



Hak cipta dan penggunaan kembali:

Lisensi ini mengizinkan setiap orang untuk menggubah, memperbaiki, dan membuat ciptaan turunan bukan untuk kepentingan komersial, selama anda mencantumkan nama penulis dan melisensikan ciptaan turunan dengan syarat yang serupa dengan ciptaan asli.

Copyright and reuse:

This license lets you remix, tweak, and build upon work non-commercially, as long as you credit the origin creator and license it on your new creations under the identical terms.

BAB II

TELAAH LITERATUR

2.1 *Agency Theory*

Teori keagenan merupakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang dipakai selama ini. Teori tersebut berakar dari sinergi teori ekonomi, teori keputusan, sosiologi, dan teori organisasi. Prinsip utama teori ini menyatakan bahwa adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (prinsipal), yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agensi), yaitu manajer, dalam bentuk kontrak kerja sama yang disebut *nexus of contract*. Perbedaan kepentingan ekonomis ini bisa saja disebabkan ataupun menyebabkan timbulnya informasi asimetri (kesenjangan informasi) antara pemegang saham (*stakeholders*) dan organisasi (Susanto, 2011).

Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik modal akan memunculkan adanya permasalahan antar kepentingan (*conflict of interest*). Sebagai *agent* dari pemilik, manajemen seharusnya bertindak untuk kemakmuran pemilik, namun karena risiko yang mungkin akan diterima oleh manajemen, maka dalam pengambilan keputusannya manajemen juga mempertimbangkan kepentingannya. Perbedaan kepentingan ini akan memunculkan masalah-masalah keagenan (*agency problem*). Menurut Myers (1977) dalam Hardiningsih dan Oktaviani (2012), hubungan keagenan merupakan hubungan yang rawan konflik. Konflik ini terjadi karena

pemilik modal selalu berusaha menggunakan dana sebaik-baiknya, sedangkan manajer cenderung mengambil keputusan untuk memaksimalkan keuntungan yang sering bertentangan dan mengutamakan kepentingannya sendiri.

Nuraina (2012) mengatakan bahwa teori ini menjelaskan bahwa pemegang saham sebagai pemilik (prinsipal) mendelegasikan tugas dan wewenang kepada manajemen (agen) untuk mengelola perusahaan. Pemegang saham sebagai pemilik berada di luar perusahaan, sehingga tidak dapat sepenuhnya mengawasi kinerja perusahaan, sedangkan manajemen berada dalam perusahaan, sehingga lebih mengetahui akan kondisi perusahaan yang sesungguhnya. Sebagai bentuk pertanggungjawaban atas pengelolaan sumber daya perusahaan, manajemen menerbitkan laporan keuangan yang bertujuan memberikan informasi kepada pemilik perusahaan dan para pemakai laporan keuangan lainnya.

Menurut Brigham dan Houston (2006) dalam Hardiningsih dan Oktaviani (2012) *agency problem* akan terjadi ketika proporsi kepemilikan manajer atas saham suatu perusahaan kurang dari 100% saham perusahaan. Hal ini membuat manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Kondisi tersebut merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan. Oleh karena itu manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

Teori keagenan mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Pemegang saham sebagai prinsipal diasumsikan

hanya tertarik kepada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka dalam perusahaan, sedangkan para agen diasumsikan hanya tertarik kepada penerimaan kepuasan berupa kompensasi keuangan dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut. Karena perbedaan kepentingan ini masing-masing pihak berusaha memperbesar keuntungan bagi diri sendiri. Prinsipal menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasinya, yang salah satunya dicerminkan dengan kenaikan porsi dividen dari tiap saham yang dimiliki. Agen menginginkan kepentingannya diakomodasi dengan pemberian kompensasi/bonus/insentif yang memadai dan sebesar-besarnya atas kinerjanya. Dalam hal ini, pihak prinsipal menilai prestasi dari agen berdasarkan kemampuannya memperbesar laba untuk dialokasikan pada pembagian dividen. Semakin tinggi laba, harga saham dan dividen yang dibagikan akan semakin tinggi, maka agen dianggap memiliki kinerja yang baik sehingga layak mendapat insentif yang tinggi (Wahyudiharto, 2009) dalam (Susanto, 2011).

Konsentrasi kepemilikan bisa memicu terjadinya risiko ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ekspropriasi adalah proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens et al., 2000b) dalam Nuraina (2012). Nuraina (2012) mengatakan bahwa ada beberapa kebijakan yang dapat menimbulkan ekspropriasi, seperti kebijakan operasi perusahaan (gaji dan tunjangan yang tinggi, bonus dan kompensasi yang besar, dana pensiun yang tinggi, dan dividen tidak dibagikan), kebijakan kontraktual (harga transfer yang lebih murah kepada perusahaan yang

berada dalam pihak pengendali dan penjualan aktiva kepada pihak lain dengan harga yang lebih murah dari harga pasar).

Sebaliknya pihak agensi-pun berusaha untuk memenuhi tuntutan prinsipal agar mendapat kompensasi yang tinggi. Apabila tidak ada pengawasan yang memadai, maka agensi dapat memainkan beberapa kondisi perusahaan agar seolah-olah target tercapai. Permainan tersebut bisa atas prakarsa dari prinsipal ataupun inisiatif agen, maka munculah *creative accounting* yang menyalahgunakan aturan, misalnya adanya piutang yang tidak mungkin tertagih yang tidak dihapuskan, kapitalisasi beban (*expense*) yang tidak semestinya, pengakuan penjualan yang tidak semestinya, yang pada akhirnya berdampak pada laporan posisi keuangan yang akan membuat laporan keuangan terlihat sangat baik walaupun tidak seperti keadaan yang sebenarnya. Hal lain yang dapat dilakukan adalah dengan *income smoothing* (membagikan keuntungan ke periode lain) agar setiap tahun perusahaan terlihat meraih keuntungan, meskipun kenyataannya perusahaan merugi atau laba turun (Wahyudiharto, 2009) dalam (Susanto, 2011).

2.2 Pecking Order Theory

Teori ini dikemukakan oleh Myers dan Majuf dalam *Pecking Order Theory (POT)* pada tahun 1984. Perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal yaitu dari laba ditahan terlebih dahulu, daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Ketika perusahaan tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal akan dipilih sebagai alternatifnya.

Jika dana eksternal dibutuhkan, maka perusahaan akan lebih cenderung menggunakan utang daripada ekuitas (Siregar, 2005) dalam Joni dan Lina (2010).

Myers dan Majluf (1984) dalam Hardiningsih dan Oktaviani (2012) mengatakan bahwa *Pecking Order Theory* menjelaskan suatu perusahaan menentukan hirarki sumber dana yang paling disukai. Teori ini mendasarkan pada adanya teori asimetrik, yaitu suatu situasi dimana pihak manajemen memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan daripada pemilik modal. Informasi asimetrik ini mempengaruhi pilihan antara penggunaan dana internal atau dana eksternal dan antara pilihan penambahan utang baru atau dengan melakukan penerbitan saham baru.

Siregar (2005) dalam Joni dan Lina (2010), ada empat alasan yang mendasari Myers dalam *Pecking Order Theory* yang memprediksi perusahaan lebih mengutamakan utang daripada modal saham saat pendanaan eksternal dibutuhkan, yaitu (1) pasar menderita kerugian karena adanya asimetri informasi antara manajemen dan pasar, karena manajemen cenderung tertarik untuk menerbitkan saham baru saat *overpriced* sedangkan penerbitan saham baru akan menyebabkan harga saham turun, (2) utang dan saham sama-sama membutuhkan biaya transaksi bagi perusahaan yang menerbitkan, namun biaya transaksi utang relatif lebih kecil dibandingkan dengan saham, (3) perusahaan mendapatkan manfaat pajak dengan mengeluarkan sekuritas utang, yang diperoleh dari biaya bunga yang dapat dibebankan sebagai pengurang penghasilan kena pajak, (4) kontrol manajemen, dalam hal ini *insider ownership*, dapat dipertahankan apabila perusahaan menerbitkan sekuritas utang.

Asumsi *Pecking Order Theory* oleh Brealy dan Myers (1996), p. 500 dalam Hardiningsih dan Oktaviani (2012) adalah (1) perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, (2) perusahaan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan kesempatan investasi dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar, (3) pembayaran dividen yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal terkadang berlebih ataupun kurang untuk berinvestasi, (4) apabila pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan memilih menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu dimulai dari penerbitan obligasi, obligasi yang dapat dikonversi menjadi modal sendiri, dan pada akhirnya menerbitkan saham baru.

Sunder dan Myers (1992) mengatakan, bahwa dalam bentuk yang paling sederhana, *pecking order model* dalam pendanaan perusahaan menjelaskan bahwa ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup mendanai investasi dan dividen, perusahaan akan menerbitkan utang. Saham tidak akan pernah diterbitkan untuk mendanai hal tersebut, kecuali biaya *financial distress* perusahaan tinggi dan perusahaan hanya dapat menerbitkan *junk debt*. Oleh karena itu, kesimpulan dari teori ini adalah struktur pendanaan suatu perusahaan mengikuti suatu hirarki, dimulai dari sumber dana termurah dan termudah, yaitu dari dana internal hingga penerbitan saham baru sebagai sumber terakhir. Penggunaan dana internal akan lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Hal ini disebabkan karena pendanaan internal tidak menimbulkan biaya modal.

2.3 Miller and Modigliani Theory

Teori struktur modal modern dimulai oleh Franco Modigliani dan Merton H. Miller pada tahun 1958 (Joni dan Lina, 2010). Modigliani-Miller (1958) dalam Joni dan Lina (2010) menyatakan bahwa rasio utang tidak relevan dan tidak ada struktur modal yang optimal. Nilai perusahaan bergantung pada arus kas yang akan dihasilkan dan bukan pada rasio utang. Inti dari teori ini adalah tidak ada rasio utang yang optimal dan rasio utang tidak menjelaskan nilai perusahaan. Asumsi yang digunakan dalam teori ini adalah tidak ada pajak, tidak ada asimetri informasi, dan tidak ada biaya transaksi.

Dimitri & Sumina (2013), di dalam teori Modigliani dan Miller pasar modal dianggap sebagai pasar yang sempurna, dimana tidak ada biaya transaksi dan biaya kebangkrutan, informasi dianggap mudah didapat, perusahaan dan individu dapat meminjam dengan bunga yang sama, tidak adanya pajak, dan keputusan investasi tidak berpengaruh dengan keputusan keuangan perusahaan. Menurut teori ini keputusan akan struktur modal perusahaan dianggap tidak relevan dalam maksimalisasi nilai perusahaan, namun karena pada kenyataannya pasar tidak sempurna, maka keputusan yang diambil mengenai struktur modal akan berpengaruh pada nilai perusahaan.

Frensidy (2008) dalam Joni dan Lina (2010), teori ini dianggap kurang relevan, karena adanya pengurangan pajak penghasilan atas penggunaan utang, kondisi pasar yang memiliki asimetri informasi, serta biaya transaksi dalam pasar modal yang tidak dimasukkan ke dalam teori Modigliani-Miller. Hartono (2004) dalam Joni dan Lina (2010), sisi positif dari utang adalah utang menurunkan biaya

keagenan. Penggunaan utang juga akan mendisiplinkan manajemen untuk tidak sembarangan menggunakan aktiva perusahaan untuk kepentingannya, karena pengawasan oleh kreditur biasanya jauh lebih ketat dan efektif daripada pengawasan oleh pemegang saham di luar perusahaan yang informasinya relatif terbatas.

Pada tahun 1963, Modigliani dan Miller menerbitkan artikel sebagai lanjutan teori Modigliani dan Miller (MM) tahun 1958. Asumsi teori MM ini telah diubah dengan adanya pajak terhadap penghasilan perusahaan. Dengan adanya pajak ini, teori MM menyimpulkan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena biaya bunga utang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (Dimitri & Sumani, 2013).

2.4 Trade-off Theory

Marsh (1982) dalam Joni dan Lina (2010), mengembangkan teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller. Teori ini menyatakan bahwa setiap perusahaan dapat menentukan target rasio utang (*leverage*) yang optimal. Rasio utang yang optimal ditentukan berdasarkan perimbangan antara manfaat dan biaya kebangkrutan karena perusahaan memiliki utang. Secara prinsip, perusahaan membutuhkan pendanaan ekuitas baru apabila rasio utang perusahaan tersebut di atas target dan menambah utang baru apabila rasio utang perusahaan tersebut masih di bawah target. Perusahaan tidak akan mencapai nilai optimal apabila semua pendanaan adalah utang atau jika tidak ada utang sama sekali.

Siregar (2005) dalam Joni dan Lina (2010) mengatakan utang menyebabkan perusahaan memperoleh manfaat pajak, sedangkan biaya kebangkrutan merupakan biaya administrasi, biaya hukum, biaya keagenan, dan biaya pengawasan untuk mencegah perusahaan mengalami kebangkrutan. Joni dan Lina (2010) menambahkan, sedangkan nilai optimal adalah titik yang menunjukkan manfaat pajak atas setiap tambahan rupiah utang sama besar dengan kenaikan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) atas penambahan utang tersebut.

Akan tetapi, teori ini memiliki kelemahan, yaitu mengabaikan adanya asimetri informasi dan besarnya biaya untuk melakukan substitusi utang ke ekuitas atau ekuitas ke utang. *Trade-off theory* mengasumsikan bahwa investor dan manajemen memiliki informasi yang sama. Hal ini tidak dapat diterima, karena sulit bagi investor untuk mendapatkan informasi dengan porsi yang sama dengan pihak manajemen. Hal ini menghambat kemampuan perusahaan untuk melakukan penambahan dana dengan mengandalkan penerbitan saham baru.

Myers (1984) dalam Dimitri dan Sumani (2013) menyatakan bahwa semakin besar penggunaan utang, semakin besar keuntungan dari penggunaan utang, tetapi *present value* dari biaya *financial distress* dan *present value* dari *agency cost* juga meningkat, bahkan dapat lebih besar. Kesimpulan dari teori ini adalah penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya sampai kondisi tertentu.

2.5 Kebijakan Utang

Menurut Weygandt et al. (2013), utang atau liabilitas dibagi menjadi 2 jenis, yaitu utang lancar (*current liabilities*) dan utang tidak lancar (*non-current liabilities*). Yang termasuk utang lancar adalah utang usaha/*account payable*, utang wesel/*notes payable* (dalam jangka waktu 1 tahun), utang pajak/*sales taxes payable*, dan pekerjaan yang belum dilakukan/*unearned revenue*, sedangkan yang termasuk utang tidak lancar adalah obligasi/*bonds* dan utang wesel/*notes payable* (lebih dari 1 tahun).

Berdasarkan Brigham & Houston (2011) dalam Siregar dan Wiksuana (2015), penggunaan utang memiliki tiga dampak penting bagi perusahaan. Pertama, penggunaan utang menyebabkan pemegang saham dapat mengendalikan perusahaan dengan jumlah investasi ekuitas yang terbatas. Hal ini meminimalkan adanya informasi asimetris dan sinyal-sinyal negatif yang rentan timbul di antara investor apabila perusahaan menggunakan modal yang bersumber dari ekuitas. Kedua, ekuitas atau dana yang diinvestasikan oleh pemegang saham dapat dipandang sebagai batas pengaman oleh kreditor. Apabila perusahaan tidak mampu membayar utangnya, maka ekuitas dapat digunakan untuk membayar utang tersebut. Hal ini juga menunjukkan bahwa penggunaan utang 100% tidaklah baik. Ketiga, jika hasil yang diperoleh dari aset perusahaan lebih tinggi daripada tingkat bunga yang dibayarkan, maka penggunaan utang akan meningkat atau memperbesar pengembalian atas ekuitas. Adanya bunga yang harus dibayarkan sebagai biaya modal atas utang menyebabkan jumlah pajak yang dibayarkan berkurang.

Dharmastuti *et al* (2003) dalam Nuraina (2012) menyatakan bahwa utang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan penggunaan utang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari utang tersebut, yaitu dalam bentuk bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Hal ini dikarenakan perusahaan harus melunasi kewajibannya terhadap kreditur atas bunga dari utang atau melakukan pembayaran utang yang jatuh tempo sebelum membagikan dividen kepada pemegang saham.

Kebijakan utang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan ini berkaitan dengan struktur modal karena utang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai beresiko apabila memiliki porsi utang yang lebih besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan utang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Mamduh, 2004) dalam (Narita, 2012).

Tingkat penggunaan utang dari suatu perusahaan dapat diukur menggunakan rasio *leverage*, yaitu *Debt Equity Ratio (DER)*, dengan membandingkan jumlah utang perusahaan dengan jumlah total ekuitas perusahaan, dan *Debt to Total Assets Ratio (DTA)*, dengan membandingkan jumlah utang perusahaan dengan jumlah total aset yang dimiliki perusahaan. Akan

tetapi, dalam penelitian ini digunakan *Debt to Total Assets Ratio (DTA)* untuk mengukur besarnya tingkat kebijakan utang perusahaan. *Debt to Total Assets Ratio (DTA)* menurut Widjaja (2014) adalah perbandingan yang bertujuan untuk mengukur seberapa besar suatu perusahaan dibiayai oleh utang. Menurut Weygandt et al. (2013), *Debt to Total Assets Ratio (DTA)* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Debt to Total Assets (DTA)} = \frac{\text{Total Debts}}{\text{Total Assets}}$$

Total Debts atau total liabilitas merupakan utang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomik (IAI, 2014), sedangkan *Total Assets* merupakan seluruh sumber daya yang dimiliki suatu perusahaan (Weygandt et al., 2013). Perusahaan menggunakan aset-asetnya dalam melakukan kegiatan usahanya, seperti produksi dan penjualan. Karakteristik umum yang dimiliki aset adalah kemampuan untuk memberikan manfaat atau keuntungan di masa yang akan datang, yang pada hal ini adalah penerimaan uang (*cash inflow*). Liabilitas merupakan klaim terhadap aset, yaitu seluruh utang dan obligasi yang ada. Perusahaan biasanya melakukan peminjaman uang dan pembelian barang dagang secara kredit (Weygandt et al., 2013)

Nuraina (2012) mengatakan bahwa kemampuan perusahaan mengelola utang merupakan salah satu penarik minat investor. Untuk memperoleh persepsi positif dari investor yang akhirnya dapat meningkatkan harga saham, pihak

manajemen akan menggunakan *leverage* pada tingkat yang optimal. Penggunaan *leverage* yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan akan menyebabkan biaya bunga semakin besar sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar pula.

Modigliani dan Miller (1999) dalam Nuraina (2012) berpendapat bahwa bila ada pajak penghasilan, maka penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena biaya bunga utang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). Namun demikian, pendapat Modigliani dan Miller tersebut belum mempertimbangkan *financial distress* dan *agency cost*. Perusahaan yang membayar pajak yang tinggi lebih baik menggunakan utang dibandingkan perusahaan yang membayar pajak rendah. Penggunaan utang yang terlalu tinggi akan memunculkan resiko kebangkrutan dan biaya keagenan yang tinggi. Sehingga dapat disimpulkan bahwa peningkatan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi pada titik tertentu penggunaan utang yang terlalu tinggi akan menyebabkan penurunan nilai perusahaan.

2.6 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah para pemegang saham yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai dewan komisaris atau direktur (Susanto, 2011). Dalam suatu perusahaan, seorang manajer yang diberikan kepercayaan oleh para pemegang saham untuk mengelola dan menjalankan perusahaan merupakan kunci kesuksesan perusahaan. Manajer memegang peranan penting dalam proses pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kegiatan-

kegiatan utama perusahaan, termasuk dalam hal pencarian dana dan bagaimana memanfaatkan dana tersebut (Wahidawati, 2002) dalam (Yenatie dan Destriana, 2010).

Masdupi (2005) dalam Susanto (2011), mengatakan bahwa langkah memberikan bagian kepemilikan saham bagi para manajer ditujukan untuk (1) menarik dan mempertahankan manajer yang potensial dan (2) untuk mengarahkan tindakan manajer agar mendekati kepentingan pemegang saham, terutama untuk memaksimalkan harga saham. Hardiningsih dan Oktaviani (2012), kepemilikan manajerial juga merupakan cara untuk mengurangi *agency cost*, yaitu dengan mengajak para manajer untuk ikut menjadi pemilik modal perusahaan, sehingga keputusan keuangan yang diambil oleh para manajer yang sekaligus merupakan pemegang saham akan berakibat pula kepada mereka sendiri. Kepemilikan manajerial akan menimbulkan suatu pengawasan tersendiri terhadap kebijakan yang akan diambil oleh perusahaan, termasuk kebijakan utang.

Dalam penelitian ini, kepemilikan manajerial diukur dengan rasio yang membandingkan antara saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dengan jumlah lembar saham perusahaan yang beredar di pasar. Menurut Kohardinata dan Herdinata (2013), kepemilikan manajerial dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Manajerial (KM)} = \frac{\text{Total Management's Shares}}{\text{Outstanding Shares}}$$

Total management's stock adalah total saham yang dimiliki oleh manajer (Kohardinata dan Herdinata, 2013), sedangkan menurut Weygandt et al. (2013),

outstanding shares adalah “*shares that have been issued and are being held by shareholders*” yang diartikan “saham yang telah diterbitkan dan dikuasai oleh pemegang saham.”

Menurut Masdupi (2005) dalam Yenatie dan Destriana (2010), dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer, maka manajer akan dapat merasakan secara langsung akibat dari pengambilan keputusan yang diambil sehingga manajer tidak mungkin bertindak secara oportunistik. Yenatie dan Destriana (2010) mengatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan, karena semakin besar persentase kepemilikan manajer dalam suatu perusahaan maka manajer tersebut akan turut merasakan dampak dari pengambilan keputusan yang dibuatnya sebagai salah satu pemegang saham perusahaan. Hal ini dapat menyelaraskan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sehingga dapat mengurangi konflik keagenan. Manajer akan lebih berhati-hati untuk membuat keputusan dalam mengolah perusahaan, termasuk dalam menetapkan tingkat kebijakan utang perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka akan semakin kecil penggunaan utang untuk mendanai kebutuhan dana perusahaan.

Kohardinata dan Herdinata (2013) mengatakan bahwa pada perusahaan yang manajemennya memiliki persentase saham yang tinggi, manajemen akan lebih memilih membiayai investasinya dengan modal sendiri, karena membiayai investasi dengan modal sendiri akan memiliki *financial risk* yang lebih rendah daripada membiayai investasi dengan menggunakan utang. Hal ini dikarenakan jika perusahaan membiayai investasinya dengan modal sendiri, perusahaan tidak

perlu membayar bunga, sedangkan perusahaan yang membiayai investasinya dengan utang, perusahaan wajib membayar bunga kepada kreditur, sehingga jika perusahaan dalam kondisi kesulitan keuangan, beban yang ditanggung perusahaan akan semakin berat akibat beban bunga tersebut. Oleh karena itu, *managerial ownership* yang semakin tinggi akan membuat kekayaan pribadi manajemen semakin erat dengan kekayaan perusahaan. Maka dengan kondisi semacam ini manajemen akan berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya. Salah satu cara yang ditempuh adalah mengurangi risiko finansial perusahaan melalui penurunan tingkat utang perusahaan.

Kohardinata dan Herdinata (2013) dan Susanto (2011) memperoleh hasil bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Larasati (2011) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012) dan Yenieatie dan Destriana (2010) yang mengatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini mungkin disebabkan oleh masih rendahnya tingkat kepemilikan manajerial di perusahaan di Indonesia, menyebabkan *insiders* tidak memiliki cukup suara untuk menetapkan keputusan perusahaan. Berdasarkan teori yang telah diuraikan, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan.

2.7 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki institusi pada akhir tahun yang diukur dengan persentase (Erni, 2005) dalam (Nabela, 2012), sedangkan Baridwan (2004) dalam Fitriyah dan Hidayat (2011) mendefinisikan kepemilikan institusional sebagai proporsi saham yang dimiliki oleh suatu lembaga atau institusi pada akhir tahun. Jensen dan Meckling (1976) dalam Nabela (2012) mengatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Dengan adanya kepemilikan institusional yang semakin tinggi, menyebabkan kontrol eksternal terhadap perusahaan semakin kuat, sehingga dapat mengurangi biaya keagenan.

Adanya kepemilikan saham institusional oleh pihak eksternal akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal dari pihak luar terhadap manajer. Hal tersebut juga diungkapkan oleh Jensen (1986) dalam Nuraina (2012), bahwa investor institusional diduga lebih mampu untuk mencegah terjadinya manajemen laba dibanding dengan investor individual. Investor institusional dianggap lebih profesional dalam mengendalikan portofolio investasinya, sehingga lebih kecil kemungkinan mendapatkan informasi keuangan yang terdistorsi. Semakin besar persentase saham yang dimiliki investor institusional akan menyebabkan pengawasan yang dilakukan menjadi lebih efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan mengurangi *agency cost*.

Nuraina (2012) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses *monitoring* secara efektif, sehingga mengurangi tindakan manajemen dalam melakukan manajemen laba. Persentase saham yang dimiliki oleh institusional dapat mempengaruhi proses penyusunan laporan keuangan. Wardhani (2006) dalam Nuraina (2012) mengatakan bahwa nilai perusahaan akan lebih tinggi apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh lembaga keuangan yaitu bank. Hal ini disebabkan karena bank, sebagai pemilik perusahaan, akan menjalankan fungsi *monitoring* dengan lebih baik dan investor lebih percaya bahwa bank tidak akan melakukan tindakan ekspropriasi atas aset perusahaan. Ekspropriasi sendiri adalah tindakan menggunakan hak kontrol atau kendali terhadap seseorang/perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri. Selain itu, apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh bank, maka apabila perusahaan menghadapi masalah keuangan, perusahaan akan lebih mudah mendapatkan suntikan dana dari bank tersebut.

Dalam penelitian ini, kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan rasio yang membandingkan antara kepemilikan yang dimiliki oleh investor institusional dengan jumlah lembar saham perusahaan yang beredar di pasar. Menurut Kohardinata dan Herdinata (2013) dan Yenieatie dan Destriana (2010), kepemilikan institusional dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Institusional (KI)} = \frac{\text{Total Institutional's Shares}}{\text{Outstanding Shares}}$$

Total institutional's stock adalah total saham yang dimiliki oleh institusi (Kohardinata dan Herdinata, 2013). Menurut Horngren (2011), *outstanding shares* adalah “*the number of shares the shareholders own*” yang diartikan “jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham.”

Hutang merupakan salah satu cara untuk memperoleh dana dari pihak eksternal/kreditor (Yenatie dan Destriana, 2010). Menurut Gitman (2000) dalam Yenatie dan Destriana (2010), untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan yang dibiayai dengan utang karena dengan penggunaan utang hak pemegang saham tidak akan berkurang. Akan tetapi manajemen tidak menyukai pendanaan tersebut, karena penggunaan utang mengandung risiko yang cukup tinggi.

Kohardinata dan Herdinata (2013), Nuraina (2012), Nabela (2012), Murtiningtyas (2012), dan Larasati (2011), memperoleh hasil bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, sedangkan penelitian Narita (2012) memperoleh hasil bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan utang. Berdasarkan teori yang telah diuraikan, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₂: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan.

2.8 Kebijakan Dividen

Weygandt et al. (2013) mengatakan bahwa “*the distribution of cash or other assets to shareholders is called a dividend*” yang artinya adalah “pendistribusian

kas atau dalam bentuk aset lainnya kepada pemegang saham disebut dengan dividen.” Dividen yang dibagikan akan mengurangi jumlah laba ditahan perusahaan. Akan tetapi dividen bukanlah beban (*expense*). Dividen dapat memiliki 4 bentuk, yaitu kas, properti, *scrip* (perjanjian untuk membayar kas), dan saham. Dividen yang paling umum diberikan oleh perusahaan adalah dividen kas/*cash dividend*. Dalam laporan keuangan, dividen dapat ditunjukkan melalui 2 cara, yaitu (1) persentase dari *par value* (nilai nominal) saham dan (2) kas yang diperoleh dari setiap lembar saham. Laporan keuangan umumnya melaporkan dividen dalam kas yang diperoleh dari setiap lembar saham.

Bagi para investor atau pemegang saham, dividen merupakan salah satu keuntungan yang akan diperolehnya selain keuntungan lain yang berupa *capital gain*. Secara umum, dividen dapat diartikan sebagai bagian yang dibagikan oleh emiten/perusahaan kepada masing-masing pemegang saham. Kebijakan dividen ini akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan utang suatu perusahaan. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna menyebar jumlah dividen yang ditetapkan tersebut (Murni dan Andriana, 2007) dalam (Susanto, 2011).

Sedangkan menurut Brigham, et al. (1999) dalam Nabela (2012), dividen pada dasarnya merupakan bagian dari keuntungan perusahaan yang akan dibagikan kepada pemilik perusahaan atau investor. Kebijakan dividen adalah keputusan tentang apakah membagi laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali pada perusahaan. Sehingga kebijakan dividen merupakan suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan

yang akan diberikan kepada pemegang saham, dan seberapa besar yang diinvestasikan kembali atau ditahan dalam perusahaan. Menurut Murtiningtyas (2012), salah satu hal yang dapat mengurangi *agency cost* adalah dividen.

Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diukur menggunakan *dividend payout ratio*, dengan membandingkan dividen per lembar saham yang diperoleh pemegang saham dan laba per saham. Menurut Murtiningtyas (2012), *dividend payout ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earnings per Share}}$$

Dividend per share adalah “the amount of cash dividend which expressed in terms of dollars per share” yang diartikan “jumlah dividen kas yang dinyatakan dalam bentuk dollar (dalam penelitian ini menggunakan rupiah) per saham” (Ross et al., 2012). Menurut Weygandt et al. (2013) *earnings per share* adalah rasio yang mengukur laba bersih yang diperoleh dari setiap lembar saham. *Earnings per share (EPS)* dapat diperoleh dengan membagi laba bersih suatu periode dengan rata-rata jumlah lembar saham pada tahun yang bersangkutan.

Paramu (2006) dalam Joni dan Lina (2010) mengatakan bahwa pembagian dividen yang dilakukan perusahaan akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham serta menimbulkan ekspektasi positif. Hal ini akan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan dana melalui penerbitan sekuritas modal, sehingga berpotensi menurunkan porsi utang perusahaan. Yenatie dan Destriana (2010) mengatakan bahwa dengan adanya pembayaran dividen yang tetap

menyebabkan timbulnya suatu kebutuhan dana yang tetap setiap tahunnya sehingga kebutuhan dana perusahaan akan meningkat. Perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri karena pembayaran dividen akan meningkatkan kewajiban perusahaan dan pembayaran dividen umumnya dilakukan setelah perusahaan melakukan pembayaran terhadap bunga dan cicilan perusahaan. Oleh karena itu manajer akan lebih berhati-hati dan efisien dalam menggunakan utang.

Hasil penelitian Susanto (2011) dan Larasati (2012) menemukan bahwa adanya hubungan yang negatif dan signifikan antara kebijakan dividen dan kebijakan utang. Hasil penelitian Nabela (2012) menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan utang, sedangkan hasil penelitian Murtiningtyas (2012) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Berdasarkan teori yang telah diuraikan, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₃: Kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan.

2.9 Pertumbuhan Perusahaan (*Growth*)

Pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang dibandingkan dengan periode sebelumnya. Suatu perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang tinggi berarti perusahaan tersebut berhasil meningkatkan nilai perusahaan untuk menghasilkan keuntungan/laba (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Suatu perusahaan yang

sedang berada pada tahap pertumbuhan akan membutuhkan dana yang besar sehingga cenderung untuk menekan sebagian besar pendapatannya. Semakin besar pendapatan ditahan dalam perusahaan berarti semakin rendah dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham (Makmun, 2003) dalam (Yeniatie dan Destriana, 2010).

Tingkat pertumbuhan yang semakin cepat mengidentifikasikan bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi. Hal ini menyebabkan timbulnya kebutuhan dana yang besar. Untuk itu, perusahaan menggunakan berbagai cara untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut, salah satunya adalah dengan menggunakan utang. Pertumbuhan perusahaan yang besar mempunyai pengaruh positif terhadap utang perusahaan, karena suatu perusahaan yang sedang berada pada tahap pertumbuhan akan membutuhkan dana yang besar untuk melakukan ekspansi. Hal ini mendorong manajer untuk menggunakan utang dalam membiayai kebutuhan perusahaan (Yeniatie & Destriana, 2010).

Pertumbuhan perusahaan dapat diukur menggunakan beberapa rasio, seperti rasio pertumbuhan penjualan, rasio pertumbuhan aset, dan rasio pertumbuhan laba bersih. Akan tetapi, dalam penelitian ini digunakan rasio pertumbuhan aset untuk mengukur besarnya pertumbuhan perusahaan. Menurut Joni dan Lina (2010), pertumbuhan aset dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Growth (GRW)} = \frac{\text{Total Assets}_t - \text{Total Asset}_{t-1}}{\text{Total Assets}_{t-1}}$$

Menurut Godfrey et al. (2010), “*an asset is a resource controlled by the entity as a result of past events and from which future economic benefits are expected to flow to the entity*” yang diartikan “aset adalah sumber daya yang dikuasai oleh perusahaan/entitas atas kejadian di masa lalu dan diharapkan memberikan keuntungan ekonomis di masa depan kepada perusahaan.” Oleh karena itu, *total assets_t* merupakan seluruh aset yang dimiliki perusahaan pada suatu tahun dan *total assets_{t-1}* merupakan seluruh aset yang dimiliki perusahaan pada 1 tahun sebelumnya.

Modigliani dan Miller (1958) dalam Dimitri dan Sumani (2013) menemukan bahwa hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan keputusan struktur modal memiliki hubungan yang positif. Modigliani dan Miller menegaskan bahwa perusahaan yang sedang mengalami laju pertumbuhan yang tinggi tidak akan melakukan pembiayaan proyek dengan mengisukan saham dengan harga tertentu, karena harga ini tidak akan mengoptimalkan proyek tersebut. Sebaliknya, perusahaan akan membiayai proyek baru dengan utang dan setelah proyek tersebut telah terbukti menguntungkan dengan meningkatnya laba barulah perusahaan akan mengisukan saham dengan harga yang lebih tinggi.

Ang (1997) dalam Widjaja (2014) menyatakan bahwa aset adalah aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar aset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Suatu peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan peningkatan kepercayaan pihak luar (kreditur) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang

semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan kedalam perusahaan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan.

Yenatie dan Destriana (2010) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (*growth*) memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan, sedangkan Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (*growth*) memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil penelitian Widjaja (2014) dan Susanto (2011) mengatakan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Berdasarkan teori yang telah diuraikan, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₄: Pertumbuhan perusahaan (*Growth*) berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan.

2.10 Risiko Bisnis

Amiriyah dan Andayani (2014) mengatakan, risiko bisnis merupakan risiko yang timbul akibat ketidakpastian perusahaan dalam menghasilkan pendapatan di masa yang akan datang. Perusahaan harus memenuhi segala kewajiban yang timbul akibat pinjaman yang diperoleh perusahaan. Risiko bisnis suatu perusahaan dapat dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan struktur biaya operasionalnya. Perusahaan yang labanya berfluktuatif dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut sedang menghadapi risiko bisnis.

Menurut Junaidi (2006) dalam Yenieatie dan Destriana (2010), resiko bisnis adalah ketidakpastian atas proyeksi pendapatan di masa mendatang jika perusahaan tidak menggunakan utang. Perusahaan akan memiliki resiko bisnis yang rendah jika permintaan produk bersifat stabil, harga input dan produk cenderung tetap, harga dapat dengan mudah dinaikkan jika terjadi kenaikan biaya, dan persentase biaya bersifat variabel dan menurun jika produk dan penjualan mengalami penurunan.

Gitman (2003) dalam Joni dan Lina (2010) mengatakan bahwa resiko bisnis merupakan salah satu resiko yang dihadapi oleh perusahaan ketika menjalani kegiatan operasinya, yaitu kemungkinan ketidakmampuan perusahaan untuk mendanai kegiatan operasinya. Level resiko bisnis suatu perusahaan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan struktur biaya operasionalnya. Suatu perusahaan dinilai menghadapi resiko bisnis jika perusahaan menghasilkan laba yang berfluktuasi antara suatu periode ke periode yang lain.

Risiko bisnis sendiri dapat diukur menggunakan perbandingan rasio atas standar deviasi dari *earnings before interests and taxes (EBIT)* atau laba operasi sebelum beban bunga dan pajak dengan rata-rata laba operasi sebelum beban bunga dan pajak. Menurut Horne dan Wachowic (2005) dalam Miswanto (2013) resiko bisnis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Risiko Bisnis (RB)} = \frac{\text{std deviasi } \textit{earnings before interests and taxes}}{\textit{average earnings before interests and taxes}}$$

Menurut Subramanyam (2014), *Earnings before interest and income (EBIT)* atau *Operating Income* adalah “a measure of a company’s income from its normal activities” yang diartikan “pengukuran laba suatu perusahaan yang diperoleh dari aktivitas normal usaha.” *Operating income* ini tidak memperhitungkan akun-akun yang tidak berhubungan dengan kegiatan utama perusahaan, seperti keuntungan/kerugian dari kegiatan sampingan perusahaan, kerugian dari *impairment*/penurunan nilai aset, atau pendapatan dan beban lainnya.

Menurut Amiriya dan Andayani (2014), perusahaan yang memiliki risiko bisnis tinggi cenderung untuk mengurangi besaran pinjamannya. Begitu pula dengan Harjanti dan Tandelilin (2007) dalam Joni dan Lina (2010) berpendapat bahwa risiko bisnis perusahaan dapat digambarkan dengan mengukur fluktuasi dari laba perusahaan. Perusahaan yang mengalami fluktuasi laba menghadapi ketidakpastian kemampuan dalam hal mengumpulkan dana untuk melunasi pinjamannya kepada kreditur. Perusahaan yang memiliki banyak utang akan mengakibatkan meningkatnya risiko kebangkrutan yang dihadapi perusahaan, karena semakin banyak pula kewajiban yang harus dipenuhinya. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan berusaha menjaga porsi utangnya agar tidak membahayakan *going concern* perusahaan.

Penelitian Murtiningtyas (2012) memperoleh hasil bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Sedangkan penelitian Susanto (2011) dan Yeniatie dan Destriana (2010) memperoleh hasil bahwa risiko

bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang. Berdasarkan teori yang telah diuraikan, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₅: Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan.

2.11 Likuiditas

Weygandt et al. (2013) mengatakan “*liquidity ratio measure the short-term ability of the company to pay its maturing obligations and to meet unexpected needs for cash*” yang artinya adalah “rasio likuiditas mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan untuk mengembalikan/membayar kewajibannya dan untuk memenuhi kebutuhan akan kas.” Kreditor seperti bank dan pemasok/*supplier* merupakan pihak yang memiliki kepentingan terhadap likuiditas perusahaan.

Menurut Subramanyam (2014), likuiditas adalah kemampuan perusahaan meningkatkan jumlah kas dalam jangka waktu pendek untuk memenuhi kewajibannya. Likuiditas suatu perusahaan tergantung dari arus kas perusahaan dan keadaan aset lancar dan kewajiban lancarnya. Narita (2012), likuiditas merupakan aspek yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang harus segera dipenuhi. Dengan demikian, suatu perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi mampu dengan segera mengembalikan utang-utangnya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban lancar/jangka pendeknya.

Menurut Weygandt et al. (2013), tingkat likuiditas sebuah perusahaan dapat diukur menggunakan rasio likuiditas, yaitu (1) *current ratio* yang membandingkan aset lancar dengan utang lancar, (2) *acid-test ratio* yang

membandingkan kas, investasi jangka pendek, dan piutang dengan utang lancar, (3) *receivables turnover* yang membandingkan penjualan kredit bersih dengan rata-rata piutang bersih, dan (4) *inventory turnover* yang membandingkan harga pokok penjualan dengan rata-rata persediaan. Akan tetapi, penelitian ini menggunakan *current ratio* untuk mengukur besarnya tingkat likuiditas perusahaan. *Current ratio* menunjukkan sampai sejauh mana tagihan-tagihan jangka pendek dari para kreditur dapat dipenuhi dengan aset yang diharapkan akan dikonversi menjadi uang tunai dalam waktu dekat. Menurut Weygandt et al. (2013), *current ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio (CR)} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Current Assets adalah seluruh aset perusahaan yang dapat dengan mudah dikonversi menjadi kas atau dipakai dalam waktu 1 tahun. Pada umumnya, aset lancar meliputi biaya dibayar dimuka/*prepaid expenses* (asuransi dan perlengkapan), persediaan/*inventories*, piutang/*receivables* dalam jangka waktu 1 tahun (piutang usaha, piutang wesel, dan piutang bunga), investasi jangka pendek/*short-term investment*, dan kas. *Current Liabilities* adalah utang atau kewajiban yang harus dilunasi oleh perusahaan dalam jangka waktu satu tahun dan tidak melebihi satu tahun (Weygandt et al., 2013).

Menurut Narita (2012), likuiditas perusahaan yang tinggi memberikan kepercayaan kepada kreditur untuk mengembalikan pinjaman, sehingga semakin tinggi likuiditas maka akan semakin tinggi utang yang digunakan perusahaan.

Begitu pula yang dikatakan oleh Siregar dan Wiksuana (2015), bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas yang lebih tinggi memiliki kemampuan untuk melunasi obligasi. Hal ini meningkatkan keinginan investor untuk mengucurkan dana.

Berdasarkan hasil penelitian Sabir & Malik (2012), likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal ini disebabkan oleh kemampuan pengembalian kewajiban oleh perusahaan yang tinggi memberikan kepercayaan lebih kepada kreditur terhadap perusahaan. Sehingga semakin tinggi likuiditas suatu perusahaan, maka utang yang digunakan juga semakin tinggi. Hasil penelitian Narita (2012) memperoleh hasil bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang, sedangkan Siregar dan Wiksuana (2015) memperoleh hasil bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Berdasarkan teori yang telah diuraikan, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₆: Likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* (CR) berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan.

2.12 Profitabilitas

Weygandt et al. (2013) menyatakan "*profitability ratios measure the income or operating success of a company for a given period of time*, yang artinya "Rasio profitabilitas mengukur pendapatan atau keberhasilan dari kegiatan operasi perusahaan dalam periode waktu tertentu." Profitabilitas merefleksikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, dan menjadi salah satu hal penting yang menentukan tingkat utang sebuah perusahaan.

Menurut Widjaja (2014), suatu rasio profitabilitas adalah rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektifitas manajemen suatu perusahaan. Menurut Hofstrand (2006) dalam Citro (2014), *profitability* adalah ukuran perbandingan antara pendapatan dan pengeluaran atau dapat dikatakan bahwa *profitability* adalah kemampuan perusahaan memperoleh pendapatan setelah dikurangi dengan biaya-biaya. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan investasi. Shapiro (1992) dalam Widjaja (2014) menjelaskan bahwa profitabilitas dapat digunakan untuk mengukur kinerja suatu perusahaan, yang dalam hal ini berorientasi pada profit motif atau keuntungan yang diraih oleh perusahaan tersebut.

Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari kegiatan bisnis yang dilakukan. Hasilnya, investor dapat melihat seberapa efisien perusahaan menggunakan asset dan dalam melakukan operasinya untuk menghasilkan keuntungan. Rasio profitabilitas merupakan hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan yang dilakukan oleh perusahaan (Mardiyati et al., 2012).

Ada tiga rasio yang biasanya digunakan dalam mengukur profitabilitas, yaitu *profit margin ratio (PM)*, *return on assets (ROA) ratio*, dan *return on equity (ROE) ratio*. Akan tetapi, penelitian ini menggunakan *return on assets (ROA) ratio* dalam pengukuran profitabilitas perusahaan. Menurut Widjaja (2014), *Return on assets (ROA)* merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *profit* selama satu tahun dengan menggunakan aset perusahaan, baik aset lancar

maupun aset tetap dalam aktivitas produksi. Menurut Ross et al. (2012), *return on assets (ROA)* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets}$$

Net Income, atau disebut juga *earnings/profit*, merupakan hasil akhir dari operasi bisnis perusahaan selama jangka waktu tertentu. *Net income* merupakan informasi yang paling diharapkan dari pasar uang (Subramanyam, 2014). *Total Assets* atau total aktiva merupakan sumber daya yang dikuasai oleh perusahaan sebagai akibat dari peristiwa masa lalu dan dari mana manfaat ekonomik di masa depan diharapkan akan diperoleh perusahaan (IAI, 2014).

Brigham dan Houston (2001) dalam Widjaja (2014), mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan utang yang relatif rendah. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Perusahaan yang mempunyai *profit* tinggi akan menggunakan utang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya.

Perusahaan dengan *rate of return* yang tinggi, cenderung menggunakan proporsi utang yang relatif kecil, karena dengan *rate of return* yang tinggi, kebutuhan dana untuk pengembangan usaha atau investasi dapat diperoleh dari laba ditahan. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan menghasilkan dana yang lebih banyak sehingga dapat digunakan untuk menutupi kewajiban atau

pendanaan, sehingga akan berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan utang oleh perusahaan (Susanto, 2011).

Hasil penelitian Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan, yang didukung oleh teori keagenan, untuk mengurangi *agency cost* maka perusahaan dapat melakukan salah satu cara yaitu dengan utang, sehingga semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin tinggi pula kebijakan utang perusahaan tersebut. Berbeda dengan hasil penelitian Yenatie dan Destriana (2010), Narita (2012), dan Nabela (2012) yang menyatakan bahwa tingkat profitabilitas memiliki hubungan yang negatif dan signifikan dengan kebijakan utang. Berdasarkan teori yang telah diuraikan, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₇: Profitabilitas yang diproksikan dengan *return on assets (ROA)* berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan.

UMMN

2.13 Model Penelitian

Model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

