

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Pengertian Utang

Menurut Munawir (2004) dalam Pitaloka (2009) utang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana utang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor. Utang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan utang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari utang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Utang dapat dibedakan menjadi dua yaitu utang jangka pendek dan utang jangka panjang.

a. Utang Jangka Pendek

Utang jangka pendek merupakan utang yang diharapkan akan dilunasi dalam waktu satu tahun atau satu siklus operasi normal perusahaan dengan menggunakan sumber-sumber aktiva lancar atau dengan menimbulkan utang jangka pendek yang baru. Siklus operasi adalah periode waktu yang diperlukan antara akuisisi barang dan jasa yang terlibat dalam proses manufaktur

serta realisasi kas akhir yang dihasilkan dari penjualan dan penagihan selanjutnya. Utang jangka pendek meliputi:

1. Utang dagang adalah utang yang timbul karena adanya pembelian barang dagangan.
2. Utang wesel adalah janji tertulis untuk membayar sejumlah uang tertentu pada suatu tanggal tertentu dimasa depan dan dapat berasal dari pembelian, pembiayaan, atau transaksi lainnya.
3. Biaya yang masih harus dibayar adalah biaya-biaya yang sudah terjadi tetapi belum dilakukan pembayarannya.
4. Utang jangka panjang yang segera jatuh tempo adalah sebagian atau seluruh utang jangka panjang yang sudah menjadi utang jangka pendek, karena harus segera dilakukan pembayaran.
5. Penghasilan yang diterima dimuka (*deferred revenue*) adalah penerimaan uang untuk penjualan barang dan jasa yang belum terealisir.

b. Utang Jangka Panjang

Utang jangka panjang merupakan utang yang jangka waktu pembayarannya lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca dan sumber-sumber untuk melunasi utang jangka panjang adalah sumber bukan dari kelompok aktiva lancar. Utang jangka panjang terdiri dari:

1. Utang obligasi merupakan surat pengakuan utang (dengan bunga) jangka panjang yang akan dibayar pada tanggal tertentu
2. Utang Hipotek (*mortgage*) merupakan penggadaian kekayaan nyata tertentu untuk mendapatkan suatu pinjaman dengan beban bunga yang tetap. Kekayaan nyata didefinisikan sebagai *real estate*, gedung, dan lain-lain.
3. Utang bank

2. Kebijakan Utang

Kebijakan utang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan utang ini berkaitan dengan struktur modal karena utang merupakan bagian dari penentuan struktur modal yang optimal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi utang yang 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).

Kebijakan utang memiliki dampak pada konflik dan biaya keagenan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Lenra Juni (2011) menyatakan bahwa dengan utang maka perusahaan akan melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pokok pinjaman. Kebijakan utang akan memberikan dampak pada pendisiplinan bagi manajer untuk mengoptimalkan penggunaan dana yang ada. Karena utang yang cukup

besar akan menimbulkan kesulitan keuangan dan atau risiko kebangkrutan.

a. *Signaling Theory*

Brigham dan Houston (2004) menyatakan bahwa 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 utang.

Jika utang meningkat, maka kemungkinan bangkrut akan semakin meningkat. Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka manajer reputasinya akan hancur dan tidak bisa dipercaya menjadi manajer lagi. Karena itu, perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Karena cukup yakin, maka manajer perusahaan tersebut berani menggunakan utang yang lebih besar. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik.

b. *Trade off Theory*

Trade off theory atau teori pertukaran (Brigham dan Houston, 2004) menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat

pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan.

1. Bunga yang dibayarkan sebagai beban pengurang pajak membuat utang menjadi lebih murah dibandingkan saham biasa atau preferen.
2. Utang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan utang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan utang tidak sebanding dengan kenaikan biaya *financial distress*.
3. Dalam dunia nyata perusahaan memiliki sasaran rasio utang yang meminta utang kurang dari 100 persen, dan alasannya adalah untuk membendung dampak potensi kebangkrutan yang buruk.

c. *Pecking Order Theory*

Teori ini diperkenalkan oleh Steward Myers pada 1984, menjelaskan fenomena bagaimana perusahaan menetapkan struktur modal yang diungkapkan oleh Gordon Donaldson. Dari teori ini dapat disimpulkan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, apabila harus menggunakan pendanaan eksternal maka akan dipilih yang paling aman terlebih dahulu, dan *equity* sebagai pilihan terakhir.

