yang dimiliki (*asset in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut mempengaruhi nilai suatu perusahaan dan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dengan kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*). Selanjutnya IOS dijadikan dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan dimasa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi tumbuh atau tidak tumbuh.

Proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti diantaranya yaitu:

1. Proksi berdasarkan harga

Investment Opportunity Set berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi ini menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham dan perusahaan-perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aset yang dimiliki (*asset in place*). Rasio-rasio yang berkaitan dengan proksi pasar adalah *market to book value of equity, market to bookvalue of asset, Tobin's Q, earnings to price ratios, ratio of properti, plant, andequipment to firm value, ratio of depreciation to firm value*

2. Proksi berdasarkan investasi

Proksi IOS berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa suatu kegiatan investasi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Perusahaan yang memiliki IOS tinggi seharusnya juga memiliki investasi yang tinggi pula dalam bentuk aset yang diinvestasikan dalam jangka waktu yang lama. Proksi ini berbentuk rasio yang membandingkan pengukuran investasi dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan. Rasio-rasio tersebut adalah *the ratio of R&D to assets, the ratio of R&D to sales, ratio of capitalexpenditure to firm value,investment intensity, ratio of capital expenditure to bookvalue of assets, investment to sales ratio.*

3. Proksi berdasarkan varian

Proksi pengukuran varian (*variance measurement*) mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi tumbuh seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aset. Rasio dalam proksi tersebut adalah *variance of returns, assetbetas, the variance of asset deflated sales*.

Beberapa rasio yang sudah disebutkan di atas adalah (Pramudita, 2010) :

a. *Tobin'Q*

Tobin'Q Ratio adalah nilai pasar dari aset perusahaan dibagi dengan nilai penggantian mereka. Nilai penggantian saat ini menjadi biaya penggantian aset perusahaan. Rasio ini dikembangkan oleh James Tobin (1969). Nilai yang besar dari Tobin'Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki set kesempatan investasi (*investment opportunity set – IOS*). Penggunaan lainnya untuk q adalah untuk menentukan penilaian pasar secara keseluruhan.

b. *Rasio Market to Book Value of Equity (MVEBVE)*

Rasio ini mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya.

c. *Rasio Firm Value to Book Value of Properti, Plant and Equipment (VPPE)*

Rasio ini menunjukkan adanya investasi yang produktif.

d. *Rasio Market to Book Value of Asset (MBVA)*

Rasio ini menunjukkan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dengan harga pasar.

Penelitian ini menggunakan proksi IOS berdasarkan harga dengan *rasio market to book value of asset (MBVA)*. Rasio MBVA menggambarkan

pertumbuhan aset dan ekuitas perusahaan. Perusahaan yang memiliki rasio MBVA yang tinggi memiliki pertumbuhan aset dan ekuitas yang besar. Pertumbuhan perusahaan merupakan harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun pihak eksternal perusahaan yaitu investor dan kreditor.

2.2.9 Pengaruh profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aset maupun modal sendiri, dengan kata lain profitabilitas merefleksikan laba untuk pendanaan investasi. Berdasarkan *pecking order theory*, pilihan pertama dalam keputusan pendanaan adalah dengan menggunakan *retained earning*, baru kemudian menggunakan hutang dan ekuitas (Nabela, 2011). Dalam penelitian ini profitabilitas diukur dengan menggunakan ROA. ROA merupakan rasio yang mengukur efektivitas perusahaan, dalam memanfaatkan seluruh dananya, menunjukkan efektivitas manajemen dalam menggunakan aset untuk memperoleh profitabilitas yang diperoleh dengan membandingkan laba bersih dengan total aset (Nabela, 2011).

Menurut Yeniatie dan Destriana (2010), semakin tinggi profit yang diperoleh perusahaan maka akan semakin kecil penggunaan hutang yang digunakan dalam pendanaan perusahaan karena perusahaan dapat menggunakan internal *equity* yang di peroleh dari laba ditahan terlebih dahulu. Apabila kebutuhan dana belum tercukupi, perusahaandapat menggunakan hutang. Pada tingkat profitabilitas yang tinggi perusahaan mengurangi penggunaan hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan menggunakan hutang rendah

tetapi pada saat profitabilitas rendah perusahaan menggunakan hutang tinggi sebagai mekanisme pentrasfer kekayaan antara kreditur kepada prinsipal. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif dalam menentukan kebijakan utang. Berdasarkan uraian di atas menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah perusahaan menggunakan hutang dalam melakukan pendanaan perusahaan dan begitu pula sebaliknya.

Berdasarkan penelitian Astuti (2014), Revi dan Nenggal *etc.* (2015), Weka Natasia (2015), Putri dan Gerianta (2018) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Pradhana dkk (2014), Byan Adrianto (2013), dan Putri Indahningrum dan Handayani (2009) yang menyebutkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

2.2.10 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Putri dan Gerianta (2018) menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajerial pada perusahaan, maka manajer cenderung berhati-hati dalam bertindak untuk kepentingan pemegang saham yang lain adalah dirinya sendiri. Manajer cenderung hati-hati dalam menggunakan hutang sebab mereka akan menanggung risiko atau hutang tersebut. Oleh karena itu manajer akan berusaha menekan jumlah hutang serendah mungkin.

Sesuai dengan teori *agency* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam (Wahidahwati,2015) yang menyatakan bahwa peningkatan kepemilikan saham manajerial dapat menurunkan *agency cost* karena dapat mensejajarkan kepentingan dari pemilik dengan kepentingan para manajer.

Peningkatan dari kepemilikan saham oleh pihak manajerial akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan meminimalisir risiko yang akan ditimbulkan karena pihak manajer merasa memiliki perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena manajer akan merasakan manfaat langsung dari setiap keputusan yang diambil dan kerugian jika keputusan yang diambil salah. Dengan demikian menurut teori agensi semakin tinggi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajer maka hutang yang akan digunakan suatu perusahaan akan semakin rendah.

Berdasarkan penelitian Ni Komang dan I wayan (2016), Putri dan Gerianta (2018) serta Laila Emilia dan Lukita (2017) menemukan hasil bahwa kepemilikan manjerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Weka Natasia (2015), Revi etc. (2015) dan Mudrika Alam (2014) dengan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

2.2.11 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Tingginya kepemilikan saham institusional dapat mengantisipasi penggunaan hutang yang terlalu tinggi oleh manajer. Penggunaan hutang yang terlalu tinggi oleh manajer akan menimbulkan kebangkrutan (Indah dan Nur,2015). Menurut *Agency theory* kepemilikan saham oleh pihak institusional ini bisa meningkatkan pengemasan yang lebih optimal kepada pihak manajerial. Pemegang saham institusi menentukan proporsi penggunaan hutang oleh perusahaan, dengan artian bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham institusi maka akan menurunkan kebijakan hutang oleh perusahaan.

Berdasarkan penelitian Yhondika Nabela (2012), Pancawati (2012) dan Gusti (2018) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Weka Natasia (2015), Ni Komang dan I Wayan (2016) dan Astuti (2014) menyatakan kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

2.2.12 Pengaruh antara Profitabilitas, *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Hutang

Profitabilitas merefleksikan *earnings* untuk pendanaan investasi. Penggunaan *pecking order* disarankan kepada manajer untuk keputusan pendanaan. *Pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan lebih cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk mendanai kegiatan operasionalnya dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal (Mamduh, 2016:161). Sesuai dengan pemaparan *pecking order theory* terdapat hubungan negatif antara profitabilitas perusahaan dengan tingkat hutang adalah implikasinya. Pihak *insider* tidak mau berbagi keuntungan dengan kreditur sehingga ada kecenderungan tingkat hutang perusahaan lebih kecil. Pada saat perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi maka akan berpengaruh pada keputusan terkait hutang perusahaan, terutama jika diketahui *investment opportunity set* (IOS) tinggi maka kebijakan hutang akan rendah, karena perusahaan yang mempunyai kesempatan berinvestasi yang tinggi memiliki pertumbuhan yang tinggi. Manajer lebih memilih untuk berinvestasi karena memiliki kesempatan yang

tinggi dan tidak ingin menyalakan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan yang besar dalam berinvestasi.

Investment opportunity set (IOS) yang tinggi akan memperkuat pengaruh negatif profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Pada saat adanya peluang investasi akan membuat profitabilitas yang tinggi sehingga dapat mengurangi kebijakan hutang dalam perusahaan dan perusahaan dapat terhindar dari risiko hutang yang tinggi. Namun teori tersebut tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Pratiwi (2018) bahwa besar kecilnya nilai *investment opportunity set* (IOS) tidak mempengaruhi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Walaupun IOS perusahaan tinggi tidak mampu memperkuat hubungan negatif profitabilitas terhadap kebijakan hutang.

2.2.13 Pengaruh antara Kepemilikan Manajerial, *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Hutang

Kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial secara tidak langsung akan membuat manajer bekerja sebaik mungkin agar perusahaan tidak mengalami kebangkrutan. Salah satunya dengan mengurangi penggunaan hutang karena penggunaan hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko. Pada saat perusahaan memiliki kesempatan berinvestasi (IOS) yang tinggi manajerial akan tetap menggunakan tingkat hutang yang rendah karena lebih memilih untuk berinvestasi. Seperti yang diungkapkan oleh Tarjo (2009), jika kepemilikan manajerial meningkat akan mempengaruhi pengambilan keputusan terhadap hutang perusahaan, terutama apabila diketahui IOS tinggi maka kebijakan hutang akan rendah. Jika set kesempatan investasi (IOS) rendah maka hutang akan tinggi.

Besar kecilnya nilai *Investment opportunity set (IOS)* mampu mempengaruhi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Manajer tidak ingin hanya bergantung dari laba operasional perusahaan saja, melainkan cenderung ingin menginvestasikan dana yang dimiliki untuk meningkatkan laba bersih perusahaan. Hal inilah yang menyebabkan manajer membuat kebijakan hutang untuk setiap kesempatan investasi yang ada. Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang memadai cenderung untuk tidak menggunakan hutang yang tinggi pada saat perusahaan mempunyai kesempatan yang tinggi untuk berinvestasi. Perusahaan lebih memilih untuk memanfaatkan kesempatan yang ada dan manajer tidak ingin menyiakan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan yang besar dalam berinvestasi.

Jadi adanya set kesempatan berinvestasi (IOS) yang tinggi akan memperkuat hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Saat kepemilikan manajerial meningkat akan mengurangi tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan walaupun kesempatan untuk melakukan investasi tinggi (Putri dan Gerianta, 2018). Namun penelitian tersebut tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan Bertha (2013) dan Ananto (2015) bahwa IOS tidak mampu memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang hal ini disebabkan karena pihak manajemen tidak mempunyai kendali dalam menentukan kebijakan hutang karena banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas.

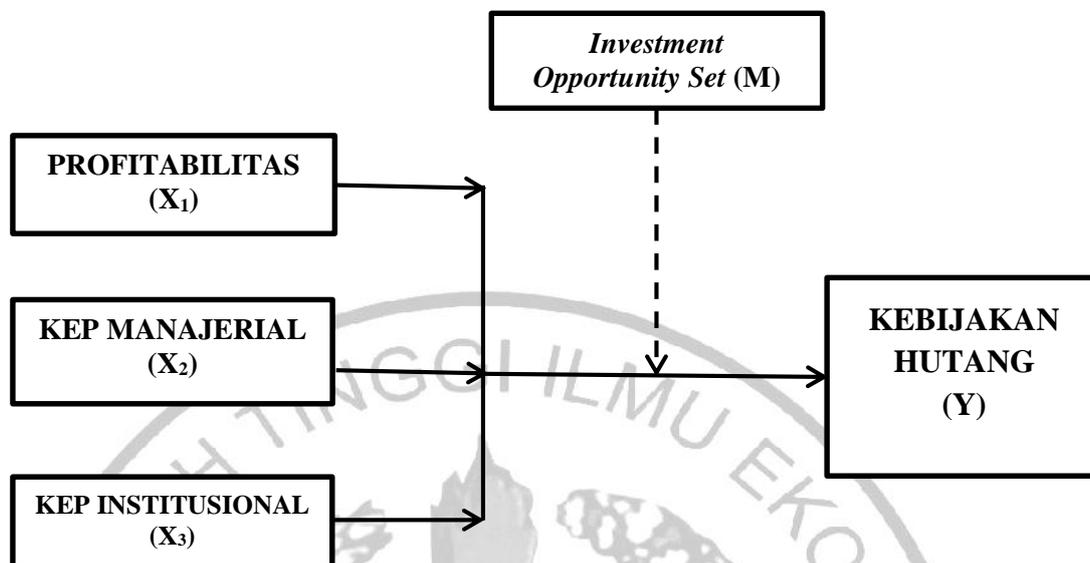
2.2.14 Pengaruh antara Kepemilikan Institusional, *Investment Opportunity*

Set dan Kebijakan Hutang

Sama halnya dengan kepemilikan manajerial, tingginya kepemilikan institusional juga akan mengurangi tingkat hutang yang akan digunakan perusahaan walaupun pada saat IOS tinggi (Tarjo, 2009). Pihak institusional yang bertindak sebagai pengawas akan membuat manajer merasa diawasi sehingga bekerja lebih efektif untuk mengurangi risiko kebangkrutan. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional akan semakin tinggi tingkat pengawasan dan tingkat hutang pun akan semakin rendah. Saat IOS tinggi penggunaan hutang perusahaan akan tetap rendah karena perusahaan akan lebih memilih untuk berinvestasi daripada menggunakan hutang. Namun pada saat IOS rendah perusahaan akan menggunakan tingkat hutang yang tinggi.

Adanya kepemilikan institusional juga akan memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Damayanti (2006), Bertha (2013) dan Ananto (2015) dimana semakin tinggi tingkat pengawasan oleh pihak institusional akan semakin rendah penggunaan hutang perusahaan oleh manajer karena perusahaan akan lebih cenderung mengambil kesempatan untuk berinvestasi untuk mendapatkan keuntungan.

2.3 Kerangka Pemikiran



Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran

Dari kerangka pemikiran tersebut didapatkan suatu hubungan antara masing-masing variabel sebagai berikut :

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba. Hubungan ini menunjukkan semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah perusahaan menggunakan hutang dalam melakukan pendanaan perusahaan dan begitu pula sebaliknya. Kepemilikan manajerial yang semakin besar pada perusahaan mengakibatkan manajer cenderung hati-hati dalam menggunakan hutang sebab mereka akan menanggung risiko atau hutang tersebut. Oleh karena itu manajer akan berusaha menekan jumlah hutang serendah mungkin. Pemegang saham institusi menentukan proporsi penggunaan hutang oleh perusahaan, dengan artian bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham institusional maka akan menurunkan kebijakan hutang oleh perusahaan. Variabel *investment opportunity set* dipilih

sebagai variabel moderasi yang akan memperlemah atau memperkuat pengaruh variabel independen, perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi cenderung akan menggunakan hutang yang rendah walaupun diketahui set kesempatan berinvestasi yang tinggi. Kepemilikan manajerial dan institusional yang tinggi akan menyebabkan perusahaan cenderung berhati-hati menggunakan hutang, namun apabila diketahui IOS tinggi maka kebijakan hutang akan rendah. Jika set kesempatan investasi (IOS) rendah maka hutang akan tinggi.

2.4 **Hipotesis Penelitian**

Berdasarkan uraian penjelasan teori yang mendukung penelitian ini, dan berdasarkan perumusan masalah diatas maka hipotesis dari penelitian ini adalah :

- H₁ : Profitabilitas berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang.
- H₂ : Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang.
- H₃ : Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang.
- H₄ : *Investment opportunity set (IOS)* memoderasi pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang.
- H₅ : *Investment opportunity set (IOS)* memoderasi pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang.
- H₆ : *Investment opportunity set (IOS)* memoderasi pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang.