BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Kebijakan Hutang

Dalam mendanai kegiatan operasionalnya, perusahaan memiliki dua alternatif pendanaan yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal dimana kebijakan hutang termasuk sebagai kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Selain itu kebijakan hutang perusahaan juga berfungsi sebagai alat monitoring terhadap tindakan manajer yang dilakukan dalam pengelolaan perusahaan.

Menurut Mamduh (2004) dalam Muliyanti (2010) terdapat beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang, antara lain:

1. NDT (*Non-Debt Tax Shield*)

   Manfaat dari penggunaan hutang adalah bunga hutang yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Namun untuk mengurangi pajak, perusahaan dapat menggunakan cara lain seperti depresiasi dan dana pensiun. Dengan demikian, perusahaan dengan NDT tinggi tidak perlu menggunakan hutang yang tinggi.

2. Struktur Aset

   Besarnya aset tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena aset tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman.

3. Profitabilitas

   Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya akan menggunakan hutang yang relatif kecil. Laba ditahannya yang tinggi sudah memadai membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

4. Risiko Bisnis

   Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan hutang yang lebih kecil untuk menghindari risiko kebangkrutan.

5. Ukuran Perusahaan

   Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Di samping itu, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal.

6. Kondisi Internal Perusahaan

   Kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan hutang dalam suatu perusahaan.

Di samping itu, keputusan pendanaan melalui hutang mempunyai batasan sampai seberapa besar dana yang akan dipinjam perusahaan. Biasanya ada standar rasio tertentu untuk menentukan rasio hutang tertentu yang tidak boleh dilampaui.

Jika rasio hutang melewati standar ini, maka biaya akan meningkat dengan cepat, dan hal tersebut akan mempengaruhi stuktur modal perusahaan. Perusahaan yang menggunakan semakin banyak hutang maka akan meningkatkan beban bunga dan pokok pinjaman yang harus dibayar. Hal ini memperbesar kemungkinan perusahaan menghadapi *default*, yaitu tidak dapat memenuhi kewajiban pembayaran hutang pada waktunya akibat kewajiban yang semakin besar (Pithaloka, 2009).

2.1.2. Risiko Bisnis (*Business Risk*)

Dalam menjalankan aktivitasnya, risiko bisnis merupakan hal yang tidak dapat dipisahkan dari sebuah perusahaan. Risiko didefinisikan sebagai peluang atau kemungkinan terjadinya beberapa peristiwa yang tidak menguntungkan. Risiko bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis tersebut menurut Susetyo (2006) merupakan risiko yang mencakup *intrinsic business risk*, *financial leverage risk*, dan *operating leverage risk*.

Risiko bisnis antar perusahaan dalam industri yang sama adalah berbeda-beda serta dapat berubah sewaktu-waktu. Suatu perusahaan dikatakan memiliki risiko bisnis yang tinggi apabila perusahaan tersebut memiliki volatilitas pendapatan yang tinggi sehingga mempunyai probabilitas kebangkrutan yang tinggi. Risiko bisnis dalam perusahaan akan meningkat jika menggunakan hutang yang tinggi. Hal ini juga akan meningkatkan kemungkinan kebangrutan. Hasil penelitian membuktikan bahwa perusahaan dengan risiko yang tinggi seharusnya menggunakan hutang yang lebih sedikit untuk menghindari kemungkinan kebangrutan.

Risiko bisnis dalam perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor. Menurut Brigham dan Houston (2001) dalam Muliyanti (2010), faktor-faktor tersebut dipengaruhi oleh karakteristik masing-masing industri, namun pada tingkat tertentu perusahaan dapat mengendalikannya.

Kemungkinan dari sebuah masalah keuangan yang mempengaruhi kinerja operasi perusahaan atau posisi keuangan. Resiko dasar adalah the mismatching of interest rest bases for associated assets and liabilities. Sehingga secara umum resiko dapat ditangkap suatu keadaan ketidakpastian tentang suatu keadaan yang akan terjadi nantinya dengan keputusan yang diambil berdasarkan suatu pertimbangan.

Adapun faktor-faktor yang mempengaruhi risiko bisnis antara lain:

1. Variabilitas permintaan

   Risiko bisnis akan semakin kecil apabila permintaan atas produk perusahaan semakin konstan dimana hal-hal lainnya tetap.

2. Variabilitas harga jual

   Perusahaan akan menghadapi risiko bisnis yang lebih tinggi dari perusahaan sejenis apabila harga jual atas produk perusahaan lebih fluktuatif.

3. Variabilitas harga input

   Perusahaan yang memperoleh input dengan harga yang sangat tidak pasti juga menghadapi risiko bisnis yang tinggi.

4. Kemampuan untuk menyesuaikan harga output terhadap perubahan harga input.

   Sejumlah perusahaan menghadapi kesulitan dalam meningkatkan harga produknya apabila biaya input meningkat. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk menyesuaikan harga output (produk), semakin kecil risiko bisnisnya. Kemampuan ini sangat diperlukan perusahaan ketika tingkat inflasi tinggi.

5. Proporsi biaya tetap

   Resiko bisnis akan meningkat ketika sebagian besar biaya perusahaan merupakan biaya tetap. Hal ini terjadi ketika permintaan menurun, namun biaya tetap yang ditanggung perusahaan tidak menurun.

2.1.3. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dari kegiatan bisnis yang dilakukannya. Dalam penelitian ini pengukuran terhadap profitabilitas diproksikan dengan *return on asset ratio* (ROA) yaitu membandingkan laba setelah pajak dengan total aset.

Menurut Myers dan Majluf (1984) dalam Soesan (2006), hubungan antara profitabilitas dengan pemakaian hutang oleh suatu perusahaan diprediksi bernilai negatif karena perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung memilih pembiayaan dengan internal *fund* daripada dengan hutang. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan mereka untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal.

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil.

2.1.4. Struktur Aset

Perusahaan yang asetnya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit akan lebih banyak menggunakan hutang karena kreditor akan selalu memberikan pinjaman apabila mempunyai jaminan. Stuktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan struktur asetnya tidak fleksibel.

Pengukuran struktur aset dalam penelitian ini dilakukan dengan melakukan perbandingan antara total aset tetap (*fixed assets*) perusahaan dengan total aset yang dimiliki.

2.1.5. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aset atau total penjualan bersih. Dengan kata lain, semakin besar total aset maupun penjualan sebuah perusahaan maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan tersebut. Hasil dari beberapa penelitian menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan menjadi faktor penting dalam penentu kebijakan utang perusahaan dan banyak penelitian menemukan bahwa perusahaan yang besar lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan kecil.

Suatu perusahaan yang besar dan mapan akan lebih mudah untuk ke pasar modal. Kemudahan untuk ke pasar modal maka berarti fleksibilitas bagi perusahaan besar lebih

tinggi serta kemampuan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek juga lebih besar daripada perusahaan kecil.

Menurut Fidyati (2003) dalam Mulyanti (2010), ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar pula aktivitasnya. Dengan demikian, ukuran perusahaan juga dapat dikaitkan dengan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan.

Jadi ukuran perusahaan adalah besaran yang dapat dilihat dari besarnya penjualan atau total aset, yang perhitungannya dapat dilakukan dengan nilai logaritma natural total penjualan atau total aset. Nilai tersebut dikonversikan ke bentuk logaritma dimaksudkan agar nilainya sama dengan variabel lainnya. Perusahaan besar yang *well-established* akan lebih mudah memperoleh pendanaan baik oleh kreditur maupun di pasar modal. Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan diproksikan dengan nilai logaritma natural dari total penjualan.

2.1.6. *Pecking Order Theory*

Pecking Order Theory mengatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dari pada eksternal perusahaan. Penggunaan dana internal lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Urut-urutan yang dikemukakan oleh teori ini dalam hal pendanaan adalah pertama laba ditahan diikuti dengan penggunaan hutang dan yang terakhir adalah penerbitan ekuitas baru (Myers, 1984 dalam Susetyo, 2006).

Teori ini menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Penggunaan hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham.

Menurut Brealey dan Myers (1991) dalam Muliyanti (2010), urutan pendanaan menurut teori *pecking order* adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan lebih menyukai *internal financing* (dana internal). Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menyesuaikan target *dividen payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang *sticky* ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diproksi, berarti terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.
4. Apabila pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu mulai dari penerbitan hutang *convertible bond* , dan alternatif paling akhir adalah saham.

Hipotesis *pecking order* menggambarkan sebuah hierarki dalam pencarian dana perusahaan dimana perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* untuk mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Apabila perusahaan membutuhkan dana eksternal, maka perusahaan akan lebih memilih hutang sebelum *external equity* (Myers, 1984 dalam Yeniatie dan Destriana, 2010). *Internal equity*

diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi. Hutang diperoleh dari kreditur, sedangkan *external equity* diperoleh karena perusahaan menerbitkan saham baru.

2.1.7. *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.

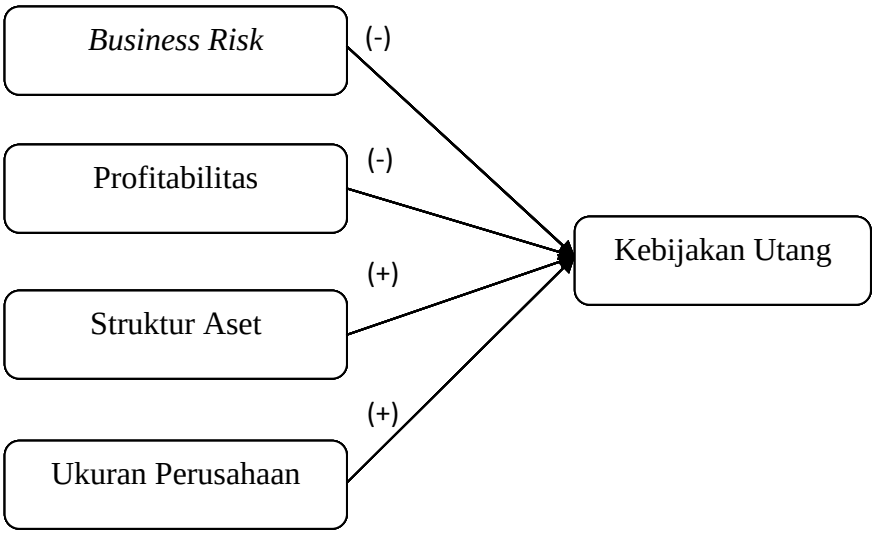
Menurut Brigham dan Houston (2001) dalam Susetyo (2006), pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

Ross (1977) dalam Muliyanti (2010) mengembangkan model dimana penggunaan hutang merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Apabila manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan ingin agar harga saham meningkat, perusahaan ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer dapat menggunakan hutang lebih banyak, sebagai sinyal yang lebih dapat dipercaya. Hal ini karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Dasar pertimbangannya adalah penambahan hutang menyebabkan keterbatasan arus kas dan

meningkatnya biaya-biaya beban keuangan sehingga manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak apabila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya. Investor diharapkan akan menangkap sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian hutang merupakan tanda atau sinyal positif.

2.2. Kerangka Penelitian

Kerangka penelitian yang menunjukkan hubungan antara variabel penelitian ini adalah:



2.3. Hipotesis

Risiko bisnis menggambarkan adanya ketidakpastian atas proyeksi pendapatan di masa mendatang jika perusahaan menggunakan hutang. Semakin tinggi risiko bisnis, maka probabilitas terjadinya *financial distress* juga semakin tinggi. Ini dikarenakan *earning* yang tidak menentu akan menyebabkan arus kas masuk yang juga tidak menentu. Dan jika ternyata perusahaan rugi atau arus kas yang masuk tidak mencukupi untuk membayar beban bunga, maka perusahaan dapat bangkrut.

Menurut teori *trade-off*, semakin tinggi kemungkinan *financial distress*, akan semakin tinggi pula kemungkinan *financial distress costs* yang harus ditanggung oleh perusahaan. Hal ini akan menyebabkan tingkat penggunaan utang yang optimum semakin rendah, sehingga perusahaan seharusnya menggunakan lebih sedikit utang.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Mulyanti (2010) mengemukakan bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi maka perusahaan akan cenderung untuk menggunakan hutang yang sedikit. Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dari penjelasan di atas, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah :

Ha1: Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan

Profitabilitas merefleksikan laba untuk pendanaan investasi. Berdasarkan *pecking order theory*, pilihan pertama dalam pendanaan adalah dengan menggunakan laba ditahan, baru kemudian menggunakan hutang dan ekuitas. Oleh karena itu terdapat hubungan negatif antara profitabilitas perusahaan dengan hutang (Masdupi, 2005 dalam Yeniatie dan Destriana, 2010).

Semakin tinggi tingkat profitabilitas sebuah perusahaan maka akan semakin kecil penggunaan hutang yang digunakan dalam pendanaan perusahaan karena perusahaan cenderung menggunakan *internal equity* yang diperoleh dari laba ditahan terlebih dahulu. Namun jika kebutuhan dana belum tercukupi, perusahaan baru menggunakan hutang.

Hasil penelitian Yeniatie dan Destriana (2010) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Harjanti dan Tandelilin (2007). Dari penjelasan di atas, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah :

Ha2: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan

Stuktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang struktur asetnya tidak fleksibel. Struktur aset memiliki pengaruh positif dengan kebijakan hutang perusahaan terutama bagi perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar.

Menurut Adrianto dan Wibowo (2007), aset tetap yang semakin besar akan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memberikan jaminan yang lebih tinggi, sehingga dengan mengasumsikan semua faktor lain konstan, perusahaan akan meningkatkan utang untuk mendapatkan keuntungan dari penggunaan utang. Dari penjelasan di atas, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah :

Ha3: Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan

Semakin besarnya ukuran perusahaan maka kebutuhan akan dana juga akan semakin besar yang salah satunya dapat berasal dari pendanaan eksternal yaitu hutang. Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur (Muliyanti, 2010).

Hasil penelitian yang dilakukan Lopez dan Francisco (2008) menunjukkan hasil yang seragam dimana ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan. Hal ini juga didukung oleh hasil penelitian yang ada di Indonesia yaitu penelitian Muliyanti (2010). Dari penjelasan di atas, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah :

H4: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan