



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Kebijakan hutang

Kebijakan hutang merupakan sebuah keputusan yang sangat penting bagi suatu perusahaan. Karena untuk menjalankan operasinya setiap perusahaan memiliki berbagai kebutuhan, terutama yang berkaitan dengan dana agar perusahaan dapat berjalan sebagaimana mestinya. Dana selalu dibutuhkan untuk menutupi seluruh atau sebagian dari biaya yang diperlukan, baik dana jangka pendek maupun jangka panjang. Dana juga dibutuhkan untuk melakukan perluasan usaha atau investasi baru. Artinya di dalam perusahaan harus selalu tersedia dana dalam jumlah tertentu sehingga tersedia saat dibutuhkan, dalam hal ini manajer keuangan yang bertugas memenuhi kebutuhan tersebut. Dalam praktiknya untuk menutupi kekurangan akan kebutuhan dana, perusahaan memiliki beberapa pilihan sumber dana yang dapat digunakan. Pemilihan sumber dana ini tergantung dari tujuan, syarat-syarat, keuntungan dan kemampuan perusahaan tentunya. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari dana internal dan dana eksternal. Dana internal berupa modal sendiri, sedangkan dana eksternal berupa hutang. Penggunaan hutang memiliki kelebihan yaitu jumlahnya yang relatif tidak terbatas dan menambah motivasi manajemen untuk bekerja lebih aktif serta kreatif. Namun hutang juga memiliki kelemahan yaitu persyaratan untuk memperolehnya relatif sulit dan perusahaan dibebani pembayaran angsuran (pokok pinjaman + bunga) serta biaya lainnya [18].

Beberapa teori yang berkaitan dengan kebijakan hutang yaitu [19]:

a. *Trade off theory*

Trade off theory (teori pertukaran) adalah teori yang menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari penggunaan hutang dengan masalah yang ditimbulkan dari potensi kebangkrutan. Teori ini juga menjelaskan semakin tinggi hutang maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Namun, setelah mencapai titik maksimum, penggunaan hutang oleh perusahaan menjadi tidak menarik, karena perusahaan akan menanggung biaya keagenan, kebangkrutan serta biaya bunga yang menyebabkan nilai saham turun. Dengan kata lain *trade off theory* menyatakan bahwa

peningkatan penggunaan hutang akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan namun dengan asumsi penggunaan hutang telah mencapai struktur modal optimal.

b. *Signaling theory*

Sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Penggunaan hutang yang tinggi oleh manajer dapat digunakan sebagai sinyal yang baik bahwa perusahaan yakin dengan prospek di masa mendatang. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (signal) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan rasio yang digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas. Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh hutang, termasuk hutang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio ini digunakan untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan. Dengan kata lain, rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah yang dijadikan sebagai jaminan hutang. *Debt to Equity Ratio* untuk setiap perusahaan tentu berbeda-beda, tergantung karakteristik bisnis dan keberagaman arus kasnya. Perusahaan dengan arus kas yang stabil biasanya memiliki rasio yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan arus kas yang kurang stabil.

Dalam penelitian ini kebijakan hutang dirumuskan dengan [18]:

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}} \quad (2.1)$$

Debt to Equity Ratio mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya. Kreditor lebih menyukai nilai *Debt to Equity Ratio* yang rendah karena semakin besar rasio ini maka semakin tidak menguntungkan karena akan

semakin besar risiko yang ditanggung atas kegagalan yang mungkin terjadi di perusahaan. Namun, bagi perusahaan justru semakin besar rasio akan semakin baik. Sebaliknya dengan rasio yang rendah, semakin tinggi tingkat pendanaan yang disediakan pemilik dan semakin besar batas pengamanan bagi peminjam jika terjadi kerugian atau penyusutan terhadap nilai aktiva.

2.1.2 Profitabilitas

Tujuan akhir yang ingin dicapai suatu perusahaan adalah memperoleh laba dan keuntungan yang maksimal, disamping hal-hal lainnya. Dengan memperoleh laba yang maksimal seperti yang telah ditargetkan, perusahaan dapat berbuat banyak bagi kesejahteraan pemilik, karyawan, serta meningkatkan mutu produk dan melakukan investasi baru. Oleh karena itu, manajemen perusahaan dalam praktiknya dituntut harus mampu memenuhi target yang telah ditetapkan. Artinya, besarnya keuntungan haruslah dicapai sesuai dengan yang diharapkan dan bukan berarti asal untung. Untuk mengukur tingkat keuntungan suatu perusahaan, digunakan rasio profitabilitas yang dikenal juga dengan nama rasio rentabilitas [18].

Penggunaan rasio profitabilitas dapat dilakukan dengan menggunakan perbandingan antara berbagai komponen yang ada di laporan keuangan, terutama neraca dan laporan laba rugi. Pengukuran dapat dilakukan untuk beberapa periode operasi. Tujuannya adalah agar terlihat perkembangan perusahaan dalam rentang waktu tertentu, baik penurunan atau kenaikan, sekaligus mencari penyebab perubahan tersebut [18].

Hasil pengukuran tersebut dapat dijadikan alat evaluasi kinerja manajemen selama ini, apakah mereka telah bekerja secara efektif atau tidak. Jika berhasil mencapai target yang telah ditentukan, mereka dikatakan telah berhasil mencapai target untuk periode atau beberapa periode. Namun, sebaliknya jika gagal atau tidak berhasil mencapai target yang telah ditentukan, ini akan menjadi pelajaran bagi manajemen untuk periode kedepannya. Kegagalan ini harus diselidiki dimana letak kesalahan dan kelemahannya sehingga kejadian tersebut tidak terulang. Kemudian, kegagalan atau keberhasilan dapat dijadikan sebagai bahan acuan untuk perencanaan laba kedepannya, sekaligus kemungkinan untuk menggantikan manajemen yang baru

terutama setelah manajemen lama mengalami kegagalan. Oleh karena itu, rasio ini sering disebut sebagai salah satu alat ukur kinerja manajemen [18].

Rasio profitabilitas tidak hanya berguna bagi perusahaan saja, melainkan juga bagi pihak luar perusahaan. Dalam praktiknya ada banyak tujuan dan manfaat yang dapat diperoleh dari rasio profitabilitas, terutama pihak-pihak yang memiliki hubungan atau kepentingan dengan perusahaan. Tujuan rasio profitabilitas, yaitu [18]:

1. Untuk mengukur atau menghitung laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode tertentu.
2. Untuk menilai posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang.
3. Untuk menilai perkembangan laba dari waktu ke waktu.
4. Untuk menilai besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri.
5. Untuk mengukur produktifitas seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.

Sementara itu, manfaat rasio profitabilitas yaitu:

1. Mengetahui besarnya tingkat laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode.
2. Mengetahui posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang.
3. Mengetahui perkembangan laba dari waktu ke waktu.
4. Mengetahui besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri.
5. Mengetahui produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.

Return On Assets (ROA) termasuk salah satu rasio profitabilitas. *Return On Assets* merupakan rasio yang menunjukkan seberapa besar kontribusi aset dalam menciptakan laba bersih. Dengan kata lain, rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah laba bersih yang akan dihasilkan dari setiap rupiah dana yang tertanam dalam total aset. Rasio ini dihitung dengan membagi laba bersih terhadap total aset [20].

Semakin tinggi hasil pengembalian atas aset berarti semakin tinggi pula jumlah laba bersih yang dihasilkan dari setiap rupiah dana yang tertanam dalam total aset. Sebaliknya, semakin rendah hasil pengembalian atas aset berarti semakin rendah pula jumlah laba bersih yang dihasilkan dari setiap rupiah dana yang tertanam dalam total aset [20].

Dalam penelitian ini rasio profitabilitas dirumuskan dengan [18]:

$$\text{Return On Assets} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}} \quad (2.2)$$

Return On Assets menunjukkan kemampuan perusahaan menggunakan seluruh aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba bersih. Semakin tinggi tingkat *Return On Assets* maka semakin baik kinerja perusahaan dalam mengelola aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba bersih. Semakin rendah tingkat *Return On Assets* maka menunjukkan ketidakmampuan perusahaan mengelola aset yang dimiliki secara efektif dan efisien, sehingga tingkat pengembalian investasi pada aset yang dimiliki semakin rendah.

2.1.3 Struktur Aset

Aset merupakan harta atau kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan, baik pada saat tertentu. Klasifikasi aset terdiri dari [18]:

1. Aset lancar

Harta atau kekayaan yang segera dapat diuangkan (ditunaikan) pada saat dibutuhkan dan paling lama 1 tahun. Aset lancar merupakan aset yang paling likuid dibandingkan dengan aset lainnya. Jika perusahaan membutuhkan uang membayar sesuatu yang segera harus dibayar misalnya utang yang sudah jatuh tempo, atau pembayaran atas pembelian suatu barang atau jasa, maka dapat diperoleh dari aset lancar. Komponen yang ada di aset lancar terdiri dari kas, bank, surat-surat berharga, piutang, sediaan, sewa dibayar dimuka, dan aset lancar lainnya.

2. Aset tetap

Harta atau kekayaan perusahaan yang digunakan dalam jangka panjang lebih dari 1 tahun. Secara garis besar, aset tetap dibagi dua macam, yaitu aset tetap berwujud (tampak fisik) seperti tanah, bangunan, mesin, kendaraan, dan lainnya serta aset tetap tidak berwujud (tidak tampak fisik) dan merupakan hak yang dimiliki perusahaan seperti hak paten, merek dagang, *goodwill*, lisensi dan lainnya

3. Aset lainnya

Harta atau kekayaan yang tidak dapat digolongkan ke dalam aset lancar maupun aset tetap. Komponen yang ada dalam aset lainnya seperti bangunan dalam proses, piutang jangka panjang, tanah dalam penyelesaian, dan lainnya.

Struktur aset adalah penentuan berapa besar alokasi dana untuk masing-masing komponen aset, baik dalam aset lancar maupun aset tetap. Sesudah menentukan alokasi untuk kedua macam aset tersebut, maka biasanya seorang manajer keuangan harus menentukan alokasi optimal untuk masing-masing komponen aset lancar. Di samping itu, seorang manajer keuangan juga harus menentukan alokasi untuk setiap komponen aset tetap serta umur dari masing-masing komponen tersebut, kapan harus diadakan perbaikan, penggantian dan sebagainya. Penentuan struktur aset yang baik bagi suatu perusahaan bukanlah tugas yang mudah karena hal ini membutuhkan kemampuan manajer untuk menganalisa keadaan-keadaan masa lalu, serta estimasi-estimasi untuk masa yang akan datang yang dihubungkan dengan tujuan jangka panjang perusahaan [21].

Aset tetap mempunyai masa hidup lebih dari 1 tahun, sehingga penanaman modal dalam aset tetap merupakan investasi jangka panjang. Dengan berlalunya waktu maka mungkin aktiva-aktiva tetap tersebut tidak akan dapat dipakai lagi, ataupun membutuhkan perbaikan-perbaikan yang cukup besar sehingga membutuhkan biaya yang tidak kecil. Perusahaan industri melihat bahwa aset tetap menyerap bagian terbesar dari modal yang ditanamkan dalam perusahaan. Jumlah aset tetap yang ada dalam perusahaan paling tidak dipengaruhi oleh sifat atau jenis dari proses produksi yang dilaksanakan. Aset tetap sering disebut sebagai *the earning assets* karena aset tetap inilah yang memberikan dasar bagi *earning power* perusahaan [21]. Jadi perusahaan yang memiliki nilai aset tetap yang tinggi dianggap mempunyai kekuatan yang lebih besar.

Dalam penelitian ini struktur aset dirumuskan dengan [21]:

$$\text{Struktur Aset} = \frac{\text{Total Aset Tetap}}{\text{Total Aset}} \quad (2.3)$$

Rasio ini akan menunjukkan keputusan pendanaan atas aset tetap perusahaan. Semakin besar aset tetap yang dimiliki maka semakin besar nilai jaminan yang dimiliki perusahaan, sehingga dapat meningkatkan kepercayaan pihak eksternal untuk meminjamkan dananya. Semakin kecil aset tetap yang dimiliki maka semakin rendah nilai aset yang dapat dijadikan jaminan, sehingga perusahaan lebih sulit untuk memperoleh pendanaan dari pihak eksternal.

2.1.4 Ukuran Perusahaan

Ukuran Perusahaan adalah nilai yang menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan. Pada penelitian ini ukuran perusahaan menggunakan tolak ukur total aset perusahaan karena aset biasanya bernilai besar maka hal ini dapat disederhanakan dengan mentransformasikan ke dalam *logaritme natural asset* [22].

Menurut UU No. 20 Tahun 2008 Pasal 1, ukuran perusahaan dibagi kedalam 4 kategori yaitu [23]:

1. Usaha Mikro

Usaha mikro adalah usaha produktif milik orang perorangan dan/atau badan usaha perorangan yang memenuhi kriteria usaha mikro sebagaimana diatur dalam undang-undang ini.

2. Usaha Kecil

Usaha kecil adalah usaha ekonomi produktif yang berdiri sendiri, yang dilakukan oleh perorangan atau badan usaha yang bukan merupakan anak perusahaan atau bukan cabang perusahaan yang dimiliki, dikuasai, atau menjadi bagian baik langsung maupun tidak langsung dari usaha menengah atau usaha besar yang memenuhi kriteria usaha kecil sebagaimana dimaksud dalam undang-undang ini.

3. Usaha Menengah

Usaha menengah adalah usaha ekonomi produktif yang berdiri sendiri, yang dilakukan oleh orang perorangan atau badan usaha yang bukan merupakan anak perusahaan atau cabang perusahaan yang dimiliki, dikuasai atau menjadi bagian baik langsung maupun tidak langsung dengan usaha kecil atau usaha besar dengan jumlah kekayaan bersih atau hasil penjualan tahunan sebagaimana diatur dalam undangundang ini.

4. Usaha Besar

Usaha besar adalah usaha ekonomi produktif yang dilakukan oleh badan usaha dengan jumlah kekayaan bersih atau hasil penjualan tahunan lebih besar dari usaha menengah, yang meliputi usaha nasional milik negara atau swasta, usaha patungan, dan usaha asing yang melakukan kegiatan ekonomi di Indonesia.

Kriteria ukuran perusahaan yang diatur dalam UU No. 20 Tahun 2008 adalah sebagai berikut [23]:

1. Usaha Mikro

- a. Memiliki kekayaan bersih paling banyak Rp 50.000.000 (lima puluh juta rupiah) tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha.
 - b. Memiliki hasil penjualan tahunan paling banyak Rp 300.000.000 (tiga ratus juta rupiah).
2. Usaha Kecil
- a. Memiliki kekayaan bersih lebih dari Rp 50.000.000 (lima puluh juta rupiah) sampai dengan paling banyak Rp 500.000.000 (lima ratus juta rupiah) tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha.
 - b. Memiliki hasil penjualan tahunan lebih dari Rp 300.000.000 (tiga ratus juta rupiah) sampai dengan paling banyak Rp 2.500.000.000 (dua miliar lima ratus juta rupiah).
3. Usaha Menengah
- a. Memiliki kekayaan bersih lebih dari Rp 500.000.000 (lima ratus juta rupiah) sampai dengan paling banyak Rp 10.000.000.000 (sepuluh miliar rupiah) tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha.
 - b. Memiliki hasil penjualan tahunan lebih dari Rp 2.500.000.000 (dua miliar lima ratus juta rupiah) sampai dengan paling banyak Rp 50.000.000.000 (lima puluh miliar rupiah).
4. Usaha Besar
- a. Memiliki kekayaan bersih lebih dari Rp 10.000.000.000 (sepuluh miliar rupiah) tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha.
 - b. Memiliki hasil penjualan tahunan lebih dari Rp 50.000.000.000 (lima puluh miliar rupiah).

Dalam penelitian ini ukuran perusahaan dirumuskan dengan [22]:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln (\text{Total aset}) \quad (2.4)$$

Keterangan:

\ln = Logaritma natural

Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Di samping itu, ukuran perusahaan yang besar umumnya lebih dikenal sehingga mempunyai akses yang lebih luas. Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka semakin mudah akses untuk mendapatkan pendanaan eksternal. Selain itu,

kecenderungan perusahaan dalam menggunakan hutang juga semakin besar karena perusahaan tersebut membutuhkan dana yang besar untuk menunjang operasional perusahaan maupun berinvestasi.

2.1.5 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen sering dianggap sebagai bagian dari keputusan pembelanjaan, khususnya pembelanjaan internal. Hal ini terjadi karena besar kecilnya dividen yang dibayarkan perusahaan akan mempengaruhi sumber dana internal perusahaan, yaitu laba ditahan. Semakin besar dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, semakin kecil laba yang ditahan, dan sebaliknya. Penentuan besaran bagian laba perusahaan yang akan dibagikan sebagai dividen merupakan kebijakan manajemen perusahaan, serta akan mempengaruhi nilai perusahaan dan harga pasar saham. Oleh karena itu, Kebijakan dividen berhubungan dengan penentuan *Dividend Payout Ratio* [15].

Ada beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan *Dividend Payout Ratio* [15]:

1. Dana yang dibutuhkan perusahaan

Apabila dimasa yang akan datang perusahaan berencana melakukan investasi yang membutuhkan dana yang besar, maka perusahaan dapat memperolehnya melalui penyisihan laba ditahan. Semakin besar kebutuhan dana di masa yang akan datang, semakin besar pula bagian laba yang ditahan di perusahaan atau semakin kecil dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

2. Likuiditas

Dividen dapat dibayarkan dalam bentuk dividen tunai atau dividen saham. Perusahaan hanya mampu membayar dividen tunai jika tingkat likuiditas (*cash ratio*) yang dimiliki perusahaan mencukupi. Semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan, semakin besar dividen tunai yang mampu dibayar perusahaan kepada pemegang saham, dan sebaliknya.

2. Kemampuan perusahaan untuk meminjam

Salah satu sumber dana perusahaan adalah berasal dari pinjaman. Perusahaan dimungkinkan untuk membayar dividen besar, karena perusahaan masih memiliki peluang atau kemampuan untuk memperoleh dana dari pinjaman guna

memenuhi kebutuhan dana yang diperlukan perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena *leverage* keuangan perusahaan masih rendah, dan perusahaan masih dipercaya oleh kreditor.

3. Nilai informasi dividen

Dividen yang meningkat dianggap memberi sinyal bahwa kondisi keuangan perusahaan baik, dan sebaliknya dividen turun memberikan sinyal kondisi keuangan perusahaan yang memburuk. Perubahan harga saham yang mengikuti sinyal dividen disebut *information content affect*.

4. Pengendalian perusahaan

Jika perusahaan membayar dividen yang besar, kemungkinan perusahaan memperoleh dana dengan menjual saham baru untuk membiayai peluang investasi yang dinilai menguntungkan. Dalam kondisi demikian kendali pemegang saham lama atas perubahan kemungkinan akan berkurang, jika pemegang saham lama tidak berjanji untuk membeli tambahan saham baru yang diterbitkan perusahaan.

5. Pembatasan yang diatur dalam perjanjian pinjaman dengan pihak kreditor

Ketika perusahaan memperoleh pinjaman dari pihak kreditor, perjanjian pinjaman tersebut sering disertai dengan persyaratan-persyaratan tertentu. Salah satu bentuk persyaratan diantaranya adalah pembatasan pembayaran dividen yang tidak boleh melampaui jumlah tertentu yang disepakati. Tujuannya adalah melindungi kepentingan pihak kreditor, yaitu kelancaran pelunasan pokok pinjaman dan bunganya.

6. Inflasi

Semakin tinggi tingkat inflasi, semakin turun daya beli mata uang. Hal ini berarti perusahaan harus mampu menyediakan dana yang lebih besar untuk membiayai operasi maupun investasi perusahaan pada masa yang akan datang. Apabila peluang untuk mendapatkan dana yang berasal dari luar perusahaan terbatas, salah satu cara untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut adalah melalui sumber dana internal, yaitu laba ditahan. Dengan demikian, jika inflasi meningkat, dividen yang dibayarkan akan berkurang, dan sebaliknya.

Selain itu, ada beberapa aspek kebijakan dividen yaitu [15]:

1. Stabilitas dividen

Dimana jika perusahaan membayar dividen secara stabil dari waktu ke waktu kemungkinan dinilai lebih baik daripada perusahaan yang membayar dividen secara berfluktuasi. Hal ini karena perusahaan yang membayar dividen secara stabil mencerminkan kondisi keuangan perusahaan tersebut juga stabil dan sebaliknya, perusahaan dengan dividen tidak stabil mencerminkan kondisi keuangan perusahaan yang kurang baik.

2. *Target Payout Ratio*

Dimana perusahaan mengikuti kebijakan target *dividend payout ratio* jangka Panjang. Hal ini akan mengakibatkan besarnya jumlah dividen yang dibayarkan berfluktuasi atau dividennya tidak stabil. perusahaan hanya akan meningkatkan *dividend payout ratio* jika pendapatan perusahaan meningkat dan perusahaan merasa mampu mempertahankan kenaikan pendapatan tersebut dalam jangka panjang.

3. Dividen Reguler dan Dividen Ekstra

Salah satu cara perusahaan meningkatkan dividen kas adalah dengan memberikan dividen ekstra disamping *dividen reguler*. Hal ini biasanya dilakukan jika pendapatan perusahaan meningkat cukup besar, tetapi sifatnya sementara. Apabila tidak terjadi peningkatan pendapatan perusahaan, dividen yang dibagikan hanya *dividen reguler*.

Seorang investor akan mempertahankan kepemilikan saham suatu perusahaan. Apabila mereka mengantisipasi bahwa saham tersebut mampu memberikan kembalian (*return*) yang lebih baik dibanding saham perusahaan lain. *Return* yang mereka terima tidak hanya berupa dividen, melainkan dapat berbentuk *capital gain*. Oleh karena itu, Banyak investor lebih suka tidak menerima dividen karena berharap perusahaan menahan laba yang diperolehnya dan menginvestasikan kembali untuk memperoleh *return* yang lebih besar dalam bentuk *capital gain*. Sebaliknya, ada investor yang lebih menyukai atau tidak suka spekulasi harga saham di masa datang [24].

Dividend Payout Ratio mengukur proporsi laba bersih per satu lembar saham biasa yang dibayarkan dalam bentuk dividen. Investor yang mengharapkan memperoleh *capital gain* akan lebih menyukai angka *Dividend Payout Ratio* yang rendah. Sebaliknya, investor yang menyukai dividen menginginkan *Dividend Payout Ratio* yang tinggi. Banyak perusahaan yang telah memiliki kebijakan dividen yang baik

dan tidak menginginkan terjadinya spekulasi dividen (khususnya arah yang menurun), karena hal itu justru berpengaruh negatif [24].

Dalam penelitian ini kebijakan dividen dirumuskan dengan [24]:

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}} \quad (2.5)$$

Dividend Payout Ratio menunjukkan persentase setiap keuntungan yang diperoleh yang didistribusikan kepada pemegang saham. Dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham akan mengurangi dana yang dikendalikan manajemen perusahaan. Dana tersebut adalah jumlah arus kas bebas. Semakin tinggi dividen yang akan dibayarkan maka akan semakin kecil jumlah arus kas bebas yang dimiliki perusahaan, sehingga manajemen harus memikirkan cara untuk memperoleh sumber pendanaan eksternal berupa hutang.

2.1.6 *Non-Debt Tax Shield*

Kondisi perusahaan akan mempengaruhi keputusan yang diambil perusahaan. Perusahaan yang memiliki pelindung pajak selain utang atau *non debt tax shield* akan menggunakan lebih sedikit utang. Hal ini karena depresiasi yang tinggi, biaya penelitian dan pengembangan, dan sebagainya bisa dimanfaatkan perusahaan sebagai pengurang pajak yang dibayarkan [25].

Salah satu alasan utama digunakannya hutang adalah karena bunga merupakan pengurang pajak, selanjutnya menurunkan biaya hutang efektif. Akan tetapi, jika sebagian besar laba suatu perusahaan telah dilindungi dari pajak oleh perlindungan pajak yang berasal dari penyusutan, maka bunga atas hutang yang saat ini belum dilunasi, atau kerugian pajak yang dibawa ke periode berikutnya akan menghasilkan tarif pajak yang rendah. Akibatnya, tambahan hutang tidak akan memiliki keunggulan yang sama jika dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tarif pajak efektif yang lebih tinggi [19].

Pengertian penyusutan menurut PSAK nomor 17 adalah alokasi suatu aset yang dapat disusutkan sepanjang masa manfaat yang diestimasi. Besarnya penyusutan untuk periode akuntansi dibebankan ke pendapatan baik secara langsung maupun tidak langsung. Pengaturan penyusutan menurut ketentuan perundang-undangan perpajakan diatur dalam Pasal 11 Undang-Undang Pajak Penghasilan. Ketentuan tersebut

menegaskan bahwa penyusutan atas pengeluaran untuk pembelian, pendirian, penambahan, perbaikan atau perubahan harta berwujud, kecuali tanah yang berstatus hak milik, hak guna bangunan, hak guna usaha, dan hak pakai yang dimiliki dan digunakan untuk mendapatkan, menagih, dan memelihara penghasilan yang mempunyai masa manfaat lebih dari satu tahun dilakukan dalam bagian-bagian yang sama besar selama masa manfaat yang telah ditentukan bagi harta tersebut. Pengaturan penyusutan tersebut mengandung maksud persyaratan aset yang dapat disusutkan dan metode penyusutannya. Persyaratan aset yang dapat disusutkan menurut ketentuan perpajakan, meliputi [26]:

1. Harta yang disusutkan adalah harta berwujud.
2. Harta tersebut mempunyai masa manfaat lebih dari 1 tahun
3. Harta tersebut digunakan untuk mendapatkan, menagih, dan memelihara penghasilan

Metode penyusutan menurut ketentuan perundang-undangan perpajakan sebagai mana telah diatur dalam Pasal 11 Undang-Undang Pajak Penghasilan adalah [26]:

1. Metode garis lurus (*straight line method*), atau metode saldo menurun (*declining balance method*) untuk aset tetap berwujud bukan bangunan.
2. Metode garis lurus (*straight line method*) untuk aset tetap berwujud berupa bangunan.

Jadi, selain bunga hutang yang bisa dipakai sebagai pengurang pajak, perusahaan juga bisa menggunakan *non-debt tax shield* untuk mengurangi pajak. *Non-debt tax shield* yaitu manfaat pajak yang didapat perusahaan selain dari hutang, seperti depresiasi (biaya tetap non bunga), dana pensiun. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan *non-debt tax shield* tinggi, maka perusahaan tidak perlu menggunakan hutang tinggi. Ada hubungan negatif di antara keduanya [16].

Dalam penelitian ini *Non-Debt Tax Shield* (NDTS) dirumuskan dengan [16]:

$$\text{Non-Debt Tax Shield (NDTS)} = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Total Aset}} \quad (2.6)$$

Non-Debt Tax Shield menunjukkan perlindungan pajak dari depresiasi atas aset tetap yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi *non-debt tax shield* maka semakin besar nilai aset tetap yang dimiliki perusahaan sehingga depresiasi akan semakin besar

dan pembayaran pajak semakin kecil. Semakin besar penghematan pajak yang didapat dari *non-debt tax shield* maka perusahaan tidak perlu menggunakan hutang untuk memperoleh pengurang pajak yang berasal dari bunga hutang.

2.1.7 Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size* (ukuran). Pertumbuhan perusahaan pada dasarnya dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu faktor internal, eksternal dan pengaruh iklim industri lokal. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi terkait dengan *leverage*, sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur. Tetapi, pertumbuhan perusahaan yang cepat membutuhkan dana yang besar untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi, perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen, tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Potensi pertumbuhan ini dapat diukur dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan. Semakin besar penelitian dan pengembangan atau Research dan Development (R&D) *cost*-nya maka berarti ada prospek perusahaan untuk tumbuh [27].

Pertumbuhan perusahaan menggambarkan bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang dibandingkan dengan periode sebelumnya. Variabel pertumbuhan dapat dilihat dari 4 sisi yaitu [17]:

1. Aset

Pertumbuhan selalu identik dengan aset perusahaan perusahaan (baik aset fisik seperti tanah, bangunan, gedung serta aset keuangan seperti kas, piutang dan lain sebagainya). Nilai total aset dalam neraca menentukan kekayaan perusahaan.

2. Penjualan

Kemampuan perusahaan dalam menciptakan pendapatan merupakan hasil dari pengelolaan aset yang dimiliki. Pendekatan ini dianggap bukan indikator terbaik

karena dilakukan tanpa mempertimbangkan apakah penjualan berasal dari penjualan tunai maupun kredit.

3. Laba bersih

Labanya menunjukkan efektivitas dan efisiensi yang berhasil dicapai oleh pengelola (manajer) dalam optimalisasi aset. Pendekatan ini memperoleh banyak kritik karena adanya pertimbangan perpajakan untuk menghitung laba bersih. Pada praktiknya, perusahaan sering mengelola besaran pajak yang harus dibayarkan dari tahun ke tahun untuk menjaga stabilitas kinerja keuangan perusahaan. Pada kondisi tersebut laba bersih kurang mempresentasikan kondisi kinerja perusahaan yang sebenarnya.

4. Laba kotor

Pertumbuhan dapat dihitung melalui laba kotor atau yang dikenal dengan EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*). Pendekatan ini paling ideal diterapkan pada tipe perusahaan pengelola aset yakni perusahaan yang mendasarkan operasionalnya pada pengelolaan aset seperti listrik, air dan sebagainya.

Dalam penelitian ini pertumbuhan perusahaan dirumuskan dengan [17]

$$\text{Pertumbuhan} = \frac{\text{Total aset}_t - \text{Total aset}_{t-1}}{\text{Total aset}_{t-1}} \quad (2.7)$$

Keterangan:

Total aset_t = Nilai total aset pada periode t

Total aset_{t-1} = Nilai total aset pada periode t-1

Pertumbuhan perusahaan menunjukkan seberapa jauh perusahaan akan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar kebutuhan untuk membiayai pengembangan perusahaan yang dapat dilihat dari penambahan aset perusahaan. Semakin tinggi aset yang dimiliki perusahaan maka akan meningkatkan kepercayaan kreditur untuk memberikan pinjaman sehingga perusahaan dapat memenuhi kebutuhan pendanaannya dari hutang.

2.1.8 Arus kas Bebas

Arus kas yang dihubungkan dengan tujuan utama memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham adalah arus kas bebas. Arus kas bebas merupakan arus kas yang dihasilkan oleh perusahaan di akhir periode setelah digunakan untuk membayar seluruh biaya operasi perusahaan termasuk kewajiban-kewajiban dan belanja modal, yang berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan kreditor) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasi pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan kelangsungan operasi perusahaan [4].

Arus kas bebas sangat penting karena merupakan ukuran yang digunakan oleh investor untuk mengukur kekuatan keuangan sebuah perusahaan guna menunjang pertumbuhannya. Ada tiga determinan utama arus kas bebas, yaitu [4]:

1. Pendapatan penjualan
2. biaya operasi dan tingkat pajak
3. investasi baru yang disyaratkan bagi operasi perusahaan

Ketiga determinan yang memengaruhi arus kas ini adalah sejumlah uang perusahaan yang diinvestasikan setiap dalam operasi perusahaan termasuk di dalamnya aset yang berupa peralatan, sistem komputer, dan persediaan. Dalam jangka pendek, investasi ini akan menghasilkan kas, kas yang diinvestasikan tersebut bukan merupakan kas yang didistribusikan kepada investor. Dengan demikian, mengurangi aset yang disyaratkan pada investasi baru akan meningkatkan arus kas, sehingga akan meningkatkan harga pasar saham. Sebagai contoh, perusahaan yang berhasil menerapkan model *Just-In-Time* untuk mengelola persediaan secara umum akan meningkatkan arus kas karena jumlah kas yang diinvestasikan pada persediaan menjadi lebih sedikit. Hal ini mengindikasikan bagaimana manajer keuangan mengambil keputusan investasi dalam operasi perusahaan [4].

Selanjutnya, manajer keuangan harus mengambil keputusan pembiayaan dalam arti bagaimana membiayai aktivitas perusahaan atau dengan kata lain dari sumber mana dana yang dibutuhkan untuk investasi tersebut diperoleh, termasuk jenis dana yang digunakan, yaitu: (1) apakah manajer keuangan mengambil keputusan untuk menggunakan jenis dana campuran antara utang dan modal sendiri? (2) jenis utang dan ekuitas apa yang akan diterbitkan oleh perusahaan? (3) berapa persen laba

yang diperoleh dari hasil operasi perusahaan diinvestasikan kembali ke perusahaan menambah laba ditahan dibanding dibagikan sebagai dividen? Hal ini memerlukan pemikiran yang mendalam bagi manajer keuangan karena berhubungan dengan tingkat bunga sebagai biaya modal, tingkat risiko operasi perusahaan, dan sikap investor terhadap risiko yang menentukan tingkat pengembalian kembali (*rate of return*) yang diharapkan investor dalam investasi surat-surat berharga (saham) yang dapat memberikan keamanan bagi investor. Dalam perspektif investor, ini disebut tingkat pengembalian yang diharapkan, tetapi sebaliknya dalam perspektif perusahaan hal ini disebut sebagai rata-rata tertimbang biaya modal dari dana yang digunakan oleh perusahaan dalam membiayai operasinya. Pada prinsipnya semakin besar arus kas bebas, maka hal itu semakin baik bagi organisasi karena berarti tidak ada masalah likuiditas yang melilit organisasi [28].

Dalam penelitian ini arus kas bebas dirumuskan dengan [28]:

$$\text{Arus Kas Bebas} = \text{Arus Kas Operasi} - \text{Belanja Modal} \quad (2.8)$$

Arus kas bebas menunjukkan kas yang tersisa dalam perusahaan setelah arus kas keluar untuk mendukung aktivitas operasional serta mengembangkan perusahaan. Semakin tinggi arus kas bebas maka semakin efisien penggunaan kas perusahaan. Tingginya tingkat efisiensi penggunaan aset akan membuat investor tertarik untuk membeli saham perusahaan karena semakin terjamin tingkat pengembalian yang akan di terima investor sehingga meningkatkan kebijakan hutang perusahaan.

2.2 Review Peneliti Terdahulu

Beberapa peneliti telah melakukan penelitian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang sebagai variabel dependen dalam penelitian, antara lain:

1. Ade Dwi Suryani dan Muhammad Khafid melakukan penelitian pada tahun 2016 dengan judul “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang”. Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis regresi berganda dengan total sampel sebanyak 66 perusahaan. Secara simultan hasil penelitian menunjukkan *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan,

kebijakan dividen, ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Secara parsial hasil penelitian menunjukkan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, sementara *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang [10].

2. Marhamah melakukan penelitian pada tahun 2016 dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan (*Growth*), Ukuran Perusahaan, dan Struktur Aktiva Terhadap Kebijakan hutang Perusahaan yang Terdaftar di BEI”. Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010 – 2013 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis regresi linear berganda dengan total sampel sebanyak 15 emiten. Secara simultan hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan (*growth*), ukuran perusahaan, dan struktur aktiva berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Secara parsial hasil penelitian menunjukkan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, sementara kepemilikan manajerial, pertumbuhan, dan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang [14].
3. Meivita Manoppo, Marjam Mangantar, dan Paulina Van Rate melakukan penelitian pada tahun 2018 dengan judul “Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar di BEI Periode 2012-2016”. Objek penelitian ini adalah perusahaan otomotif yang terdaftar di BEI periode 2012-2016 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis linier berganda dengan total sampel sebanyak 7 perusahaan. Secara parsial hasil penelitian menunjukkan struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang [9].
4. Muhammad Yusuf dan Andika Kurniawan melakukan penelitian pada tahun 2019 dengan judul “Pengaruh *Non-Debt Tax Shield* Dan *Cost of Financial Distress* Terhadap Struktur Modal Terhadap Perusahaan Sub Sektor Logam Dan Sejenisnya Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017”. Objek penelitian ini adalah perusahaan sub sektor logam yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia periode 2013-2017 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis regresi berganda dengan total sampel sebanyak 16 perusahaan. Secara simultan hasil penelitian menunjukkan *non-debt tax shield* dan *cost of financial distress* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Secara parsial hasil penelitian menunjukkan *non-debt tax shield* dan *cost of financial distress* tidak berpengaruh terhadap struktur modal [13].

5. Niken Anindhita melakukan penelitian pada tahun 2017 dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Saham Institusi, Kepemilikan Saham Publik, Kebijakan Dividen, Struktur Aset, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014”. Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2014 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis regresi berganda dengan total sampel sebanyak 23 perusahaan. Secara simultan hasil penelitian menunjukkan Kepemilikan saham institusi, kepemilikan saham publik, kebijakan dividen, struktur aset, dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Secara parsial hasil penelitian menunjukkan struktur aset dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, kemudian kepemilikan saham institusi, kepemilikan saham publik, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang [29].
6. Rika Nofiani dan Barbara Gunawan melakukan penelitian pada tahun 2018 dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* (FCF), dan *Investment Opportunity Set* (IOS) Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-2016)”. Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2016 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis regresi linier berganda dengan total sampel sebanyak 108 sampel. Secara simultan hasil penelitian menunjukkan Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* dan *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang. Secara parsial hasil penelitian menunjukkan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, sementara kepemilikan institusional dan *investment Opportunity Set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang [5].

7. Siti Tri Asiyah dan Khuzaini melakukan penelitian pada tahun 2019 dengan judul “Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang”. Objek penelitian ini adalah perusahaan transportasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis regresi linier berganda dengan total sampel sebanyak 12 Perusahaan. Secara simultan hasil penelitian menunjukkan profitabilitas, struktur aset dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Secara parsial hasil penelitian menunjukkan profitabilitas, struktur aset dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang [7].
8. Soraya dan Meiryananda Permanasari melakukan penelitian pada tahun 2017 dengan judul “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan Publik”. Objek penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis regresi berganda dengan total sampel sebanyak 33 perusahaan. Secara simultan hasil penelitian menunjukkan *non-debt tax shield*, tangibilitas, profitabilitas, pertumbuhan, ukuran, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, risiko bisnis, set peluang investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Secara parsial hasil penelitian menunjukkan tangibilitas, pertumbuhan, ukuran, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, kemudian *Non-debt tax shield*, profitabilitas, dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, sementara kepemilikan manajerial risiko bisnis dan set peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang [12]
9. Sri Wahyuni, Muhammad Ahyaruddin, dan Mizan Asnawi melakukan penelitian pada tahun 2016 dengan judul “Pengaruh Struktur Aset, Profitabilitas, Kebijakan Dividen Dan Tarif Pajak Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011 - 2014)”. Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011 - 2014 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis regresi linier berganda dengan total sampel sebanyak 28

perusahaan. Secara simultan hasil penelitian menunjukkan struktur aset, profitabilitas, kebijakan dividen dan tarif pajak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Secara parsial hasil penelitian menunjukkan struktur aset, profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, sementara kebijakan dividen dan tarif pajak tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang [8].

10. Suci Ramadhani dan Andreani Caroline Barus melakukan penelitian pada tahun 2018 dengan judul “Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Sektor Utama yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2014”. Objek penelitian ini adalah perusahaan sektor utama yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2014 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis regresi linear berganda dengan total sampel sebanyak 29 perusahaan. Secara simultan hasil penelitian menunjukkan profitabilitas, arus kas bebas, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, likuiditas, kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Secara parsial hasil penelitian menunjukkan Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, Arus Kas Bebas, likuiditas, kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, sementara Profitabilitas dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang [6].

11. Zefriyenni, Vivi Nila Sari, Selvida Utami melakukan penelitian pada tahun 2019 dengan judul “Korelasi Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur”. Objek penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis regresi linear berganda. Secara simultan hasil penelitian menunjukkan kebijakan dividen, ukuran perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Secara parsial hasil penelitian menunjukkan ukuran perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, sementara kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang [11].

Tabel 2.1 Review Penelitian Terdahulu

Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil yang diperoleh
Ade Dwi Suryani dan Muhammad Khafid (2016) [10]	Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang	<p><u>Variabel Dependen:</u> Kebijakan Hutang</p> <p><u>Variabel Independen:</u> a. <i>Free Cash Flow</i> b. Pertumbuhan Perusahaan c. Kebijakan Dividen d. Ukuran Perusahaan</p>	<p><u>Secara Simultan:</u> <i>Free cash flow</i>, pertumbuhan perusahaan, kebijakan dividen, ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.</p> <p><u>Secara Parsial:</u> a. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. b. <i>Free cash flow</i>, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.</p>
Marhamah (2016) [14]	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan (<i>growth</i>), Ukuran Perusahaan, dan Struktur Aktiva Terhadap Kebijakan hutang Perusahaan yang Terdaftar di BEI	<p><u>Variabel Dependen:</u> Kebijakan Hutang</p> <p><u>Variabel Independen:</u> a. Kepemilikan Manajerial b. Kepemilikan Institusional c. Kebijakan Dividen d. Pertumbuhan (<i>growth</i>) e. Ukuran Perusahaan f. Struktur Aktiva</p>	<p><u>Secara Simultan:</u> Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan (<i>growth</i>), ukuran perusahaan, dan struktur aktiva berpengaruh terhadap kebijakan hutang.</p> <p><u>Secara Parsial:</u> a. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. b. Kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. c. Kepemilikan manajerial, pertumbuhan, dan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.</p>

Tabel 2.1 Sambungan

Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil yang diperoleh
Meivita Manoppo, Marjam Mangantar, dan Paulina Van Rate (2018) [9]	Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar di BEI Periode 2012-2016	<u>Variabel Dependen:</u> Kebijakan Hutang <u>Variabel Independen:</u> Struktur Aset	<u>Secara Parsial:</u> struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang
Muhammad Yusuf dan Andika Kurniawan (2019) [13]	Pengaruh <i>Non-Debt Tax Shield</i> dan <i>Cost Of Financial Distress</i> Terhadap Struktur Modal Perusahaan Sub Sektor Logam Dan Sejenisnya Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017	<u>Variabel Dependen:</u> Struktur Modal <u>Variabel Independen:</u> a. <i>Non-Debt Tax Shield</i> b. <i>Cost Of Financial Distress</i>	<u>Secara Simultan:</u> <i>non-debt tax shield</i> dan <i>cost of financial distress</i> tidak berpengaruh terhadap struktur modal <u>Secara Parsial:</u> <i>non-debt tax shield</i> dan <i>cost of financial distress</i> tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
Niken Anindhita (2017) [29]	Pengaruh Kepemilikan Saham Institusi, Kepemilikan Saham Publik, Kebijakan Dividen, Struktur Aset, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014	<u>Variabel Dependen:</u> Kebijakan Hutang <u>Variabel Independen:</u> a. Kepemilikan Saham Institusi b. Kepemilikan Saham Publik c. Kebijakan Dividen d. Struktur Aset e. Profitabilitas	<u>Secara Simultan:</u> Kepemilikan saham institusi, kepemilikan saham publik, kebijakan dividen, struktur aset, dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. <u>Secara Parsial:</u> a. Struktur aset dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. b. Kepemilikan saham institusi, kepemilikan saham publik, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
Rika Nofiani dan Barbara Gunawan (2018) [5]	Pengaruh Kepemilikan Institusional, <i>Free Cash Flow</i> (FCF), dan <i>Investment Opportunity Set</i> (IOS) Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-2016)	<u>Variabel Dependen:</u> Kebijakan Hutang <u>Variabel Independen:</u> a. Kepemilikan Institusional b. <i>Free Cash Flow</i> c. <i>Investment Opportunity Set</i>	<u>Secara Simultan:</u> Kepemilikan Institusional, <i>Free Cash Flow</i> dan <i>Investment Opportunity Set</i> tidak berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang <u>Secara Parsial:</u> a. <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang b. kepemilikan institusional dan <i>investment Opportunity Set</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Tabel 2.1 Sambungan

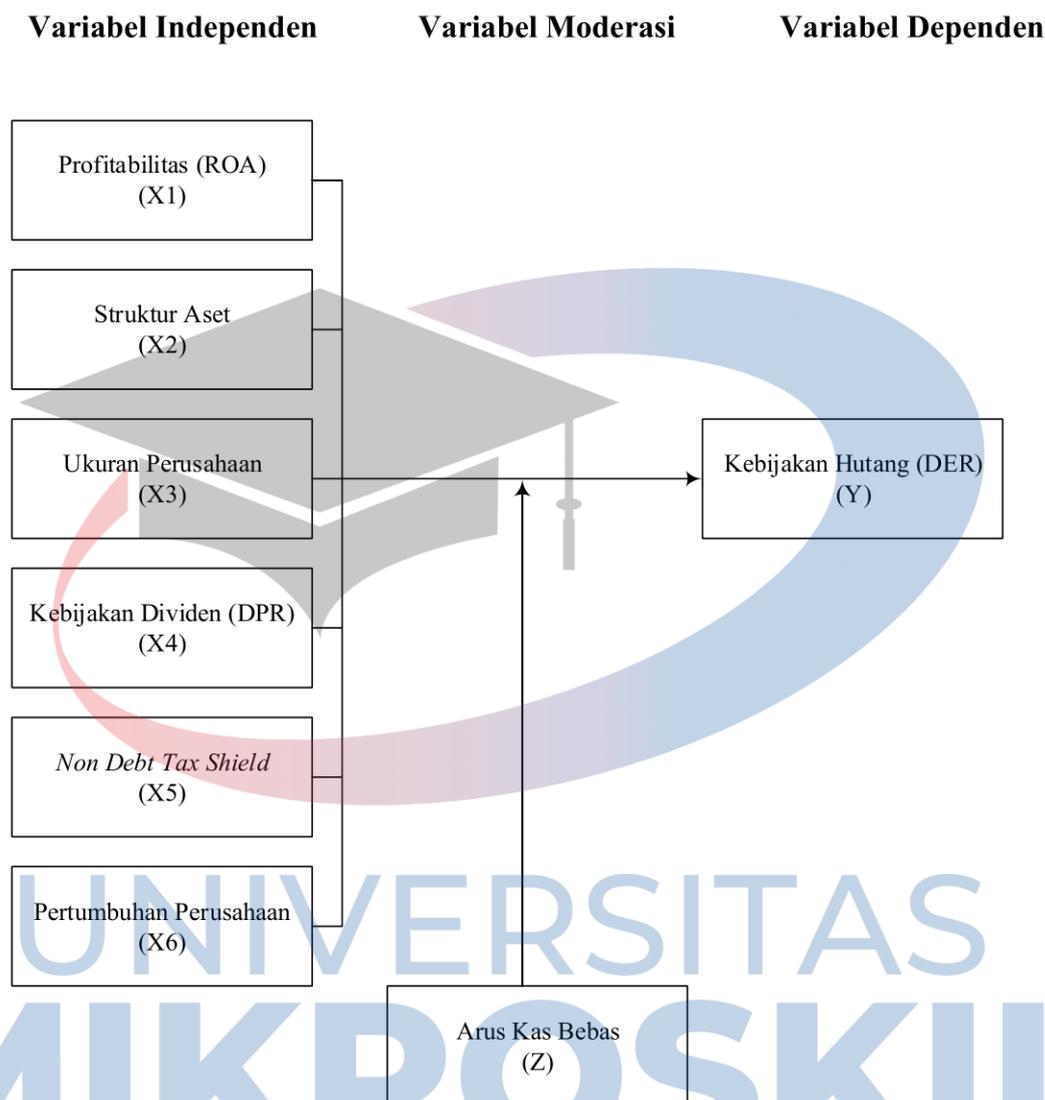
Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil yang diperoleh
Siti Tri Asiyah dan Khuzaini (2019) [7]	Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang	<u>Variabel Dependen:</u> Kebijakan Hutang <u>Variabel Independen:</u> a. Profitabilitas b. Struktur Aset c. Ukuran Perusahaan	<u>Secara Simultan:</u> Profitabilitas, struktur aset, dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. <u>Secara Parsial:</u> Profitabilitas, Struktur Aset dan Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.
Soraya dan Meiryandana Permasari (2017) [12]	Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan Publik	<u>Variabel Dependen:</u> Kebijakan Hutang <u>Variabel Independen:</u> a. <i>Non-Debt Tax Shield</i> b. Tangibilitas c. Profitabilitas d. Pertumbuhan e. Ukuran f. Kepemilikan manajerial g. Kepemilikan institusional h. Kebijakan dividen i. Risiko bisnis j. Set peluang investasi	<u>Secara Simultan:</u> <i>Non-debt tax shield</i> , tangibilitas, profitabilitas, pertumbuhan, ukuran, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, risiko bisnis, set peluang investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang. <u>Secara Parsial:</u> a. Tangibilitas, pertumbuhan, ukuran, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. b. <i>Non-debt tax shield</i> , profitabilitas, dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. c. Kepemilikan manajerial, risiko bisnis, dan set peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
Sri Wahyuni, Muhammad Ahyaruddin, dan Mizan Asnawi (2016) [8]	Pengaruh Struktur Aset, Profitabilitas, Kebijakan Dividen Dan Tarif Pajak Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011 - 2014)	<u>Variabel Dependen:</u> Kebijakan Hutang <u>Variabel Independen:</u> a. Struktur Aset b. Profitabilitas c. Kebijakan Dividen d. Tarif Pajak	<u>Secara Simultan:</u> Struktur aset, profitabilitas, kebijakan dividen, dan tarif pajak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. <u>Secara Parsial:</u> a. Struktur aset, profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. b. Kebijakan dividen, tarif pajak tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Tabel 2.1 Sambungan

Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil yang diperoleh
Suci Ramadhani dan Andreani Caroline Barus (2018) [6]	Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Sektor Utama yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2014	<u>Variabel Dependen:</u> Kebijakan Hutang <u>Variabel Independen:</u> a. Profitabilitas b. Arus Kas Bebas c. Pertumbuhan Penjualan d. Ukuran Perusahaan e. Likuiditas f. Kepemilikan institusional	<u>Secara Simultan:</u> Profitabilitas, arus kas bebas, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, likuiditas, kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. <u>Secara Parsial:</u> a. Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. b. Arus Kas Bebas, likuiditas, kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. c. Profitabilitas dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
Zefriyenni, Vivi Nila Sari, Selvida Utami (2019) [11]	Korelasi Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur	<u>Variabel Dependen:</u> Kebijakan Hutang <u>Variabel Independen:</u> a. Kebijakan Dividen b. Ukuran Perusahaan c. Profitabilitas	<u>Secara Simultan:</u> Kebijakan dividen, ukuran perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. <u>Secara Parsial:</u> a. Ukuran perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang b. Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang

2.3 Kerangka Konseptual

Berikut adalah kerangka konseptual pada penelitian ini:



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual

Dalam penelitian ini variabel dependen adalah kebijakan hutang. Sedangkan variabel moderasi dalam penelitian ini adalah arus kas bebas. Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur aset, profitabilitas diproksikan dengan *Return On Assets* (ROA), kebijakan dividen diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), *non-debt tax shield*, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan.

2.4 Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang dengan Arus Kas Bebas sebagai Variabel Moderasi

Profitabilitas menggambarkan tingkat efisiensi dan efektivitas operasi perusahaan dalam memperoleh laba. Profitabilitas dalam penelitian ini menggunakan proksi *Return On Assets* (ROA). *Return On Assets* merupakan rasio yang menunjukkan seberapa besar kontribusi aset dalam menciptakan laba bersih. Dengan kata lain, rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah laba bersih yang akan dihasilkan dari setiap rupiah dana yang tertanam dalam total aset [20]. Semakin tinggi *Return on Assets* (ROA) maka kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan cenderung rendah karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan menggunakan pendanaan yang dihasilkan secara internal. Penelitian terdahulu menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang [7].

Ketika arus kas bebas tinggi maka pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang akan semakin meningkat. Hal ini dikarenakan arus kas bebas yang tinggi mencerminkan perusahaan memiliki sisa kas yang dapat dimanfaatkan untuk diinvestasikan pada aset tetap untuk menunjang kegiatan operasional. Jika aset digunakan secara efisien maka dapat memperbesar laba sehingga meningkatkan kepercayaan kreditur terhadap kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang dan para kreditur berminat untuk memberikan pinjaman maka kebijakan hutang perusahaan meningkat. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{1a} : Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H_{2a} : Arus kas bebas mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan hutang.

2.4.2 Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang dengan Arus Kas Bebas sebagai Variabel Moderasi

Struktur aset menggambarkan jumlah aset yang dimiliki perusahaan, baik aset lancar maupun aset tetap. Perusahaan yang mempunyai aktiva atau aset tetap yang lebih besar, apabila digabungkan dengan adanya tingkat permintaan produk yang stabil, akan menggunakan hutang yang lebih besar [16]. Perusahaan yang memiliki aset yang besar dapat digunakan sebagai jaminan untuk melakukan kebijakan hutang. Semakin besar aset yang dimiliki perusahaan maka akan semakin mudah perusahaan tersebut dalam memenuhi kebutuhan pendanaan dari pihak eksternal karena semakin tinggi nilai aset perusahaan, maka semakin tinggi pula kemampuan perusahaan dalam melakukan kebijakan hutang dan melunasinya. Penelitian terdahulu menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang [8].

Semakin tinggi arus kas bebas maka pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang akan semakin meningkat. Hal ini dikarenakan arus kas bebas yang tinggi memiliki sisa kas dari aktivitas operasional yang dapat digunakan untuk membeli aset, sehingga aset perusahaan bertambah dan dapat dimanfaatkan sebagai jaminan untuk mendapatkan sumber pendanaan eksternal yang lebih besar, sehingga meningkatkan kebijakan hutang perusahaan. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{1b} : Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H_{2b} : Arus kas bebas mampu memoderasi hubungan antara struktur aset dengan kebijakan hutang.

2.4.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang dengan Arus Kas Bebas sebagai Variabel Moderasi

Ukuran perusahaan menggambarkan tinggi rendahnya aktivitas operasi perusahaan. Perusahaan yang besar dianggap mempunyai risiko yang lebih kecil, dibandingkan dengan perusahaan yang berukuran kecil. Alasannya adalah karena perusahaan yang besar dianggap lebih mempunyai akses ke pasar modal, sehingga mempunyai Beta yang lebih kecil [30]. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan karena kemudahan mengakses pasar modal menyebabkan perusahaan memiliki kemampuan untuk mendapat dana lebih

banyak. Penelitian terdahulu menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang [6].

Ketika arus kas bebas tinggi maka pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang akan semakin meningkat. Hal ini dikarenakan arus kas bebas yang tinggi menandakan perusahaan dapat menambah kapasitas produksi menjadi semakin besar. Jika ukuran perusahaan semakin besar maka perusahaan akan lebih mudah mendapatkan pendanaan yang berasal dari eksternal dengan alasan bahwa perusahaan besar sudah memiliki reputasi yang baik di mata investor sehingga kebijakan hutang perusahaan meningkat. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{1c} : Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H_{2c} : Arus kas bebas mampu memoderasi hubungan antara ukuran perusahaan dengan kebijakan hutang.

2.4.4 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang dengan Arus Kas Bebas sebagai Variabel Moderasi

Kebijakan dividen menggambarkan jumlah laba yang akan dibayarkan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Besar kecilnya dividen yang dibayarkan perusahaan akan mempengaruhi sumber dana internal perusahaan, yaitu laba ditahan. Semakin besar dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, semakin kecil laba yang ditahan, dan sebaliknya [15]. Pembayaran dividen umumnya membutuhkan dana yang besar. Semakin besar jumlah dividen yang dibagikan maka akan meningkatkan kebijakan hutang perusahaan karena pembayaran dividen akan mengurangi sumber dana perusahaan. Penelitian terdahulu menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang [10].

Semakin tinggi arus kas bebas maka pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang akan semakin meningkat. Hal ini dikarenakan arus kas bebas yang tinggi dapat digunakan untuk pembayaran dividen tersebut. Perusahaan yang memiliki kebijakan dividen yang tinggi akan mengakibatkan perusahaan membutuhkan penambahan dana lebih banyak untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Perusahaan membutuhkan pendanaan yang lebih agar aliran kas

perusahaan tetap stabil sehingga kebijakan hutang perusahaan meningkat. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{1d}: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H_{2d}: Arus kas bebas mampu memoderasi hubungan antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang.

2.4.5 Pengaruh *Non-Debt Tax Shield* Terhadap Kebijakan Hutang dengan Arus Kas Bebas sebagai Variabel Moderasi

Setiap perusahaan diharuskan membayar pajak atas laba yang diperolehnya. Selain keuntungan pajak berupa *debt tax shield*, perusahaan juga mendapat keuntungan pajak lain yang disebut *non-debt tax shield*. Keuntungan pajak selain dari *debt tax shield* berupa depresiasi dan dana pensiun [16]. Semakin tinggi nilai *non-debt tax shield* maka semakin besar nilai depresiasi yang memberikan manfaat sebagai pengurang pajak, sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan kebijakan hutang untuk memperoleh manfaat tersebut. Penelitian terdahulu menyatakan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh terhadap kebijakan hutang [12].

Ketika arus kas bebas tinggi maka pengaruh *non-debt tax shield* terhadap kebijakan hutang akan semakin meningkat. Hal ini dikarenakan arus kas bebas yang tinggi menandakan perusahaan mampu membeli aset tetap yang dapat menunjang kegiatan operasional perusahaan. Semakin tinggi aset tetap yang dimiliki maka nilai depresiasi yang dimanfaatkan sebagai keuntungan pajak semakin besar sehingga laba perusahaan meningkat, dengan demikian para investor akan tertarik berinvestasi dan menyebabkan kebijakan hutang mengalami peningkatan. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{1e}: *Non debt tax shield* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H_{2e}: Arus kas bebas mampu memoderasi hubungan antara *non debt tax shield* dengan kebijakan hutang.

2.4.6 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang dengan Arus Kas Bebas sebagai Variabel Moderasi

Pertumbuhan perusahaan diukur dari perubahan total aset. Pertumbuhan perusahaan menunjukkan kenaikan nilai di satu periode relatif terhadap periode sebelumnya [17]. Pertumbuhan perusahaan menandakan perusahaan melakukan ekspansi, dimana ekspansi membutuhkan pendanaan yang cukup besar. Pertumbuhan diharapkan agar perusahaan dapat terus tumbuh dan berkembang. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar dana yang dibutuhkan perusahaan dalam melakukan ekspansi sehingga untuk memenuhi kebutuhan pendanaan tersebut perusahaan akan melakukan kebijakan hutang. Penelitian terdahulu menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang [12].

Ketika arus kas bebas tinggi maka pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang akan semakin meningkat. Hal ini dikarenakan arus kas bebas yang tinggi menandakan perusahaan memiliki sisa kas yang dapat mendanai kebutuhan perusahaan yang sedang berkembang dalam melakukan ekspansi ataupun penambahan aset. Jika pertumbuhan perusahaan tinggi maka membutuhkan pendanaan yang lebih besar untuk menjaga kestabilan aliran kas perusahaan sehingga kebijakan hutang perusahaan meningkat. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{1f}: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H_{2f}: Arus kas bebas mampu memoderasi hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan kebijakan hutang.