

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Teori Agensi

Teori keagenan merupakan teori yang menjelaskan adanya hubungan antara pemilik atau pemegang saham selaku *principal* dengan manajemen selaku agen. Dalam hubungan tersebut muncul permasalahan agensi karena perbedaan kepentingan karena masing-masing pihak akan berusaha memaksimalkan fungsi utilitasnya (Jensen dan Meckling, 1976).

Wahyudin & Solikhah (2017) menjelaskan bahwa agen atau pemilik perusahaan menyediakan sumber daya dan dana untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan, sementara manajemen ditugaskan oleh pemilik untuk mengelola perusahaan. Sayangnya hubungan keagenan ini menyebabkan konflik kepentingan karena perbedaan kepentingan yang saling bertentangan antara pemilik dengan manajemen.

Konflik kepentingan yang timbul antara manajemen dan prinsipal dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang mampu mensejajarkan kepentingan-kepentingan pihak terkait. Namun penggunaan mekanisme pengawasan akan menimbulkan biaya agensi. Jensen dan Meckling (1976) membagi biaya agensi menjadi tiga jenis yaitu *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual loss*. Dalam upaya meminimalkan biaya tersebut, terdapat beberapa alternatif cara, yaitu pertama menggunakan kebijakan hutang sehingga terdapat pihak lain yang dapat ikut mengawasi kinerja manajemen perusahaan yakni

kreditur. Kedua meningkatkan kepemilikan saham manajerial, manajemen akan berusaha meningkatkan kinerjanya karena akan merasakan secara langsung dampak baik maupun buruk atas keputusan yang diambil. Ketiga meningkatkan saham institusional, semakin banyak pihak yang ikut mengawasi aktivitas manajemen maka semakin kecil peluang manajemen melakukan tindakan menyimpang demi kepentingannya sendiri.

2.2 *Pecking Order Theory*

Dalam teori *pecking order*, perusahaan cenderung memilih sumber pendanaan yang berasal dari internal perusahaan dibandingkan dengan eksternal. Penggunaan dana eksternal hanya dilakukan saat dana internal tidak mencukupi untuk kegiatan operasional perusahaan. Urutan hirarki sumber pendanaan menurut teori ini adalah laba ditahan, kemudian hutang, dan yang terakhir penerbitan saham.

Dalam pemilihan sumber pendanaan secara eksternal, manajer lebih suka sumber dana dalam bentuk hutang dibandingkan dengan penerbitan saham. Pertimbangannya merupakan biaya emisi yang dikeluarkan untuk menerbitkan saham cukup memberatkan perusahaan. Selain itu, jika perusahaan menerbitkan saham baru dikhawatirkan akan ditafsirkan bahwa perusahaan tengah mengalami kesulitan sehingga harga saham akan turun.

Myers (1984) menyatakan bahwa *pecking order theory* meliputi berbagai hal berikut ini:

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan secara internal
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian deviden yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran deviden secara drastis.

3. Kebijakan deviden yang relatif segan untuk diubah, disertai fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun dalam kesempatan lain mungkin kurang.
4. Apabila pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dari penerbitan obligasi, kemudian diikuti dengan sekuritas yang berkarakteristik opsi, baru kemudian bila masih belum mencukupi, saham adalah pilihan terakhir.

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profit yang tinggi umumnya melakukan pinjaman hutang dalam jumlah yang kecil karena ingin memiliki nilai DER yang rendah namun perusahaan memerlukan pendanaan dari luar. Sedangkan perusahaan dengan tingkat profit yang rendah akan cenderung melakukan pinjaman hutang dalam jumlah yang besar karena dana internal tidak mencukupi dan hutang merupakan sumber pendanaan eksternal yang paling disukai.

2.3 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan salah satu dari kebijakan pendanaan perusahaan yang cukup penting. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan yang bersumber dari eksternal (Connie dan Iskak, 2020). Menurut Kieso *et al* (2013) kebijakan hutang adalah kewajiban saat ini yang muncul karena adanya kejadian di masa lalu, yang menyebabkan adanya transfer sumber daya yang dimiliki oleh

perusahaan kepada pihak lain sebagai akibat dari transaksi atau peristiwa di masa lalu. Sedangkan menurut Angela dan Yanti (2019) kebijakan hutang merupakan suatu kebijakan yang ditetapkan oleh perusahaan mengenai besar kecilnya pendanaan dari luar perusahaan melalui hutang sebagai sumber pembiayaan operasional.

Berdasarkan definisi-definisi tersebut maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang adalah kebijakan pendanaan yang diambil oleh manajemen perusahaan melalui hutang untuk membiayai operasional yang mengakibatkan adanya kewajiban yang harus ditanggung oleh perusahaan dan manajemen perusahaan juga diwajibkan dapat mengelola hutang tersebut dengan baik sehingga tidak menyebabkan kerugian bagi perusahaan.

Menurut Brailsford (2002), bahwa kebijakan hutang dipandang sebagai mekanisme *internal control* yang dapat mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Selain itu hutang dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan khususnya dalam pengurangan pajak terutang yang harus dibayarkan oleh perusahaan kepada pemerintah. Dalam memutuskan kebijakan hutang, manajemen perusahaan harus mempertimbangkan nilai manfaat yang akan diperoleh dari penggunaan hutang. Dimana nilai manfaat tersebut harus lebih besar dari biaya – biaya yang dikeluarkan untuk memperoleh hutang tersebut.

Proksi yang digunakan untuk menentukan kebijakan hutang dalam penelitian ini adalah:

$$\text{DER} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total ekuitas}}$$

Sumber: (Nurdani & Rahmawati, 2020; Lumapow, 2018; Ifada & Yunandriatna, 2017; Nurfitriana & Fachrurrozie, 2018; Novitasari & Viriany, 2019; Linda, *et al*, 2017; Yulia & Nurhaida, 2015; Sulistiani & Agustina, 2019; Fitiryani & Khafid, 2019; Safitri & Wulanditya, 2017; Pratiwi, *et al*, 2017).

Keterangan:

DER = Debt Equity Ratio

Total hutang = Total seluruh hutang yang dimiliki perusahaan

Total ekuitas = Total seluruh ekuitas yang dimiliki perusahaan

2.4 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah banyaknya sumber daya yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Sumber daya tersebut termasuk aset, teknologi, kekayaan intelektual, dan lainnya (Nurdani & Rahmawati, 2019). Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan (Riyanto, 1995). Menurut Lumapow (2018) ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tingginya tingkat kegiatan operasional perusahaan. Berdasarkan definisi-definisi tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan adalah skala yang menunjukkan ukuran perusahaan yang tercermin dari tingkat tinggi rendahnya aktivitas perusahaan.

Ukuran perusahaan yang besar, menunjukkan semakin besar pula dana yang dibutuhkan dibandingkan dengan perusahaan kecil (Suryani & Khafid, 2016). Hal ini berkaitan dengan *pecking order theory* yang menyatakan jika pendanaan internal

tidak mencukupi, maka pendanaan eksternal merupakan pilihan selanjutnya. Dimana hutang merupakan pilihan pertama dalam melakukan pendanaan eksternal.

Perusahaan-perusahaan besar cenderung lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari pihak ketiga, karena kemampuan mengakses kepada pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa *asset* yang bernilai besar dibandingkan perusahaan kecil (Novitsari & Viriany, 2019). Jaminan aset bernilai besar tersebut membuat kreditur merasa aman memberikan pinjaman dalam jumlah yang besar juga.

Proksi yang digunakan untuk menentukan ukuran perusahaan dalam penelitian ini adalah:

$$\text{SIZE} = \text{Ln}(\text{total aset})$$

Sumber: (Lourenc,o & Oliveira, 2017; Józwiak, et al, 2015; Ifada & Yunandrianta, 2017; Nurfitirana & Fachrurrozie, 2018; Novitasari & Viriany, 2019; Öhman & Yazdanfar, 2017; Connie & Iskak, 2020; Bonita & Pohan, 2017; Sulistiani & Agustina, 2019; Nurhalis, et al, 2018; Safitri & Wulanditya, 2017; Mukhibad *et al*, 2020; Suryani & Khafid, 2016; Nurdani & Rahmawati, 2020; Wahyudin & Salsabila, 2019; Umbarwati & Fachrurrozie, 2018; Lumapow, 2018).

Keterangan:

SIZE = Ukuran perusahaan

Ln Total Assets = Logaritma natural dari total aset

2.5 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer juga memiliki saham perusahaan atau manajer juga sebagai pemegang saham (Tjeleni, 2013). Sedangkan

Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial merupakan suatu besarnya jumlah kepemilikan saham dari seluruh modal saham perusahaan saat ini. Pratiwi, *et al* (2017) menyebutkan kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh para manajer. Safitri & Wulanditya (2017) turut memberikan pernyataan bahwa kepemilikan manajerial merupakan saham yang dimiliki oleh manajer, direktur, dan komisaris perusahaan itu sendiri. Berdasarkan definisi-definisi tersebut maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajer perusahaan yang menjadikan manajer sebagai pemegang saham.

Berdasarkan teori agensi yang dikemukakan oleh Jensen & Meckling (1976), salah satu cara meminimalkan konflik yang terjadi didalam perusahaan adalah dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial akan menanggung konsekuensi dari kebijakan yang diambil sehingga manajer akan lebih waspada untuk mengabil keputusan mengenai penggunaan hutang (Ifada & Yunandrianta, 2017). Sehingga semakin tinggi kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan, akan semakin rendah penggunaan hutang untuk mengurangi biaya keagenan.

Proksi yang digunakan untuk menentukan kepemilikan manajerial dalam penelitian ini adalah:

$$\text{MOWN} = \frac{\text{jumlah saham manajerial}}{\text{total saham beredar}}$$

Sumber: (Ifada & Yunandrianta, 2017; Anwar, 2019; Yulia & Nurhaida, 2015; Angela & Yanti, 2019; Viriya & Suryaningsih, 2017; Safitri & Putri Wulanditya, 2017; Lumapow, 2018; Pratiwi *et al*, 2017).

Keterangan:

MOWN = Managerial ownership / kepemilikan manajerial

Jumlah saham manajerial = Jumlah kepemilikan saham manajerial

Total saham beredar = Total saham perusahaan yang beredar

2.6 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan yang dimiliki oleh pihak kelembagaan seperti perusahaan asuransi, bank, koperasi, yayasan dana pensiun, dan lain-lain (Anwar, 2019). Menurut Hestiningtyas dan Widyawati (2017) kepemilikan institusional merupakan porsi kepemilikan saham oleh institusi seperti LSM, perusahaan swasta, perusahaan efek, dana pensiun, perusahaan asuransi, bank dan perusahaan-perusahaan investasi. Sedangkan menurut Viriya dan Suryaningsih (2017) kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh lembaga pada akhir tahun. Berdasarkan definisi-definisi tersebut maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham oleh pihak yang berbentuk instansi.

Institusi dapat memiliki saham mayoritas karena institusi mempunyai sumber daya yang lebih besar jika dibandingkan dengan pemegang saham lainnya (Sulistiani & Agustina, 2019). Pemegang saham institusi lebih memperhatikan kenaikan harga saham dan memperoleh keuntungan dari dividen yang dibagikan (Wahidahwati, 2002). Berdasarkan *pecking order theory*, sumber pendanaan

eksternal berasal dari penggunaan hutang atau penerbitan saham baru. Apabila pendanaan dilakukan dengan menerbitkan saham baru presentase kepemilikan yang dimiliki pemegang saham sebelumnya akan lebih rendah (Viriya & Suryaningsih, 2017). Hal ini diikuti dengan jumlah dividen yang dibagikan akan menurun, sehingga pemegang saham institusi cenderung akan menarik investasinya, maka apabila tingkat kepemilikan institusional meningkat penggunaan hutang juga akan meningkat.

Proksi yang digunakan untuk menentukan kepemilikan institusional dalam penelitian ini adalah:

$$\text{INST} = \frac{\text{jumlah saham institusional}}{\text{total saham beredar}}$$

Sumber: (Anwar, 2019; Bonita & Pohan, 2017; Angela & Yanti, 2019; Sulistiani & Agustina, 2019; Viriya & Suryaningsih, 2017; Fitriyani & Khafid, 2019; Safitri & Wulanditya, 2017; Pratiwi *et al*, 2017).

Keterangan:

INST = Institutional Ownership / Kepemilikan Institusional

Saham institusional = Jumlah kepemilikan saham institusional

Total saham beredar = Total saham perusahaan yang beredar

2.7 Struktur Aset

Struktur aset merupakan aset yang dimiliki, dikendalikan, dan digunakan oleh perusahaan dalam rangka mencapai tujuan perusahaan yaitu memperoleh laba (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018). Aset didefinisikan sebagai manfaat ekonomi

yang akan diterima di masa depan atau akan dikendalikan oleh perusahaan sebagai akibat dari transaksi atau peristiwa tertentu (Nurdani & Rahmawati, 2020). Menurut Anwar (2019) struktur aset adalah jumlah yang menggambarkan kekayaan atau modal yang dimiliki oleh perusahaan. Berdasarkan definisi-definisi tersebut maka dapat disimpulkan bahwa struktur aset adalah jumlah yang menggambarkan seberapa besar aset yang dimiliki dan dikendalikan oleh perusahaan untuk memperoleh manfaat ekonomi di masa depan demi mencapai tujuan perusahaan.

Struktur aset mencerminkan seberapa besar aset tetap mendominasi komposisi dari jumlah kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan. Struktur aset secara umum diukur dengan menghitung total aset tetap dan dibandingkan dengan total aset keseluruhan. Pengukuran struktur aset menggunakan komponen aset tetap karena aset tetap merupakan salah satu harta perusahaan yang penting.

Perusahaan dengan struktur aset fleksibel cenderung menggunakan hutang lebih besar dibandingkan perusahaan dengan perusahaan yang memiliki struktur aset tidak fleksibel (Nurdani & Rahmawati, 2020). Jumlah kekayaan aset yang dimiliki perusahaan dapat dijadikan sebagai jaminan, artinya kreditur cenderung memberikan pinjaman kepada perusahaan dengan struktur aset yang baik. Nilai aktiva tetap yang semakin besar akan memberikan sinyal kepada kreditur untuk memberikan pinjaman, karena kreditur dapat terhindar dari risiko tidak mampu membayar apabila perusahaan dinyatakan bangkrut (Susanto, 2011).

Proksi yang digunakan untuk menentukan struktur aset dalam penelitian ini adalah:

$$SA = \frac{\text{aktiva tetap}}{\text{total aktiva}}$$

Sumber: (Anwar, 2019; Linda, et al, 2017; Nurdani & Rahmawati, 2020; Bonita & Pohan, 2017).

Keterangan:

SA = Struktur aset

Aktiva Tetap = Total aset tetap

Total Aktiva = Total seluruh aset

2.8 Penelitian Terdahulu

Beberapa hasil penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti terdahulu adalah sebagai berikut:

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Judul, Nama Peneliti, & Tahun	Variabel	Hasil
1	<i>Determinants of Debt – Equity Choice – Evidence From Poland..</i> Bogna Kaźmierska-Jóźwiak, et al (2015)	Dependen $Y = \text{Total debt} / \text{total asset}$ Independen $X_1 = \text{Firm size}$ $X_2 = \text{Profitability}$ $X_3 = \text{Asset tangibility}$ $X_4 = \text{Growth opportunities}$ $X_5 = \text{Growth prospects}$	<i>Firm size, Profitability, asset tangibility, growth opportunities</i> berpengaruh negatif terhadap <i>total debt</i> . <i>Growth prospects</i> berpengaruh positif terhadap <i>total debt</i> .
2	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas, dan Set Peluang Investasi Pada Kebijakan Hutang.	Dependen Y = Kebijakan hutang Independen $X_1 = \text{Kepemilikan manajerial}$	Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang

No	Judul, Nama Peneliti, & Tahun	Variabel	Hasil
	Aida Yulia & Nurhaida (2015)	X ₂ = Profitabilitas X ₃ = Set peluang investasi	Profitabilitas dan set peluang investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang
3	Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Ade Dwi Suryani, Muhammad Khafid (2016)	Dependen Y = Kebijakan Hutang Independen X ₁ = Free Cash Flow X ₂ = Pertumbuhan Perusahaan X ₃ = Kebijakan Dividen X ₄ = Ukuran Perusahaan	Kebijakan Dividend berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan free cash flow tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
4	<i>Determinant of Debt Policy: Empirical Evidence From Indonesia</i> Hansen Viriya & Rosita Suryaningsih (2016)	Dependen Y = Debt Policy Independen X ₁ = Managerial Ownership X ₂ = Institutional Ownership X ₃ = Dividend Policy X ₄ = Firm Growth X ₅ = Business Risk X ₆ = Liquidity X ₇ = Profitability	<i>Institutional ownership, firm growth, dividend policy, dan profitability</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang <i>Managerial ownership dan liquidity</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt policy</i> <i>Business risk</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang
5	<i>Determinants of debt: Empirical evidence on firms in the district of Santarem in Portugal</i>	Dependen Y = Total debt Independen X ₁ = Size	Size, business risk, dan profitability berpengaruh negatif

No	Judul, Nama Peneliti, & Tahun	Variabel	Hasil
	António Morão Lourenço & Eduardo Carmo Oliveira (2017)	$X_2 = Growth$ $X_3 = Business\ risk$ $X_4 = Profitability$ $X_5 = Tangibility$ $X_6 = Non-debt\ tax\ shields$	terhadap kebijakan hutang. <i>Growth</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. <i>Tangibility</i> dan <i>non-debt tax shields</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang
6	Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Luluk Muhimatul Ifada & Yunandrianta (2017)	Dependen $Y = Kebijakan\ Hutang$ Independen $X_1 = Free\ cash\ flow$ $X_2 = Kepemilikan\ manajerial$ $X_3 = Kebijakan\ dividen$ $X_4 = Ukuran\ perusahaan$	<i>Free cash flow</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang Kebijakan dividen dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang
7	<i>Short- and long –term debt determinants in Swedish SMEs</i> Peter Öhman and Darush Yazdanfar (2017)	Dependen $Y_1 = Short-term\ debt$ $Y_2 = Long-term\ debt$ Independen $X_1 = Size$ $X_2 = Age$ $X_3 = Growth$ $X_4 = Profitability$ $X_5 = Liquidity$ $X_6 = Tangibility$	<i>Size</i> dan <i>Growth</i> , berpengaruh positif terhadap <i>short-term debt</i> . <i>Age</i> , <i>Profitability</i> , <i>Liquidity</i> , dan <i>asset tangibility</i> berpengaruh negatif terhadap <i>short-term debt</i> .

No	Judul, Nama Peneliti, & Tahun	Variabel	Hasil
		$X_7 = \text{Non-debt tax shields}$ $X_8 = \text{Industry affiliation}$	<p><i>Non-debt tax shields</i> dan <i>industry affiliation</i> tidak berpengaruh terhadap <i>short-term debt</i>.</p> <p><i>Growth</i> dan <i>liquidity</i> berpengaruh positif terhadap <i>long-term debt</i>.</p> <p><i>Size, profitability, non-debt tax shields</i> dan <i>liquidity</i> berpengaruh negatif terhadap <i>long-term debt</i>.</p> <p><i>Age</i> tidak berpengaruh terhadap <i>long-term debt</i>.</p>
8	<p>Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Struktur Aset, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Risiko Bisnis, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia</p> <p>Azalia Bonita & Hotamn T Pohan (2017)</p>	<p>Dependen $Y = \text{Kebijakan Hutang}$</p> <p>Independen $X_1 = \text{Kepemilikan Manajerial}$ $X_2 = \text{Kepemilikan Institusional}$ $X_3 = \text{Kebijakan Dividen}$ $X_4 = \text{Struktur aset}$ $X_5 = \text{Profitabilitas}$ $X_6 = \text{Pertumbuhan Perusahaan}$ $X_7 = \text{Risiko Bisnis}$ $X_8 = \text{Ukuran Perusahaan}$</p>	<p>Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang</p> <p>Profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang</p>

No	Judul, Nama Peneliti, & Tahun	Variabel	Hasil
9	<p>Determinan Kebijakan Hutang: Bukti Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia</p> <p>Linda, et al (2017)</p>	<p>Dependen Y = Kebijakan Hutang</p> <p>Independen X₁ = Struktur aset X₂ = FCF X₃ = <i>Investment opportunity set</i></p>	<p><i>Investment opportunity</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.</p> <p>Struktur aset dan FCF berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang</p>
10	<p><i>The effect of institutional ownership, managerial ownership, free cash flow, firm size, and corporate growth on debt policy</i></p> <p>Laili Ayu Safitri & Putri Wulanditya (2017)</p>	<p>Dependen Y = <i>Debt Policy</i></p> <p>Independen X₁ = <i>Institutional ownership</i> X₂ = <i>Managerial ownership</i> X₃ = <i>Profitability</i> X₄ = <i>Cash flow</i> X₅ = <i>Firm size</i> X₆ = <i>Corporate growth</i></p>	<p><i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap <i>debt policy</i>.</p> <p><i>Institutional ownership</i> dan <i>profitability</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt policy</i>.</p> <p><i>Managerial ownership, firm size, company growth</i> tidak berpengaruh terhadap <i>debt policy</i>.</p>
11	<p><i>Determinant Debt Policy (Study in Manufacturing Company Subsectors Food And Drink List In Indonesia Stock Exchange)</i></p> <p>Denok Pratiwi, Isti Fadah, Nurhayati, dan Yustri Baihaqi (2017)</p>	<p>Dependen Y = <i>Debt Policy</i></p> <p>Independen X₁ = <i>Institutional Ownership</i> X₂ = <i>Managerial Ownership</i> X₃ = <i>Profit Margin on Sales</i> X₄ = ROE</p>	<p><i>Institutional ownership, profit margin on sale, ROE</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt policy</i>.</p> <p><i>Managerial ownership</i> dan BEP berpengaruh positif terhadap <i>debt policy</i>.</p>

No	Judul, Nama Peneliti, & Tahun	Variabel	Hasil
		$X_5 = \text{BEP}$	ROE tidak berpengaruh terhadap <i>debt policy</i> .
12	<p><i>Profitability as the Moderator of the Effects of Dividend Policy, Firm Size, And Asset Structure on Debt Policy.</i></p> <p>Umi Umbarwati, Fachrurrozie (2018)</p>	<p>Dependen Y = Debt Policy</p> <p>Independen X₁ = Dividend Policy X₂ = Company Size X₃ = Asset Structure</p> <p>Variabel Kontrol Z = Profitability</p>	<p>Asset Structure berpengaruh positif terhadap <i>debt policy</i>.</p> <p>Company size berpengaruh negatif terhadap <i>debt policy</i>.</p> <p>Dividen policy tidak berpengaruh terhadap <i>debt policy</i>.</p>
13	<p><i>The Influence of Managerial Ownership and Firm Size on Debt Policy</i></p> <p>Lihard Stevanus Lumapow (2018)</p>	<p>Dependen Y = Debt Policy</p> <p>Independen X₁ = Managerial Ownership X₂ = Firm Size</p>	<p>Managerial ownership memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.</p> <p>Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.</p>
14	<p><i>Profitability in Moderating the Effect of Business Risk, Company Growth and Company Size on Debt Policy</i></p> <p>Anisa Nurfitirana, Fachrurrozie (2018)</p>	<p>Dependen Y = Debt policy</p> <p>Independen X₁ = Business risk X₂ = Company growth X₃ = Company size</p> <p>Moderasi Z = Profitability</p>	<p>Business risk, company growth, dan company size tidak berpengaruh terhadap <i>debt policy</i>.</p>
15	<p><i>Profitability Moderates the Effect of Institutional Ownership, Dividend</i></p>	<p>Dependen Y = Debt Policy</p>	<p>Institutional ownership dan dividend policy</p>

No	Judul, Nama Peneliti, & Tahun	Variabel	Hasil
	<p><i>Policy, and Free Cash Flow on Debt Policy</i></p> <p>Ulfi Nihayah Fitriyani & Muhammad Khafid (2018)</p>	<p>Independen $X_1 = Institutional Ownership$ $X_2 = Dividend Policy$ $X_3 = Free Cash Flow$</p> <p>Moderating $M = Profitability$</p>	<p>tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang</p> <p><i>Free cash flow</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang</p> <p><i>Profitability</i> tidak dapat memperkuat pengaruh <i>free cash flow</i> terhadap kebijakan hutang</p>
16	<p><i>Analysis of Factors Affecting the Company's Debt Policy with Pecking Order Theory in Wholesale and Retail Companies in Indonesia</i></p> <p>Nurhalis, et al (2018)</p>	<p>Dependen $Y = Debt Policy$</p> <p>Independen $X_1 = Profitability$ $X_2 = Asset structure$ $X_3 = Company's growth$ $X_4 = Firm size$ $X_5 = Sales growth$</p>	<p><i>Company growth</i> dan <i>firm size</i> berpengaruh positif terhadap <i>debt policy</i>.</p> <p><i>Profitability</i>, <i>asset structure</i> dan <i>sales growth</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt policy</i>.</p>
17	<p><i>Firm Size Moderates the Effect of Free Cash Flow, Firm Growth, and Profitability on Debt Policy.</i></p> <p>Agus Wahyudin, Khansa Salsabilla (2019)</p>	<p>Dependen $Y = Debt Policy$</p> <p>Independen $X_1 = Free Cash Flow$ $X_2 = Firm Growth$ $X_3 = Profitability$</p> <p>Variabel Kontrol $Z = Firm Size$</p>	<p><i>Free Cash Flow</i> tidak berpengaruh terhadap <i>debt policy</i>.</p> <p><i>Firm Growth</i> berpengaruh positif terhadap <i>debt policy</i></p> <p><i>Profitability</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt policy</i>.</p>
18	<p><i>The Effect of Firm Size, Profitability, Dividend</i></p>	<p>Dependen $Y = Debt Policy$</p>	<p><i>Company size</i> memiliki pengaruh</p>

No	Judul, Nama Peneliti, & Tahun	Variabel	Hasil
	<p><i>Policy, Asset Structure, Sales Growth, and Free Cash Flow on Debt Policy (On Manufacturing Companies Listed on The Indonesia Stock Exchange 2015-2018)</i></p> <p>Ria Nurdani, Ika Yustina Rahmawati (2019)</p>	<p>Independen $X_1 = \text{Company Size}$ $X_2 = \text{Profitability}$ $X_3 = \text{Dividend Policy}$ $X_4 = \text{Asset Structure}$ $X_5 = \text{Sales Growth}$ $X_6 = \text{Free Cash Flow}$</p>	<p>positif signifikan terhadap <i>debt policy</i>.</p> <p><i>Profitability, Dividen Policy, Asset Structure</i> memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap <i>debt policy</i>.</p> <p><i>Sales growth</i> dan <i>free cash flow</i> tidak berpengaruh terhadap <i>debt policy</i>.</p>
19	<p><i>The Influence Of Ownership Structure, Asset Structure, and Earning Volatility On Debt Policy In Indonesia (Study in Pharmaceutical Companies in Indonesia Stock Exchange)</i></p> <p>Saiful Anwar (2019)</p>	<p>Dependen $Y = \text{Debt Policy}$</p> <p>Independen $X_1 = \text{Managerial Ownership}$ $X_2 = \text{Institutional Ownership}$ $X_3 = \text{Asset Structure}$ $X_4 = \text{Earning Volatility}$</p>	<p><i>Earning Volatility</i> berpengaruh terhadap <i>Debt Policy</i>.</p> <p><i>Managerial ownership, institutional ownership,</i> dan <i>asset structure</i> tidak berpengaruh terhadap <i>debt policy</i>.</p>
20	<p>Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur</p>	<p>Dependen $Y = \text{Kebijakan Hutang}$</p> <p>Independen $X_1 = \text{Profitabilitas}$ $X_2 = \text{Ukuran Perusahaan}$</p>	<p>Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang</p> <p>Likuiditas berpengaruh negatif</p>

No	Judul, Nama Peneliti, & Tahun	Variabel	Hasil
	Dwi Putri Novitasari dan Viriany (2019)	$X_3 =$ Likuiditas	terhadap kebijakan hutang
21	<p>Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI</p> <p>Cynthia Angela dan Yanti (2019)</p>	<p>Dependen Y = Kebijakan Hutang</p> <p>Independen X₁ = Kepemilikan Institusional X₂ = Kepemilikan Manajerial X₃ = Profitabilitas X₄ = Likuiditas</p>	<p>Kepemilikan manajerial dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang</p> <p>Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang</p> <p>Likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang</p>
22	<p><i>Determinants of Debt policy with Profitabilty as a Moderating Variable</i></p> <p>Ana Sulistiani & Linda Agustina (2019)</p>	<p>Dependen Y = Debt Policy</p> <p>Independen X₁ = Sales Growth X₂ = Institutional Ownership X₃ = Firm Size</p> <p>Moderating M = Profitability</p>	<p><i>Sales growth</i> dan <i>firm size</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang</p> <p><i>Institutional ownership</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang</p> <p><i>Profitability</i> mampu memperkuat pengaruh <i>sales growth</i> dan <i>firm size</i> terhadap kebijakan hutang</p>

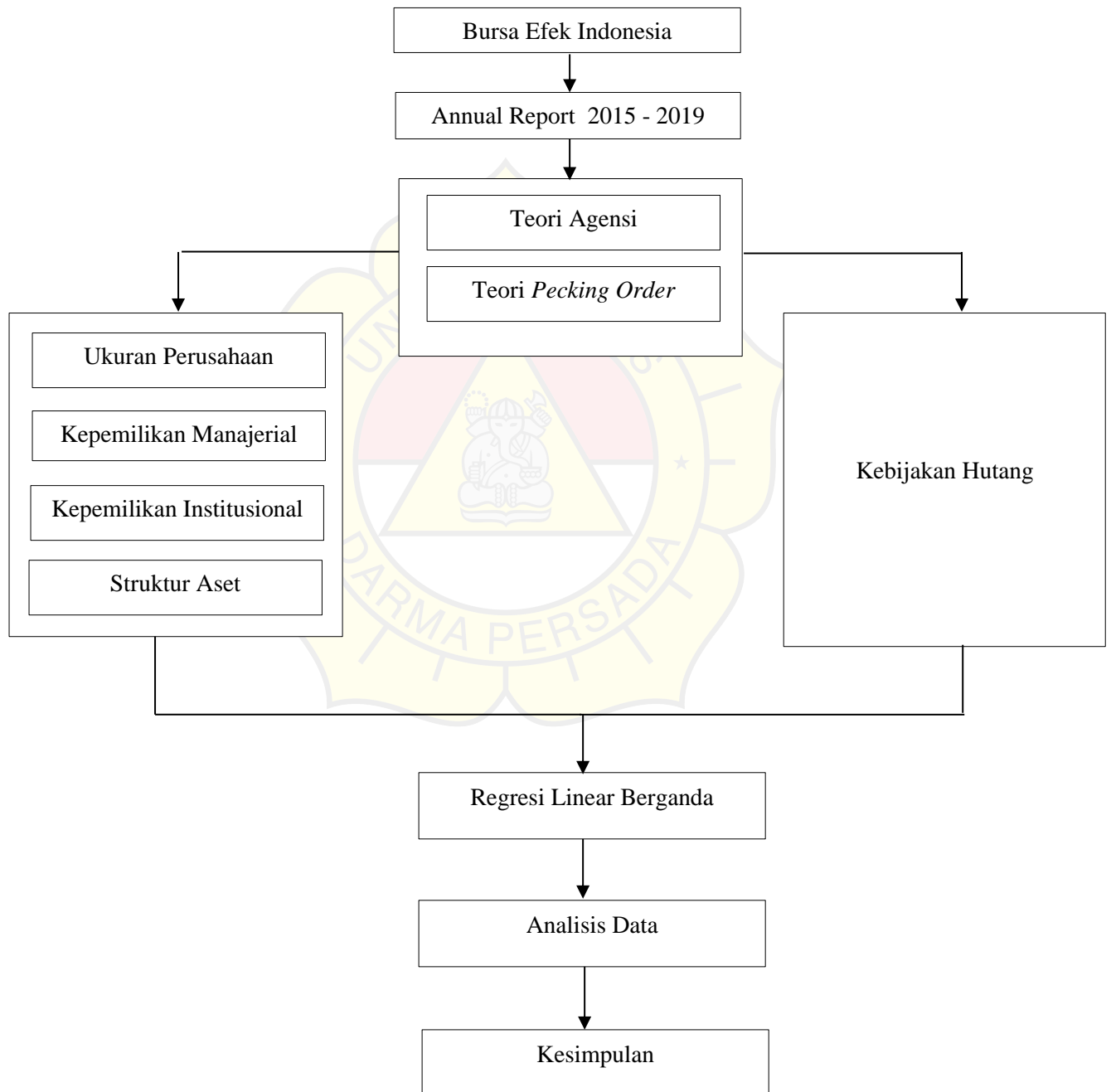
No	Judul, Nama Peneliti, & Tahun	Variabel	Hasil
23	<p>Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan <i>Firm Value</i> Yang Terdaftar di BEI</p> <p>Adeline Connie & Jamaludin Iskak (2020)</p>	<p>Dependen Y = Kebijakan Hutang</p> <p>Independen X₁ = <i>Firm Size</i> X₂ = <i>Profitability</i></p> <p>Intervening Z = <i>Firm Value</i></p>	<p><i>Firm size</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang</p> <p><i>Profitability</i> berpengaruh positif terhadap kebijaka hutang</p> <p>Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan</p>
24	<p><i>Determinants of Debt Policy for Public Companies In Indonesia</i></p> <p>Hasan Mukhibad, Subowo, Denis Opi Maharin, Saparuddin Mukhtar (2020)</p>	<p>Dependen Y = <i>Debt Policy</i></p> <p>Independen X₁ = <i>Profitability</i> X₂ = <i>Firm Size</i> X₃ = <i>Liquidity</i> X₄ = <i>Business Risk</i> X₅ = <i>Investment Opportunity</i></p>	<p><i>Profitability</i> dan <i>firm size</i> tidak berpengaruh terhadap <i>debt policy</i>.</p> <p><i>Liquidity</i> dan <i>investment opportunity</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt policy</i>.</p> <p><i>Business risk</i> tidak berpengaruh terhadap <i>debt policy</i>.</p>

Sumber : Penelitian Terdahulu

2.9 Kerangka Berpikir

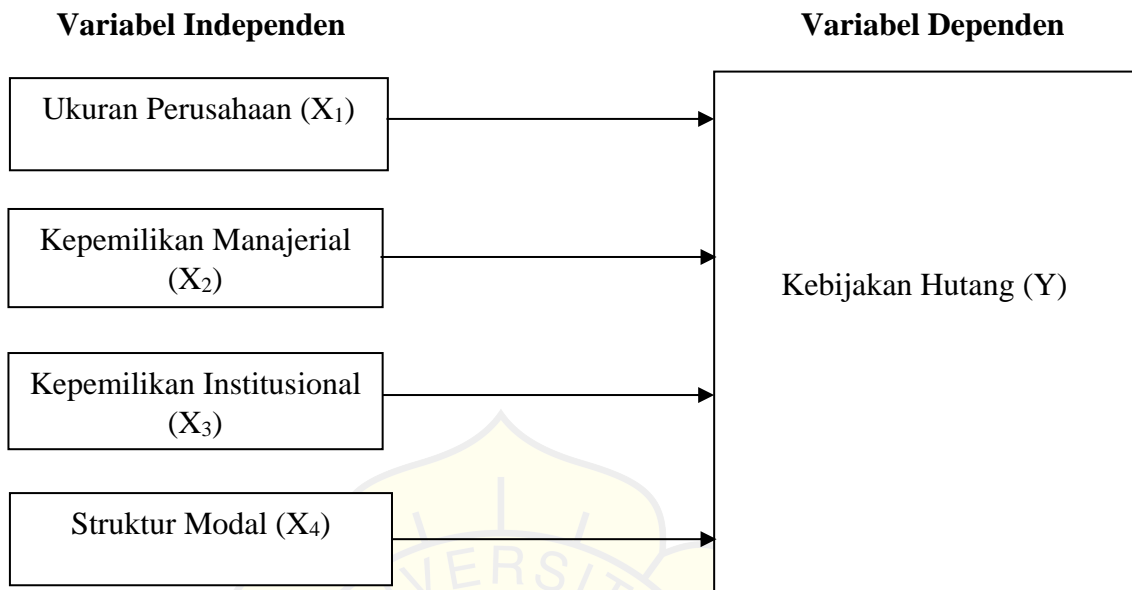
Kerangka berpikir yang digunakan dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran



Sumber: Data diolah kembali (2021)

Gambar 2.2 Model Variabel



Sumber : Data diolah kembali (2021)

2.10 Hipotesis Penelitian

2.11.1 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Ukuran perusahaan adalah ukuran atau besarnya aset yang dimiliki oleh perusahaan yang mencerminkan tinggi rendahnya tingkat operasional suatu perusahaan. Semakin tinggi tingkat operasional perusahaan maka semakin tinggi pula kebutuhan dana yang diperlukan. Begitu pula sebaliknya, semakin rendah tingkat operasional perusahaan maka semakin rendah pula dana yang dibutuhkan. Dalam teori *pecking order* perusahaan akan memilih pendanaan melalui hutang jika sumber pendanaan dari dalam berupa laba ditahan tidak mencukupi. Perusahaan besar cenderung memiliki akses lebih besar di pasar modal dan lebih dipercaya oleh pihak ketiga sebagai pemberi pinjaman karena memiliki jaminan yang bernilai lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Penelitian yang dilakukan oleh

Nurdani & Rahmawati (2019) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ifada & Yunandrianta (2017), Öhman & Yazdanfar (2017), Bonita & Pohan (2017), Sulistiani & Agustina (2019), Nurhalis, et al (2018) yang membuktikan adanya pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Hasil yang berbeda ditunjukkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Umbarwati & Fachrurrozie yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lourenc,o & Oliveira (2017), Józwiak, et al (2015), Berbeda dengan penelitian-penelitian tersebut Suryani & Khafid (2016) menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak secara signifikan berpengaruh pada kebijakan hutang. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Lumapow (2018), Nurfitirana, Fachrurrozie (2018), Novitasari & Viriany (2019), Connie & Iskak (2020), Mukhibad *et al* (2020), Safitri & Wulanditya (2017) yang membuktikan tidak adanya pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Sehingga hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₁: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang

2.11.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial adalah presentase kepemilikan saham oleh manajer sebagai pemegang saham, namun juga berperan aktif sebagai pihak manajemen yang menjalankan perusahaan. Dengan memiliki saham perusahaan, manajemen dapat merasakan langsung setiap dampak dari keputusan yang diambil. Semakin besar kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan, maka seorang manajer akan

berusaha meningkatkan kinerjanya untuk mengurangi penggunaan hutang yang memiliki risiko tinggi. Penelitian yang dilakukan Lumapow (2018) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi *et al* (2017) yang membuktikan adanya pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Berbeda dengan penelitian Viriya & Suryaningsih (2016) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Berbeda dengan penelitian-penelitian tersebut, Ifada & Yunandrianta (2017) menemukan tidak adanya pengaruh yang signifikan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Anwar (2019), Bonita & Pohan (2017), Yulia & Nurhaida (2015), Angela & Yanti (2019), Safitri & Wulanditya (2017) yang membuktikan tidak adanya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Sehingga hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₂: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang

2.11.3 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional oleh institusi besar seperti bank, perusahaan investasi, perusahaan asuransi, dana pensiun, dan institusi lainnya akan meningkatkan pengawasan terhadap aktivitas manajemen perusahaan, salah satunya aktivitas penggunaan hutang. Institusi selaku pemegang saham mayoritas cenderung menghindari penggunaan hutang karena memiliki risiko mulai dari gagal bayar hingga kebangkrutan perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional dalam

suatu perusahaan maka akan semakin rendah penggunaan hutang oleh perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Sulistiani & Agustina (2019) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Safitri & Wulanditya (2017), Pratiwi *et al* (2017) yang membuktikan adanya pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Namun hasil yang berbeda ditunjukkan dalam penelitian yang dilakukan Angela & Yanti (2019) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Berbeda dengan hasil penelitian-penelitian tersebut Anwar (2019) menemukan tidak adanya pengaruh yang signifikan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Bonita & Pohan (2017), Viriya & Suryaningsih (2016) dan Fitriyani & Khafid (2018). Sehingga hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₃: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang

2.11.4 Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang

Struktur aset dapat mencerminkan jumlah kekayaan dan modal yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin tinggi nilai aset maka penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan cenderung akan meningkat. Nilai aset yang tinggi mencerminkan bahwa perusahaan memiliki jaminan yang tinggi pula, sehingga kreditor merasa aman dari risiko tidak mampu membayar atau kebangkrutan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Umbarwati & Fachrurroize (2018) menemukan bahwa struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap

kebijakan hutang, berbeda dengan penelitian Nurdani & Rahmawati (2019) yang menemukan bahwa struktur aset berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Linda, et al (2017), Nurhalis, et al (2018) yang membuktikan adanya pengaruh negatif struktur aset terhadap kebijakan hutang. Namun hasil yang berbeda dari penelitian-penelitian tersebut ditunjukkan dalam penelitian Anwar (2019) yang menemukan tidak adanya pengaruh signifikan struktur aset terhadap kebijakan hutang. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bonita & Pohan (2017) yang membuktikan tidak adanya pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang. Sehingga hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₄: Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang

