

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian sudah dilakukan yang berkaitan yang berkaitan langsung dengan topik tentang pengaruh *growth sales*, kepemilikan manajerial, *free cash flow*, dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang.

1 Rosella (2015)

Topik dari penelitian ini tentang pengaruh *growth sales*, *profitabilitas*, *operating leverage*, dan *tax rate* terhadap kebijakan hutang. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah *growth sales*, *profitabilitas*, *operating leverage*, dan *tax rate* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Terdapat variabel independen yang sama dalam penelitian ini yaitu variabel *growth sales*, suatu pertumbuhan penjualan akan memberi tahu bagaimana kondisi perusahaan saat ini apakah sehat atau tidak. Hasil dari analisis ditemukan bahwa *growth sales* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, *profitabilitas* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, *operating leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, dan *tax rate* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2010 - 2013. Peneliti menggunakan perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur termasuk perusahaan yang memiliki jumlah yang besar dalam perusahaan yang *go public*. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah

purposive sampling. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang telah mempublikasikan laporan keuangan yang lengkap dan berturut-turut pada periode 2010 –2013, (2) Perusahaan manufaktur yang menyajikan laporan keuangan dalam mata uang rupiah, (3) Perusahaan yang mengalami laba atau tidak mengalami kerugian selama periode 2010–2013, (4) Perusahaan manufaktur yang mengalami pertumbuhan penjualan secara berturut-turut selama periode 2010 - 2013. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdapat empat variabel independen dan satu variabel dependen.

Persamaan :

- a. Penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang yaitu sama-sama menggunakan variabel *growth sales* guna untuk mempengaruhi terhadap kebijakan hutang.
- b. Penelitian terdahulu dan sekarang yaitu sama-sama menggunakan kebijakan hutang dalam variabel dependennya.
- c. Penelitian terdahulu dan sekarang sama-sama menggunakan rumus pertumbuhan penjualan (GS) untuk mengukur variabel independen *growth sales*.

Perbedaan :

- a. Pada penelitian terdahulu menggunakan DEBT sebagai pengukur variabel kebijakan hutang tetapi penelitian saat ini menggunakan DER sebagai pengukur variabel kebijakan hutang.

- b. Penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur sedangkan penelitian sekarang menggunakan sampel perusahaan *real estate*.
- c. Adanya perbedaan pendamping dari variabel independen *growth sales* dari penelitian terdahulu dan sekarang.

2 Syafiudin (2013)

Topik dari penelitian ini adalah pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan Ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama kurun waktu penelitian tahun 2008-2010. Dari seluruh emiten yang terdaftar di BEI tidak semua dijadikan sampel penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah perusahaan manufaktur yang *go public* di BEI periode 2008-2010 berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan.

Hasil dari penelitian ini adalah kepemilikan manajerial dan kebijakan deviden memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang sedang struktur aktiva dan *growth sales* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Analisis data yang digunakan yaitu uji statistik deskriptif dan uji asumsi klasik (normalitas, multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi). Pengujian hipotesis menggunakan uji regresi berganda.

Persamaan :

- a. Sama-sama menggunakan variabel *growth sales* dan kepemilikan manajerial sebagai variabel independen.
- b. Pada variabel independen kepemilikan manajerial memiliki kesamaan pada rumus pengujian yaitu dengan rumus INSDR.
- c. Sama-sama menggunakan kebijakan hutang dalam variabel dependennya.

Perbedaan :

- a. Sampel yang digunakan pada penelitian ini yaitu terhadap perusahaan manufaktur yang ada dalam BEI sedangkan pada penelitian saat ini sampel yang digunakan pada perusahaan *real estate*.
- b. Adanya perbedaan variabel pendamping dari *growth sales* dan kepemilikan manajerial pada variabel independen penelitian terdahulu dan penelitian saat ini.

3 Andhika (2012)

Topik dari penelitian ini adalah pengaruh kebijakan deviden, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, risiko bisnis terhadap kebijakan hutang. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pengaruh kebijakan deviden, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, risiko bisnis terhadap kebijakan hutang. Hasil dari penelitian ini adalah bahwa Kebijakan deviden, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas dan risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang secara simultan. Sedangkan secara parsial hanya profitabilitas dan risiko bisnis yang berpengaruh negatif terhadap kebijakan

hutang. Kebijakan deviden, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Sampel dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang listing di BEI pada tahun 2008 - 2010. Perusahaan manufaktur yang listing di BEI pada tahun 2008 – 2010 sebanyak 153 perusahaan. Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling*. Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah Terdaftar di BEI tahun 2008-2010, bukan merupakan perusahaan perbankan dan asuransi, memberikan laporan keuangan yang berakhir 31 Desember 2008-2010 dengan disajikan dengan rupiah, perusahaan membagikan deviden padatahun 2008-2010 secara terus menerus. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

Persamaan :

- a. Sama-sama menggunakan variabel independen kepemilikan manajerial dan risiko bisnis dalam penelitian terdahulu dan saat ini.
- b. Terdapat persamaan dalam pengukuran variabel kebijakan hutang yaitu dengan rumus DER.
- c. Penelitian terdahulu menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel dependen dan penelitian saat ini juga menggunakan variabel tersebut sebagai penelitiannya.

Perbedaan :

- a. Ketidaksamaa pada rumus untuk menguji risiko bisnis, penelitian terdahulu menggunakan rumus GROWTH sedangkan penelitian saat ini menggunakan rumus RISK dengan menggunakan standar devisiasi.
- b. Perbedaan sampel penelitian, penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur sedangkan penelitian saat ini menggunakan sampel perusahaan *real estate*.

4 Megawati (2015)

Topik penelitian ini adalah pengaruh *insider ownership*, *investment opportunity set* (ios), pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah *insider ownership*, *investment opportunity set* (ios), pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Sampel penelitian ini adalah Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2010-2013. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan adalah : (1) Perusahaan perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di BEI selama periode 2010-2013, (2) Perusahaan yang menyajikan data terkait dengan DER (*debt equity ratio*) selama periode penelitian, (3) Perusahaan yang memiliki data terkait dengan kepemilikan manajerial, IOS, tingkat pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis dalam periode penelitian.

Berdasarkan kriteria tersebut, dari 45 perusahaan yang menjadi populasi dalam penelitian ini, maka didapatkan jumlah sampel sebanyak 68 perusahaan.

Persamaan :

- a. Penelitian terdahulu dan saat ini sama-sama menggunakan perusahaan *real estate* sebagai sampel penelitian.
- b. Terdapat dua variabel independen yang sama yaitu kepemilikan manajerial dan risiko bisnis.

Perbedaan :

- a. Tahun sampel yang berbeda penelitian terdahulu menggunakan tahun sampel 2010-2013 sedangkan penelitian saat ini menggunakan tahun sampel 2013-2015.
- b. Variabel independen pendamping risiko bisnis dan kepemilikan manajerial yang berbeda dari penelitian terdahulu dan saat ini.

5 Amah (2013)

Topik dari penelitian ini adalah *investigating the realitionship between corporate growth and debt policy*. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menjelaskan perilaku penerbitan hutang tertentu di perusahaan nigeria dalam konteks model pertumbuhan disesuaikan menggunakan waktu seri rata regresi. Sampel dari penelitian ini adalah 215 perusahaan yang terdaftar dalam bursa efek nigeria. Variabel yang digunakan *debt policy* sebagai varibel dependen dan pertumbuhan penjualan, pertumbuhan keberlanjutan yang di alokasikan, dan belanja modal bersih sebagai variabel independen. Dalam penelitian ini peneliti

menggunakan cara *purposive sampling* yaitu menentukan kriteria kriteria tertentu untuk mencari sebuah sampel dalam penelitian tersebut.

Persamaan :

- a. Sama-sama menggunakan *debt policy* (kebijakan hutang) sebagai variabel dependen baik dalam penelitian terdahulu atau penelitian saat ini.
- b. Sama-sama menggunakan *growth sale* (pertumbuhan penjualan) sebagai variabel independen baik dalam penelitian terdahulu atau penelitian saat ini.

Perbedaan :

- a. Sampel yang digunakan penelitian terdahulu pada 215 perusahaan di bursa efek nigeri sedangkan penelitian saat ini menggunakan sampel perusahaan real estate di BEI.
- b. Adanya perbedaan dalam variabel independen lain selain variabel *growth sales* yang mendukung penelitian terdahulu maupun penelitian saat ini.

6 Ade (2015)

Topik dari penelitian ini adalah pengaruh *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui seberapa berpengaruhnya *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Sampel dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013 sebanyak 137 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*, kriteria pemilihan sampel yaitu

- 1) Merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia;
- 2)

Mempublikasikan laporan keuangan selama tahun 2013; 3) Memiliki data terkait pengukuran variabel penelitian. Hasil dari pemilihan sampel tersebut diperoleh unit analisis sebanyak 30 perusahaan.

Persamaan :

- a. Terdapat kesamaan dalam variabel independen yaitu pada variabel *free cash flow*.
- b. Variabel dependen yang sama dalam penelitian terdahulu dan saat ini yaitu kebijakan hutang.

Perbedaan :

- a. Sampel yang di gunakan penelitian terdahulu yaitu pada perusahaan manufaktur sedangkan penelitian saat ini menggunakan sampel perusahaan *real estate*.
- b. Variabel independen yang berbeda pada penelitian terdahulu dan saat ini kecuali variabel independen *free cash flow*.

7 Indah (2015)

Topik penelitian ini adalah pengaruh kepemilikan institusional dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menegetahui seberapa pengaruhnya pengaruh kepemilikan institusional dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai tahun 2010 sampai dengan tahun 2013. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (a) Perusahaan

manufaktur sektor barang konsumsi yang masih listing di Bursa Efek Indonesia mulai tahun 2010 sampai dengan tahun 2013. (b) Perusahaan yang pada periode pengamatan mengeluarkan laporan keuangan berturut-turut. (c) Perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi yang selama periode pengamatan memiliki data tentang Kepemilikan Institusional, *free cash flow*, dan Rasio Hutang.

Persamaan :

- a. Terdapat kesamaan dalam penghitungan *free cash flow* dengan rumus FCF dan kesamaan dalam rumus penghitungan kebijakan hutang yaitu dengan rumus DER.
- b. Kesamaan dalam teknik pengambilan data yaitu *purposive sampling* dan juga sama-sama menggunakan data sekunder.

Perbedaan :

- a. Sampel yang digunakan pada penelitian terdahulu pada perusahaan manufaktur sedangkan pada penelitian saat ini pada perusahaan *real estate*.
- b. Perbedaan pada variabel independen lain yang berpengaruh pada variabel kebijakan hutang kecuali variabel *free cash flow*.

8 **Ardika(2015)**

Topik penelitian ini adalah pengaruh kepemilikan manajerial dan institusional terhadap kebijakan hutang tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui seberapa berpengaruhnya kepemilikan manajerial dan institusional terhadap kebijakan hutang. Hasil dari penelitian ini adalah Kepemilikan Manajerial (X1) dan Institusional (X2) yang dihipotesiskan berpengaruh terhadap

Kebijakan Hutang (Y). Sampel berjumlah 20 perusahaan ICMD 2013 digunakan sebagai pengumpul data. Berdasarkan hasil analisis regresi linier bergandadiperoleh. Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Diduga karena kepemilikan institusional sebagian besar perusahaan sahamnya dimiliki oleh satu atau dua institusi dengan presentase yang besar tetapi dimiliki oleh beberapa institusi dengan presentase kepemilikan yang relatif kecil.

Sampel dari penelitian ini adalah 20 perusahaan non manufaktur yang selama tiga periode waktu yaitu 2010-2012 di BEI serta melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan di *Indonesian Capital Market Directory*. Sampel merupakan bagian dari populasi terdiri dari beberapa anggota yang dipilih dari populasi (Sekaran, 2000). Sampel dalam penelitian ini sebanyak 20 perusahaan. Kemampuan peneliti dilihat dari segi waktu, tenaga dan dana metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *purposive sampling*, dimana metode ini menetapkan beberapa kriteria-kriteria yang menentukan perusahaan yang akan di analisis. Analisis data yang digunakan yaitu uji statistik deskriptif dan uji asumsi klasik (normalitas, multikolonieritas, heterokedastisitas dan autokorelasi). Pengujian hipotesis menggunakan uji regresi berganda.

Persamaan :

- a. Persamaan dalam penghitungan kepemilikan manajerial dengan menggunakan rumus INSDN.

- b. Penelitian terdahulu menggunakan DER dalam menghitung kebijakan hutang hal yang sama juga di lakukan dalam penelitian saat ini yaitu dengan menggunakan DER.

Perbedaan :

- a. Sampel yang di gunakan, penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur sedangkan penelitian saat ini menggunakan sampel perusahaan *real estate*.
- b. Ketidaksamaan variabel pendukung lain yang terdapat di penelitian terdahulu

9 Rizka (2009)

Topik pada penelitian ini adalah pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, deviden, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui seberapa berpengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, deviden, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Sampel dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdapat di BEI dan sampel yang di gunakan adalah perusahaan manufaktur dan perusahaan non manufaktur pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, dimana metode ini dilakukan dengan menetapkan beberapa kriteria-kriteria tertentu guna untuk mendapat sampel penelitian yang benar. Terdapat enam variabel independen dan satu variabel dependen dalam penelitian ini. Analisis data yang digunakan yaitu uji desriptif dan uji asumsi klasik

(normalitas, multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi). Pengujian hipotesis menggunakan uji regresi berganda.

Persamaan :

- a. Terdapat dua variabel yang sama dalam penelitian terdahulu dan saat ini yaitu pada variabel kepemilikan manajerial dan *free cash flow*.
- b. Dalam perumusan untuk menghitung kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terdapat persamaan rumus yang digunakan yaitu DER, INSDN, dan FCF.

Perbedaan

- a. Sampel yang digunakan dalam penelitian terdahulu menggunakan sampel pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur sedangkan penelitian saat ini pada perusahaan *real estate*.
- b. Perbedaan pada variabel independen yang lain kecuali kepemilikan manajerial dan *free cash flow*.

10 Revi(2015)

Topik dalam penelitian ini adalah pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui seberapa pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Sampel dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010 hingga 2012 dan jumlah populasi pada penelitian ini adalah sebanyak 130 perusahaan. Metode yang digunakan

dalam pengambilan sampling pada penelitian ini yaitu dengan menggunakan metode *purposive sampling* dimana sampel diambil berdasarkan kriteria tertentu.

Hasil dari penelitian ini adalah penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu dengan uji statistik deskriptif dan uji asumsi klasik (normalitas, multikolonieritas, heterokedastisitas dan autokorelasi). Pengujian hipotesis dilakukan dengan regresi berganda.

Persamaan :

- a. Cara menghitung pada variabel kepemilikan manajerial yaitu sama-sama menggunakan rumus INSDN.
- b. Persamaan dalam teknik pengambilan sampling, yaitu sama-sama menggunakan *purposive sampling* dan juga sama-sama menggunakan data sekunder.

Perbedaan :

- a. Perbedaan rumus dalam menghitung kebijakan hutang pada penelitian terdahulu menggunakan DTCR sedangkan pada penelitian saat ini menggunakan DER.
- b. Perbedaan sampel yang di gunakan penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur sedangkan penelitian saat ini menggunakan sampel perusahaan *real estate*.

2.2 Landasan Teori

Teori-teori yang berkaitan dengan penelitian ini adalah teori yang di peroleh dari literatur-literatur.

2.2.1 Teori Agensi (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (prinsipal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Teori keagenan merupakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang di pakai selama ini. Teori tersebut berakar dari sinergi teori ekonomi, teori keputusan, sosiologi, dan teori organisasi. Prinsip utama pada teori ini adanya hubungan kerja antara pihak yang diberi kewenangan yaitu investor dengan pihak yang menerima yaitu manajer. Para manajer diberi kekuasaan oleh para pemegang saham untuk membuat keputusan, di mana hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan yang sebagai teori keagenan.