1. Perusahaan lebih senang menggunakan pendanaan internal sebagai sumber pendanaan.
2. Perusahaan menetapkan target rasio pembayaran berdasarkan kesempatan investasi di masa depan dan *cash flow* yang akan diperoleh.
3. Dividen bersifat “*sticky*”, perusahaan tidak menyukai menaikkan dividen kecuali mereka yakin akan terdapat peningkatan arus kas secara berkelanjutan sehingga terus dapat meningkatkan dividen di masa depan. Perusahaan juga enggan menurunkan pembayaran dividen, kecuali memang terjadi hal yang mengharuskan penurunan dividen yang dibayarkan.
4. Jika perusahaan memiliki dana internal untuk membiayai investasi maka apabila terjadi kelebihan dana akan diinvestasikan dalam modal investasi seperti kepada sekuritas, membeli saham, atau mengakuisisi perusahaan lain. Namun apabila jumlah dana internal lebih kecil dari pengeluaran maka perusahaan akan mendapatkannya dari portofolio sekuritas baru mencari sumber eksternal. Pendanaan eksternal yang dipilih adalah dari penerbitan utang, *convertible bonds*, baru kemudian saham.

4. Rasio *Free Cash Flow to Total Assets*

Free cash flow merupakan ukuran finansial yang menggambarkan berapa banyak kas yang dimiliki perusahaan setelah membayar kewajiban untuk kelangsungan dan pertumbuhan perusahaan (Hendy M. Fakhruddin, 2008). *Free cash flow* menggambarkan kepada investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan bukan hanya sebagai strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang mengeluarkan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan atau tidak. Pasar akan bereaksi jika terlihat ada *free cash flow* yang dapat meningkatkan harapan mereka untuk mendapatkan dividen di masa depan.

Free cash flow menurut Brigham dan Houston (2004) adalah arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasi yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Penelitian yang dilakukan oleh Tarjo dan Jogianto Hartono (2003) mengenai dampak *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. Penelitian tersebut memberikan bukti empiris bahwa *free cash flow* dan kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan.

5. Kepemilikan Institusional

Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain (Tarjo, 2003). Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Monitoring tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku opportunistik manajer.

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Kepemilikan ini mewakili sumber kekuasaan yang dapat

digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Jadi dengan adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan.

Hal ini berarti semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku opportunistik yang dilakukan oleh para manajer sehingga memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat utang yang lebih rendah.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) dalam Rizka Putri dan Ratih Handayani (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional pada industri manufaktur mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Moh'd et al (1998) dalam Fury dan Dina Hidayat (2006) bahwa para investor institusional pada industri manufaktur yang terdaftar di BEI sadar bahwa keberadaan mereka dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham.

6. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih. Semakin besar total aktiva maupun penjualan maka

semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Semakin besar aktiva maka semakin besar modal yang ditanam, sementara semakin banyak penjualan maka semakin banyak juga perputaran uang dalam perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan.

Ukuran perusahaan sangat bergantung pada besar kecilnya perusahaan yang juga berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar lebih mudah memperoleh pinjaman karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan bank atau lembaga keuangan jauh lebih tinggi (Ruly Wiliandri, 2011).

Pada kenyataannya, bahwa suatu perusahaan yang besar dan mapan (stabil) 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.

B. Penelitian Relevan

1. Muhammad Faisal (2004)

Melakukan penelitian tentang pengaruh *free cash flow*, set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang perusahaan manufaktur tahun 2000-2002. Hasil penelitian ini adalah *free cash flow* dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang

sedangkan set kesempatan investasi dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang.

2. Rizkia Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2007)

Meneliti tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, dan profitabilitas terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdapat di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2007. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, dividen, dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan kepemilikan institusional, profitabilitas, dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang

3. Yuli Soesetio (2008)

Melakukan penelitian mengenai kepemilikan manajerial dan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan profitabilitas terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur tahun 2004-2006. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan profitabilitas berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kebijakan utang perusahaan.

4. Abdullah W. Djabid (2008)

Meneliti tentang pengaruh kebijakan dividen dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang tahun 2004-2008. Hasil

penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

C. Kerangka Pikir

Berdasarkan landasan teoritis dan hasil penelitian terdahulu, maka kerangka pikir dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Pengaruh Rasio *Free Cash Flow to Total Assets* terhadap Kebijakan Utang

Manajer memiliki dua pilihan apabila memiliki sejumlah rasio *free cash flow to total assets*. Pilihan pertama adalah membagikan rasio *free cash flow to total assets* dalam bentuk dividen kepada pemegang saham dengan harapan mempertahankan nilai perusahaan. Pilihan kedua adalah manajer menggunakan rasio *free cash flow to total assets* tersebut untuk investasi lagi ke dalam proyek-proyek tertentu. Jika perusahaan membagikan rasio *free cash flow to total assets* dalam jumlah besar kepada pemegang saham, maka untuk membiayai investasi perusahaan diperoleh dari pihak luar yaitu dengan meningkatkan utang. Dengan demikian, perusahaan dengan rasio *free cash flow to total assets* tinggi cenderung akan mempunyai level utang yang tinggi. Sehingga disimpulkan bahwa rasio *free cash flow to total assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

2. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang

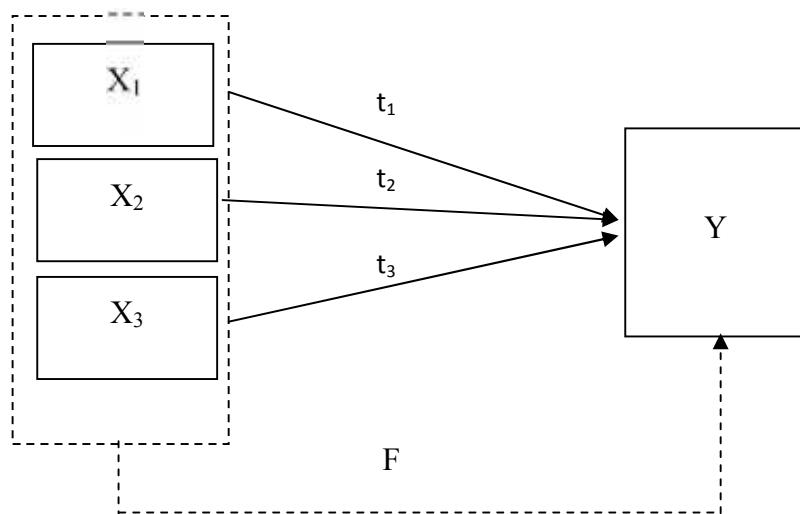
Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham oleh investor-investor institusional seperti perusahaan investasi bank, perusahaan asuransi, maupun berupa kepemilikan lembaga dan perusahaan-perusahaan lain. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka diharapkan pengendalian internal terhadap perusahaan akan semakin kuat. Pengendalian ini akan membuat manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan kebangkrutan perusahaan. Semakin besar persentase saham yang dimiliki *institutional investor* akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif sehingga dapat mengendalikan perilaku opportunistik yang dilakukan oleh para manajer serta memaksa manajer untuk mengurangi adanya tingkat penggunaan utang. Dengan adanya *monitoring agents* menyebabkan manajer menggunakan tingkat utang yang rendah sehingga mengantisipasi kemungkinan terjadinya risiko kebangkrutan. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat mengurangi perilaku opportunistik manajer terhadap penggunaan utang. Sehingga disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

3. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang

Semakin besarnya ukuran perusahaan maka kebutuhan akan dana juga akan semakin besar yang salah satunya dapat berasal dari pendanaan eksternal yaitu utang. Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan utang 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 kreditor. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

D. Paradigma Penelitian



Gambar 1. Paradigma Penelitian

Y	= Kebijakan Utang
X ₁	= Rasio <i>Free Cash Flow to Total Assets</i>
X ₂	= Kepemilikan Institusional
X ₃	= Ukuran Perusahaan
t ₁ , t ₂ , t ₃	= Uji t (pengujian parsial)
F	= Uji F (pengujian simultan)
→	= Pengaruh masing-masing X ₁ , X ₂ , X ₃ terhadap Y
→	= Pengaruh X ₁ , X ₂ , X ₃ secara simultan terhadap Y

E. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan teori dan kerangka pikir di atas, maka hipotesis yang akan diajukan dalam proses penelitian ini adalah:

Ha₁ : Rasio *Free cash flow to total assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010

Ha₂ : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010

Ha₃ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010

Ha₄ : Rasio *free cash flow to total assets*, kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010