Jensen dan Meckling dalam Suwardjono(2013:24), menyatakan bahwa teori keagenan mendeskripsikan pemegang saham sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Konflik kepentingan antar agen sering disebut *agency problem*, biasanya terjadi antara manajemen dan pemegang saham atau antara *debtholders* dan *stockholders*. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Untuk itu manajemen diberikan sebagian kekuasaan untuk membuat keputusan bagi kepentingan terbaik pemegang saham. Oleh karena itu manajemen wajib

mempertanggungjawabkan semua upanyanya kepada pemegang saham. Rizka (2009) menyatakan bahwa masalah keagenan akan terjadi apabila proporsi kepemilikan saham berkurang 100%, hal ini cenderung mendorong manajer untuk bertindak mengejar kepentingannya sendiri dan sudah tidak berdasarkan maksimiliasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Pemegang saham (prinsipal) mengharapkan manajer akan mengoptimalkan keuntungan perusahaan yang ada pada akhirnya akan menguntungkan pemegang saham. Tetapi pada kenyataannya manajer sebagai manusia mempunyai kepentingan yang berbeda dengan pemegang saham sehingga menimbulkan konflik kepentingan.

Menurut Suwardjono(2013:25) konflik lain yang potensial terjadi dalam perusahaan besar adalah antara *stockholders dan debtholders*. Kreditur memiliki hak atas sebagian laba yang diperoleh perusahaan dan sebagian aset perusahaan terutama kasus kebangkrutan. Sementara itu pemegang saham memegang pengendalian perusahaan yang mungkin akan sangat menentukan profitabilitas dan risiko perusahaan. Kreditur memberikan pinjaman kepada perusahaan dengan tingkat yang didasarkan atas (a) risiko *asset* perusahaan saat ini (b) risiko yang diharapkan asset di masa datang (c) struktur modal (d) struktur modal perusahaan di masa datang.

2.2.2 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan salah satu penentu arah dalam perusahaan yang dapat memiliki tujuan untuk memperbaiki suatu perusahaan, keputusan yang di ambil oleh suatu manajemen dalam menentukan atau mempertimbangkan bentuk hutang yang akan di lakukan baik hutang jangka

pendek maupun hutang jangka panjang. Revi (2015) hutang merupakan kemungkinan pengorbanan masa depan dari manfaat ekonomi yang timbul dari kewajiban dari kesatuan tertentu untuk mentransfer aktiva atau jasa lain ke kesatuan lain di masa depan sebagai hasil transaksi di masa lalu. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil maka perusahaan dinilai tidak memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan kegiatan oprasional perusahaan. Ketika perusahaan menggunakan hutang yang terus menerus meningkat maka akan semakin besar kewajibannya. Kebijakan hutang dapat dihitung dengan menggunakan rumus *debt to equity ratio* (DER) dengan membagi jumlah hutang dengan ekuitas (Mega dan Suci, 2015).

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal}} \times 100\%$$

Selain itu kebijakan hutang juga dapat diukur dengan *debt total capitalization ratio* merupakan *proxy* kebijakan hutang. *Debt to equity ratio* (DER) menunjukkan sampai sejauh mana modal perusahaan dapat menutupi atau membayar hutang kepada pihak luar. Semakin rendah *debt to equity ratio* (DER) menunjukkan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. *Debt to equity ratio* (DER) yang rendah juga menunjukkan bahwa perusahaan sedikit hutang dalam mendanai operasinya. Sedikit hutang yang digunakan perusahaan diharapkan agar dapat mengurangi tingkat risiko kebangkrutan perusahaan. Dengan hutang yang sedikit akan meminimalkan pengembalian kewajiban yang dilakukan perusahaan sehingga laba perusahaan juga meningkat.

2.2.3 *Growth Sales*

Pertumbuhan penjualan merupakan variabel yang dipertimbangkan dalam keputusan utang. Penjualan yang tinggi akan berpengaruh dengan meningkatnya laba perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan dan menunjang pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan penjualan sebuah perusahaan yang stabil akan lebih banyak memperoleh pinjaman serta menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan penjualannya yang tidak stabil Brigham (2011:39). Pertumbuhan penjualan perusahaan di katakan stabil dan semakin baik apabila setiap akhir periode mengalami tingkat penjualan secara konsisten, pertumbuhan penjualan dapat di ukur dengan rumus GS (Rosella,2015).

$$GS = \frac{s1-s0}{s0} \times 100\%$$

Keterangan:

GS = *Growth Sales*

S1 = Total penjualan selama periode berjalan

S0 = Total penjualan periode yang lalu

Pertumbuhan penjualan merupakan tolak ukur dalam pencapaian keberhasilan perusahaan dalam pertumbuhan di masa yang akan datang. Tingkat pertumbuhan perusahaan di peroleh dari bertambahnya volume penjualan dengan peningkatan harga dalam penjualan yang di lakukan perusahaan, di mana penjualan merupakan aktivitas yang dilakukan perusahaan untuk memperoleh laba. Semakin tinggi pertumbuhan penjualan perusahaan akan lebih aman dalam menggunakan hutang jadi semakin tinggi jumlah pertumbuhan penjualan maka

akan mendorong suatu perusahaan untuk menggunakan jumlah hutang yang besar dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya yang rendah.

2.2.4 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan suatu perusahaan. Perusahaan merupakan titik temu dari hubungan agensi antara pemilik perusahaan dengan manajemen perusahaan dimana masing-masing pihak berusaha untuk memaksimalkan kegunaannya. Kepemilikan manajerial atas sekuritas perusahaan dapat menyamankan kepentingan insider dengan pihak ekstern dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan agency cost, semakin meningkatnya kepemilikan manajerial maka akan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang karena secara tidak langsung akan berdampak juga pada kepemilikan manajerial, kepemilikan manajerial dapat di ukur dengan rumus INSDN (Revi,2015).

$$\text{INSDN} = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki manajer dan dewan komisaris}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100$$

Jumlah saham yang dimiliki manajer dan jumlah saham yang beredar sendiri dapat di peroleh dalam laporan tahunan perusahaan. Menurut teori Jensen dan Meckling dalam suwardjono (2013:25) semakin besar kepemilikan manajerial maka penggunaan hutang akan semakin menurun. Dengan demikian dapat disimpulkan kepemilikan saham oleh pihak manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga meminimumkan biaya keagenan dan hutang juga di gunakan untuk membagikan deviden kepada pemegang saham.

2.2.5 Free Cash Flow

Free cash flow adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen. *Free cash flow* berbeda dari laba bersih, setidaknya dalam dua hal yakni: pertama, semua biaya non kas ditambahkan kembali ke laba bersih untuk mendapatkan aliran kas dari operasi, sehingga kemungkinan besar laba dilaporkan lebih rendah dari aliran kas: dan kedua, *free cash flow* terhadap ekuitas merupakan arus kas residual setelah memenuhi pengeluaran modal dan modal kerja yang dibutuhkan, sedangkan laba bersih tidak mencakup keduanya. Arus kas lancar menggambarkan seberapa besar kas tersedia untuk di bagikan kepada investor. Walau dinamakan *free cash flow* tetapi perusahaan tidak harus menggunakan kas ini dengan bebas karena kas ini merupakan suatu sumber dana yang dapat digunakan untuk melancarkan kegiatan oprasional perusahaan di masa depan, *free cash flow* dapat dihitung dengan rumus FCF (Cecilia,2102).

$$FCF = \frac{CFO - Investment}{Aset}$$

$$Investment = aset_t - aset_{t-1}$$

Keterangan:

FCF = *free cash flow*

CFO = arus kas dari kegiatan operasi

Investment = pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

Aset = total aset

Aliran kas operasi suatu perusahaan dapat dilihat dalam laporan keuangan perusahaan tepat nya pada posisi laporan arus kas. *Free cash flow* juga

dapat di gunakan untuk membayar saham kepada investor akan tetapi jika suatu perusahaan tersebut memiliki hutang pada kreditor maka *free cash flow* akan lebih dahulu dibayarkan kepada kreditor dan apabila ada sisa maka sisa tersebut untuk membayar investor. Di sisi lain perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*.

2.2.6 Risiko Bisnis

Risiko merupakan konsekuensi logis dari sesuatu yang tidak pasti menyangkut masa depan. Risiko tidak dapat dihindarkan karena menyangkut masa mendatang yang mengandung unsur ketidakpastian. Namun demikian, risiko merupakan suatu hal yang dapat diperkirakan melalui teori kemungkinan. Brigham (2011:155) menyebutkan dalam konsep ekonomi, pemegang saham menanggung risiko tertentu yang diakibatkan oleh kegiatan operasi perusahaan, yakni risiko bisnis. Risiko bisnis juga dapat dikatakan probabilitas yang gagal dalam operasi organisasi dan lingkungan yang dapat mengganggu kemampuan organisasi perusahaan untuk pengembalian investasi. Suatu perusahaan dapat dikatakan memiliki risiko bisnis kecil apabila perusahaan menghadapi permintaan produk yang stabil, harga-harga input dan produknya yang relatif konstan, harga produknya dapat segera disesuaikan dengan kenaikan biaya, dan sebagian besar biayanya bersifat variabel sehingga akan menurun, risiko bisnis dapat dihitung dengan rumus RISK (Nurul,2016).

$$RISK = \sigma \frac{EBIT}{SALES}$$

Perhitungan ini dilakukan dengan menggunakan standar deviasi dari *Ratio of Sales* sebaga proxy. Perusahaan yang menggunakan risiko bisnis yang tinggi sebaiknya menggunakan utang yang lebih kecil di bandingkan perusahaan yang memiliki risiko bisnis rendah. Hal ini di karenakan penggunaan hutang yang tinggi akan meningkatkan suku bunga sehingg akan dapat mempersulit kestabilan perusahaan. Hal tersebut menandakan bahwa risiko bisnis perusahaan memiliki hubungan yang erat dengan sebuah kebijakan hutang dalam perusahaan. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi kemungkinan tidak akan menggunakan hutang dalam jumlah besar, karena dengan menggunakan hutang akan meningkatkan risiko yang akan ditanggung oleh suatu perusahaan. Selain itu perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi pada umumnya kurang mendapat kepercayaan dari kreditur sehingga perusahaan tersebut sulit mendapatkan dana dari pihak eksternal melalui hutang.

2.2.7 Pengaruh *Growth Sales* Terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi cenderung membutuhkan dari pihak eksternal yang besar. Tingkat penjualan dari perusahaan yang tinggi akan mempengaruhi besar nya tingkat laba yang di dapat kan oleh perusahaan. Pertumbuhan penjualan merupakan tolak ukur dalam pencapaian keberhasilan perusahaan dalam pertumbuhan di masa yang akan datang. Tingkat pertumbuhan perusahaan di peroleh dari bertambahnya volume penjualan dengan peningkatan harga dalam penjualan yang di lakukan perusahaan, di mana penjualan merupakan aktivitas yang dilakukan perusahaan untuk memperoleh laba.

Hasil penelitian dari Syafiudin (2013) Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Semakin tinggi tingkat penjualan suatu perusahaan maka akan semakin besar pula kemungkinan untuk perusahaan mengembalikan hutang-hutangnya kepada kreditur. Apabila penjualan suatu perusahaan rendah maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk melakukan hutang kepada kreditur demi kelangsungan hidup perusahaan di masa yang akan datang.

2.2.8 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Semakin tinggi saham yang dimiliki oleh manajer maka semakin kuat kontrol terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi *agency cost* pada perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling dalam Suwardjono (2013:26) konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian. Konflik keagenan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial merupakan mekanisme kontrol yang dapat mengurangi konflik keagenan. Konflik keagenan tidak terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan seratus persen oleh manajemen. Kebijakan hutang suatu perusahaan juga dipengaruhi oleh kebijakan yang diambil oleh suatu manajer dalam perusahaan.

Hasil penelitian dari Ardika (2015) Penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Diduga karena kecilnya presentase saham yang dimiliki manajer sehingga kurang bisa melakukan kontrol yang efektif terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan manajerial mempunyai wewenang

terhadap kebijakan yang akan di ambil dalam perusahaan guna untuk mendanai perusahaan baik menggunakan hutang jangka pendek atau menggunakan hutang jangka panjang.

2.2.9 Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

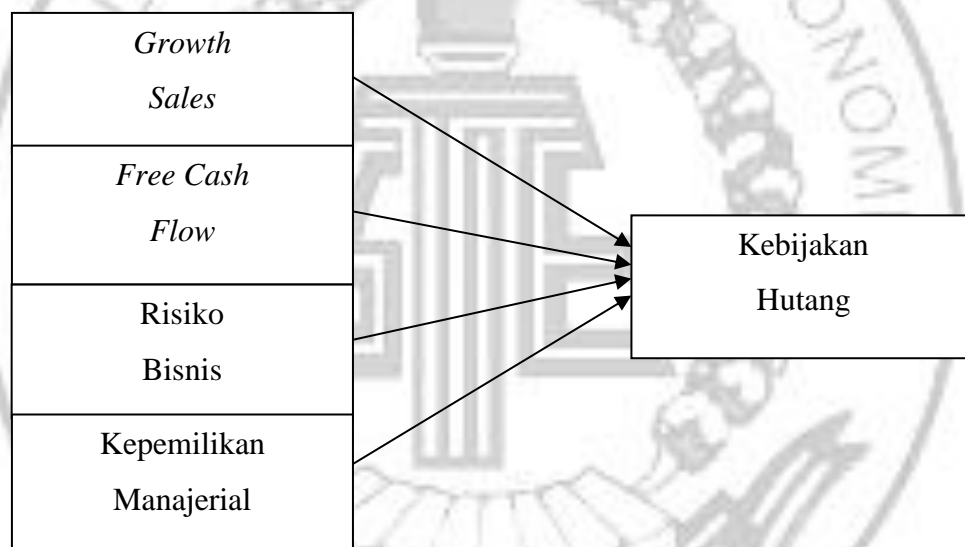
Aliran kas yang di gunakan untuk pendanaa perusahaan pada periode mendatang dan juga untuk membayar investor dan kreditor. Perusahaan dengan aliran *free cash flow* yang tinggi maka mempunyai level hutang yang tinggi juga *free cash flow* juga dapat di gunakan untuk membeli saham treasury atau penambahan sederhana atas likuiditas perusahaan. Hasil penelitian dari Riska (2009) bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang bahwa adanya hubungan positif antara *free cash flow* dan level hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan kesempatan investasi rendah. Aliran kas yang tinggi juga dapat mempengaruhi tingkat pengembalian hutang yang tinggi pula disini menandakan bahwa perusahaan tersebut masih tergolong sehat dalam masalah keuangannya.

2.2.10 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan yang memiliki risiko bisnis tinggi kemungkinan tidak akan menggunakan utang dalam jumlah besar karena menghindari terjadinya kemungkinan buruk berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutang. Risiko merupakan kosekuensi logis dari suatu yang tidak pasti menyangkut masa depan dan risiko mengandung unsur keridakpastian. Hasil penelitian dari Megawati (2015) positif dan signifikan. Dengan demikian, risiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Apabila risiko

bisnis perusahaan tinggi, maka perusahaan akan berusaha untuk menurunkan risiko keuangan, karena perusahaan tidak akan berani untuk mengambil kedua risiko tersebut secara bersamaan. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan menghindari untuk menggunakan hutang dalam mendanai perusahaan. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis tinggi kemungkinan tidak akan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar, karena menghindari terjadinya kemungkinan buruk berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutang.

2.3 Kerangka Pemikiran



Gambar 2.1
KERANGKA PEMIKIRAN

Dalam kerangka pikir diatas, terdapat empat variabel independen yang dapat berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Variabel *growth sales* berpengaruh terhadap kebijakan hutang, karena semakin tinggi pertumbuhan penjualan perusahaan akan lebih aman menggunakan hutang dengan tingkat penjualan yang tinggi mendorong perusahaan untuk menggunakan jumlah hutang yang besar

dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah. Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang karena pihak manajer perusahaan mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam menjamin kelangsungan hidup perusahaan, dengan kata lain apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutang maka akan mengancam likuiditas perusahaan dan posisi manajemen *insiders* yang kepemilikannya lebih besar dalam perusahaan akan memiliki keinginan yang lebih besar dalam meminimalkan risiko struktur modal. *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena, apabila perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena, perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi kemungkinan tidak akan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar karena menghindari terjadinya kemungkinan buruk berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutang.

2.4 Hipotesis

Hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 : *Growth sales* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H2 : *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H3 : Risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H4 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang