BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Arus Kas Bebas

2.1.1.1 Pengertian Arus Kas Bebas

Menurut Werner R. Murhadi (2013:48) mendefinisikan bahwa arus kas bebas merupakan kas yang tersedia di perusahaan yang dapat digunakan untuk berbagai aktivitas.

Sedangkan menurut Jensen (1986) dalam Luh Made Dwi Parama Yogi dan I Gusti Ayu Eka Damayanthi (2016) mendefinisikan *free cash flow* adalah aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Arus kas bebas sebagai arus kas perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah membayar biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. Arus kas ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk hutang atau *equity*. Arus kas bebas dapat digunakan untuk membayar utang, membeli kembali saham, membayar dividen atau menahannya untuk kesempatan pertumbuhan di masa depan. Arus kas bebas memudahkan perusahaan untuk mengukur pertumbuhan bisnis dan

pembayaran kepada *shareholders*. *Free cash flow* ini yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer.

Javanshir Hadi, Oladi Bashir, Ghadiri Moghaddam Abolfazi, dan Mojarad Maryam (2013:27) menyatakan :

"*Free Cash Flow (FCF) is the amount of cash flow available to the firm that can be used to purchase investment, payment of dividends, debt repayment or to increase liquidity*."

Berdasarkan definisi tersebut bahwa arus kas bebas merupakan jumlah arus kas yang tersedia bagi perusahaan yang dapat digunakan untuk membeli investasi, pembayaran dividen, pembayaran utang atau untuk meningkatkan likuiditas. Brigham dan Houston (2010:109) yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar, mendefinisikan bahwa :

> *Free Cash Flow* adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Ross *et al*. (2000) dalam Triani Pujiastuti (2008) mendefinisikan arus kas bebas sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada *asset* tetap. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Pemegang saham mengharapkan dana tersebut dibagikan sebagai dividen sehingga menambah kesejahteraan mereka. Di sisi lain, manajer lebih menginginkan dana ditahan sebagai persediaan dana internal perusahaan yang dapat

digunakan untuk membiayai investasi. Manajer dapat meningkatkan kesejahteraan mereka dengan investasi pada perusahaan dengan arus kas bebas pada kesempatan investasi yang *unprofitable* daripada membayar dividen ke pemegang saham.

Wu (2004) menyatakan bahwa konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer pada perusahaan yang menghasilkan arus kas bebas secara substansial biasanya menggunakan hutang untuk mengurangi *agency cost* yang timbul akibat dari konflik tersebut. Penggunaan utang memungkinkan manajer untuk secara efektif mengikat janji mereka untuk mengeluarkan arus kas di masa depan. Hutang dapat merupakan suatu substitusi yang efektif untuk dividen. Sehingga utang dapat mengurangi *agency cost* pada *free cash flow* dengan pengurangan arus kas yang tersedia dengan membelanjakan sesuai kebutuhan manajer perusahaan.

Penman (2001) mendefinisikan arus kas bebas sebagai kas dari laba operasi setelah menahan sebagian laba tersebut sebagai *asset* dan merupakan kas bersih yang dihasilkan dari operasi yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar klaim atas hutang dan ekuitasnya. Jensen (1986) dalam Pasaman Silaban (2013) mendefinisikan kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagikan dividen.

Ross *et al* (2000) dalam Panjaitan (2011) menyatakan bahwa :

"*Free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada *asset* tetap."

Pernyataan-pernyataan tersebut diatas dapat disimpulkan bahwa arus kas bebas merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada *asset* tetap. Arti sederhana dan singkat arus kas bebas adalah sisa perhitungan arus kas yang dihasilkan oleh suatu perusahaan di akhir suatu periode keuangan (kuartalan atau tahunan) setelah membayar gaji, biaya produksi, tagihan, cicilan hutang berikut bunganya, pajak, dan juga belanja modal (*capital expenditure*) untuk pengembangan usaha. Sisa uang inilah yang disebut arus kas bebas. Meski dinamakan bebas tapi manajemen tidak bisa sebebasnya menggunakan uang ini karena uang sisa inilah yang bisa digunakan untuk mengembangkan usaha, kalau tidak mengambil dana dari hutang dan sumber dana lainnya.

2.1.1.2 Metode Perhitungan Arus Kas Bebas

Pengukuran arus kas bebas menurut Penman (2007) yaitu dengan:

FCF = CFO – CFI

Keterangan :

FCF = free cash flow

CFO = arus kas operasi

CFI = arus kas investasi

Pengukuran arus kas bebas yang lain menurut Indahningrum dan Handayani (2009) dalam Beny (2013), yaitu :

FCFit = AKOit – PMit – NWCit

Keterangan :

FCFi : Free cash flow

AKOit : aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

PMit : pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

NWCit : modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

2.1.2 Profitabilitas

2.1.2.1 Pengertian Profitabilitas

Menurut Pearce dan Robinson (2008:241) profitabilitas merupakan hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusuan yang dipilih manajemen suatu organisasi. Hasil bersih ini yaitu berupa besarnya laba yang di dapat perusahaan. Secara umum, profitabilitas merupakan sebuah rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa bagus kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba. Untuk melihat seberapa besar profitabiltas perusahaan, digunakan sebuah rasio untuk mengukurnya yang disebut dengan rasio profitabilitas.

Menurut Petronila dan Mukhlasin (2003) profitabilitas merupakan gambaran dan kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Pengukuran profitabilitas dapat menggunakan beberapa indikator seperti laba operasi, laba

bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik.

Horne and John (2005) mengatakan bahwa :

> Rasio profitabilitas terdiri dari dua jenis yaitu, rasio yang menunjukkan profiabilitas dalam kaitannya dengan penjualan (margin laba kotor dan margin laba bersih), dan profitabilitas dalam kaitannya dengan investasi yaitu *return on asset* (ROA), *return on equity* (ROE).

Menurut Brigham, Houston (2010:146) menyatakan bahwa rasio profitabilitas yang mencerminkan hasil akhir dari seluruh kebijakan keuangan dan keputusan operasional.

Sedangkan menurut Chen (2004) menyatakan bahwa :

"Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dan efisiensi dalam menggunakan harta yang dimilikinya."

Menurut Sheisarvian, *et al*. (2015) mendefinisikan bahwa :

"Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan atas kegiatan usaha perusahaan selama satu tahun yang dinyatakan dalam rasio laba operasi dengan penjualan bersih pada laporan laba rugi saat akhir tahun."

Dari perngertian diatas dapat disimpulkan bahwa profitabilitas merupakan perolehan laba yang dihasilkan oleh suatu perusahaan melalui penjualan, total aktiva maupun modal sendiri.

2.1.2.2 Indikator-Indikator Rasio Profitabilitas

Beberpa indikator untuk mengukur rasio profitabilitas menurut I Made Sudana (2011:22) diantaranya sebagai berikut :

1. *Return On Asset (ROA)*

ROA merupakan kemampuan perusahaan dengan menggunakan seluruh aktikva yang dimiliki untuk menghasilkan laba setelah pajak. Menurut Sutrisno (2000:222) ROA sering disebut juga rentabilitas ekonomis merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan semua aktiva yang dimiliki oleh perusahaan.

$$Return\ On\ Assets = \frac{Laba\ Setelah\ Pajak}{Total\ Aktiva} \text{ x } 100\%$$

2. *Return On Equity (ROE)*

ROE merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak dengan menggunakan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Menurut Sawir (2009:20) mendefinisikan bahwa :

> *Return on equity* adalah rasio yang memperlihatkan sejauh manakah perusahaan mengelola modal sendiri *(net worth)* secara efektif, mengukur tingkat keuntungan dari investasi yang telah dilakukan pemilik modal sendiri atau pemegang saham perusahaan.
>
> *Return on equity* dapat dihitung dengan formula :

$$Return\ On\ Equity = \frac{Laba\ Setelah\ Pajak}{Total\ Ekuitas} \text{ x } 100\%$$

Standar ROE menurut Peraturan Bank Indonesia No. 6/9/PBI/2004 adalah 12%. Variabel ini mempunyai bobot nilai 15%. Skor nilai ROE ditentukan sebagai berikut. Jika ROE bernilai :

a. Kurang dari 8%, skor nilai = 0

b. Antara 8% - 10%, skor nilai = 80

c. Antara 10% - 12%, skor nilai = 90

d. Lebih dari 12%, skor nilai = 100

Jika suatu perusahaan memiliki ROE 13,35% maka skor akhir ROE adalah 15*100 = 15.

3. Profit Margin Rasio

Profit margin rasio mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan penjualan yang dicapai perusahaan. Profit margin rasio dibedakan menjadi :

a. Net Profit Margin

Net profit margin merupakan alat ukur perusahaan untuk unruk menghasilkan laba bersih dari penjualan yang dilakukan perusahaan. Menurut Hanafi dan Halim (2007:83) rasio ini diinterpretasikan juga sebagai kemampuan perusahaan menekan biaya-biaya (ukuran efisiensi) di perusahaan pada periode tertentu. Profit margin dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\textit{Net Profit Margin} = \frac{Laba\ Bersih\ Setelah\ Pajak}{Penjualan} \text{ x } 100\%$$

b. Operating Profit Margin

Syamsuddin (2009:61) mendefinisikan *operating profit margin* merupakan rasio yang menggambarkan apa yang biasanya disebut *pure profit* yang diterima atas setiap rupiah dari penjualan yang dilakukan. Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak dengan penjualan yang dicapai perusahaan. *Operating profit margin* dihitung sebagai berikut :

$$\text{Operating Profit margin} = \frac{Laba\ setelah\ pajak}{Penjualan} \text{ x } 100\%$$

c. Gross Profit Margin

Sawir (2009:18) menyatakan bahwa *gross profit margin* merupakan rasio yang mengukur efisiensi pengendalian harga pokok atau biaya produksinya, mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk berproduksi secara efisien. Rasio ini untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba kotor dengan penjualan yang telah dilakukan perusahaan. *Gross Profit Margin* dihitung sebagai berikut :

$$\textit{Gross profit margin} = \frac{Laba\ kotor}{Penjualan} \text{ x } 100\%$$

4. Basic Earning Power

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk mengahasilkan laba sebelum bunga dan pajak dengan menggunakan total aktiva yang dimiliki perusahaan. *Basic Earning Power* dihitung sebagai berikut :

$$BEP = \frac{Earning\ Before\ Interes\ And\ Taxes}{Total\ Assets}$$

2.1.2.3 Tujuan dan Manfaat Profitabilitas

Rasio profitabilitas memiliki tujuan dan manfaat, tidak hanya bagi pihak pemilik usaha atau manajemen saja, tetapi juga bagi pihak diluar perusahaan, terutama pihak – pihak yang memiliki hubungan atau kepentingan dengan perusahaan.

Menurut Kasmir (2008:197) tujuan penggunaan rasio profitabilitas bagi perusahaan, maupun bagi pihak luar perusahaan, yaitu :

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

2.1.3 Kebijakan Hutang

Menurut Irham Fahmi (2012:160) hutang adalah kewajiban yang dimiliki oleh perusahaan yang bersumber dari dana eksternal baik yang berasal dari sumber pinjaman perbankan, leasing, penjualan obligasi dan sejenisnya. Sedangkan menurut Riyanto (2010:98) mendefinisikan bahwa kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk mendanai operasinya dengan menggunakan hutang keuangan atau yang biasa disebut dengan *leverage*.

2.1.3.1 Pengertian *Leverage*

Keown et al. (2010:121) menyatakan bahwa *financial leverage* adalah praktik pendanaan sebagian aktiva perusahaan dengan sekuritas yang menanggung beban pengembalian tetap dengan harapan bisa meningkatkan pengembalian akhir bagi pemegang saham. Sedangkan menurut Fahmi (2011:127) mendefinisikan bahwa *leverage* merupakan rasio yang mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan hutang.

Sartono (2008:257) menyatakan bahwa :

"*Leverage* adalah penggunaan aset dan sumber dana (*source of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham."

Menurut Fakhrudin (2008:109) mendefinisikan bahwa :

"*Leverage* merupakan jumlah utang yang digunakan untuk membiayai atau membeli aset-aset perusahaan. Perusahaan yang memiliki utang lebih besar dari equity dikatakan sebagai perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi."

Menurut Sjahrial (2009:147) mendefinisikan bahwa :

> *Leverage* adalah penggunaan aktiva dan sumber dana oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) berarti sumber dana yang berasal dari pinjaman karena memiliki bunga sebagai beban tetap dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham.

Teori yang menjelaskan mengenai kebijakan hutang diantaranya yaitu *Trade Off Theory* dan *Pecking Order Theory*. *Trade Off Theory* menggambarkan tentang keputusan kontroversi utang-ekuitas perusahaan antara perlindungan pajak bunga dan biaya masalah keuangan. Nilai perusahaan dengan utang akan semakin meningkat dengan meningkatnya hutang, tetapi pada titik tertentu nilai tersebut akan turun. Gabungan teori antara teori struktur modal MM dengan memasukkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan mengindikasikan adanya *trade-off* antara penghematan pajak dan utang dengan biaya keuangan. Jadi, diperlukan tingkat utang yang optimal pada titik tertentu agar nilai perusahaan naik dan tidak timbul biaya kebangkrutan (Hanafi, 2010:309).

Pecking Order menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Hanafi, 2004:313). Penggunaan hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham. Menurut Brealey *et al*., (2008:25),

urutan pendanaan menurut teori *pecking order* adalah perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, karena dana ini terkumpul tanpa mengirimkan sinyal sebaliknya yang dapat menurunkan harga saham. Jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan menerbitkan utang lebih dahulu dan hanya menerbitkan ekuitas sebagai pilihan terakhir. *Pecking order* ini muncul karena penerbitan utang tidak terlalu diterjemahkan sebagai pertanda buruk oleh investor bila dibandingkan dengan penerbitan ekuitas.

Dari uraian tersebut maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang adalah praktik dalam mengukur tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang.

2.1.3.2 Indikator-Indaktor Rasio *Leverage* (Hutang)

Menurut Irham Fahmi (2011:72) bahwa indikator untuk mengukur rasio hutang ada 6 yaitu sebagai berikut :

1) *Debt to Total Assets Atau Debt ratio*

Rasio ini merupakan alat untuk mengukur perusahaan yag digunakan untuk melihat perbandingan antara hutang perusahaan, yang diperoleh dari perbandingan tota hutang dibagi denga total asset. Menurut Sutrisno (2000:217) *debt to total assets* adalah rasio hutang dengan total aktiva yang biasa disebut rasio hutang (*debt ratio)*, mengukur presentase besarnya dana yang berasal dari hutang. *Debt to Total Assets Atau Debt ratio* dihitung sebagai berikut :

$$DAR = \frac{Total\ Liabilities}{Total\ Assets}$$

2) *Debt to Equty Ratio*

Rasio ini untuk mengukur dan menganalisis laporan keuangan dengan memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditor. *Debt to Equty Ratio* dihitung sebagai berikut :

$$DER = \frac{Total\ Liabilities}{Total\ Equity}$$

3) *Times Interst Earned*

Ratio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk membayarkan beban tetap berupa bunga dengan menggunakan EBIT (Earning Before Interest and taxes). *Times Interst Earned* dihitung sebagai berikut :

$$TIE = \frac{EBIT}{Interest\ Expense}$$

4) *Long-Term Debt to Total Capitalization*

Rasio ini untuk mengukur besar kecilinya hutang jangka panjang dibandingkan dengan modal sendiri. *Long-Term Debt to Total Capitalization* dihitung sebagai berikut :

$$LTD = \frac{Long\ Term\ debt}{Equity}$$

5) *Fixed Charge Coverage*

Rasio ini digunakan untuk mengukur dan menutup beban tetap, dimana rasio ini digunakan untuk menganalisis kemampuan perusahaan dalam menutup beban tetap dibandingkan dengan rasio kelipatan pembayaran bunga. *Fixed Charge Coverage* dihitung sebagai berikut :

$$FCC = \frac{Laba\ Usaha + Beban\ Bunga}{Beban\ Bunga + Beban\ Sewa}$$

6) *Cash Flow Adequacy*

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menutup pengeluaran modal, utang jangka panjang, dan pembayaran dividen setiap tahunnya. *Cash Flow Adequacy* dihitung sebagai berikut :

$$CFA = \frac{Arus\ kas\ dari\ aktivitas\ operasi}{Pengeluaran\ Modal + Pelunasan\ Hutang + Bayar\ Dividen}$$

2.1.4 Penelitian Terdahulu

Selanjutnya untuk mendukung penelitian ini, dapat disajikan daftar penelitian terdahulu dan teori yang sudah dijabarkan atau dikemukakan sehingga dapat membedakan keorisinalitasan penelitian ini :

1. Beny (2013)

Penelitian yang dilakukan membahas mengenai pengaruh *dividend payout*, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, kepemilikan manajerial, kepemilikan

institusional, dan aliran kas bebas terhadap kebijakan hutang pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *dividend payout*, pertumbuhan perusahaan, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada industri manufaktur. Sedangkan profitabilitas, kepemilikan institusional, aliran kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada industri manufaktur.

2. Bambang Sudiyatno, Septavia Mustika Sari (2013)

Penelitian yang dilakukan membahas mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang (*leverage*) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *non-debt tax shield* (pajak non-utang) berefek negatif, tapi tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage* (kebijakan hutang), sturktur aktiva (tangibility) berpengaruh positif yang signifikan terhadap *leverage*, profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur.

3. Rona Mersi Narita (2012)

Penelitian yang dilakukan membahas mengenai analisis kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dan *free cash flow*

tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

4. Richard Kofi Akoto, Dadson Awunyo-Vitor (2013)

Penelitian yang dilakukan membahas mengenai analisis pengaruh kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Ghana. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif dan signifikan secara statistik antara total hutang dan struktur aktiva, dan terdapat hubungan signifikan dan positif antara total hutang dan likuiditas pada perusahaan manufaktur. Selanjutnya, bahwa ukuran dan profitabilitas juga terdapat hubungan positif dan signifikan secara statistik dalam hubungan mereka dengan total utang pada perusahaan manufaktur.

5. Wati Aris Astuti, Nurlaelasari (2013)

Penelitian yang dilakukan membahas mengenai pengaruh arus kas bebas dan profitabilitas terhadap kebijakan utang pada PT. Intraco Penta Tbk. Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh dan hubungan positif terhadap kebijakan utang. Arus kas bebas juga memiliki hubungan positif dengan kebijakan utang. Profitabilitas memiliki pengaruh dan hubungan positif dengan kebijakan utang. Arus kas bebas dan profitabilitas secara bersama-sama berpengaruh dan memiliki hubungan positif yang sangat erat dengan kebijakan utang.

6. Miss.Tharshiga Murugesu (2013)

Penelitian yang dilakukan membahas mengenai pengaruh hutang terhadap profitabilitas pada perusahaan hotel di Sri Lanka. Sesuai dengan analisis regresi,

hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara utang dan profitabilitas. Namun berdasarkan analisis korelasi, ada hubungan negatif yang kuat antara kewajiban jangka pendek, ROE dan ROA. Sedangkan total kewajiban lebih lanjut untuk total aset memiliki negatif yang kuat hubungan antara ROE dan ROA. Tapi tidak ada hubungan yang signifikan antara kewajiban jangka panjang, ROE dan ROA.

7. Esa Setiana, Reffina Sibagariang (2013)

Penelitian yang dilakukan membahas mengenai pengaruh *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* (FCF) berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DER) pada perusahaan manufaktur, kepemilikan manajerial (MOWNS) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DER) pada perusahaan manufaktur, *free cash flow* dan kepemilikan manejerial secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

8. I Putu Suastawan (2014)

Penelitian yang dilakukan membahas mengenai pengaruh arus kas bebas dan profitabilitas pada kebijakan utang perusahaan *real estate*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial variabel profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan, sedangkan variabel arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan real estate di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 2.1

Penelitian Terdahulu

No.	Penelitian Terdahulu	Kesimpulan	Persamaan	Perbedaan
1.	Beny (2013) Pengaruh Dividend Payout, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Dan Aliran Kas Bebas Terhadap Kebijakan Hutang	Dividend payout, pertumbuhan perusahaan, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan profitabilitas, kepemilikan institusional, aliran kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.	1. 3 variabel yang sama, yaitu arus kas bebas, profitabilitas sebagai variable independen, serta kebijakan hutang sebagai varibel dependen.	1. Terdiri dari beberapa variabel independen yang berbeda. 2. Sampel penelitian pada perusahaan manufaktur 3. Memiliki beberapa banyak perusahaan yang digunakan sebagai sampel periode 2006-2009
2.	Bambang Sudiyatno, Septavia Mustika Sari (2013) Determinants of debt policy: An empirical studying Indonesia stock exchange.	a. Pajak non-utang berefek negatif, tapi tidak berpengaruh signifikan terhadap leverage (kebijakan hutang). b. Tangibility berpengaruh positif yang signifikan terhadap leverage. c. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage. d. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap leverage.	1. 2 variabel yang sama, yaitu profitabilitas, serta kebijakan hutang.	1. Terdiri dari beberapa variabel dependen yang berbeda. 2. Sampel penelitian pada perusahaan manufaktur. 3. Memiliki beberapa banyak perusahaan yang digunakan sebagai sampel periode 2007-2009.
3.	Rona Mersi Narita (2012) Analisis Kebijakan Hutang	Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dan	1. 3 variabel yang sama, yaitu arus kas bebas, profitabilitas, serta kebijakan hutang.	1. Terdiri dari beberapa variabel yang dependen yang berbeda. 2. Sampel penelitian pada perusahaan manufaktur. 3. Memiliki beberapa banyak perusahaan yang digunakan sebagai sampel

No.	Penelitian Terdahulu	Kesimpulan	Persamaan	Perbedaan
		free cash flow tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.		periode 2007-2009.
4.	Richard Kofi Akoto, Dadson Awunyo-Vitor (2013) What Determines the Debt Policy of Listed Manufacturing Firms in Ghana?	Penelitian ini menemukan hubungan yang positif dan signifikan secara statistik antara total hutang dan struktur aktiva, dan hubungan signifikan dan positif antara total hutang dan likuiditas. Selanjutnya, bahwa ukuran dan profitabilitas juga positif dan signifikan secara statistik dalam hubungan mereka dengan total utang.	1. 2 variabel yang sama, yaitu profitabilitas, serta kebijakan hutang. .	1. Terdiri dari beberapa variabel dependen yang berbeda. 2. Sampel penelitian pada perusahaan manufaktur 3. Memiliki 7 perusahaan yang digunakan sebagai sampel periode 2000-2009.
5.	Wati Aris Astuti, Nurlaelasari (2013) Pengaruh Arus Kas Bebas dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang	Arus kas bebas memiliki pengaruh dan hubungan positif terhadap kebijakan utang pada PT Intraco Penta Tbk. Arus kas bebas juga memiliki hubungan positif dengan kebijakan utang. Profitabilitas memiliki pengaruh dan hubungan positif dengan kebijakan utang pada PT Intraco Penta Tbk. Arus kas bebas dan profitabilitas secara bersama-sama berpengaruh dan memiliki hubungan positif yang sangat erat dengan kebijakan utang pada PT Intraco Penta Tbk.	1. 3 variabel yang sama, yaitu arus kas bebas, profitabilitas, serta kebijakan hutang.	1. Hanya memiliki satu perusahaan yang digunakan sebagai sampel periode 2005-2011.
6.	Miss.Tharshiga Murugesu (2013) Effect of debt on corporate profitability (Listed Hotel Companies Sri Lanka)	Sesuai dengan analisis regresi tidak ada hubungan yang signifikan antara utang dan profitabilitas. Namun berdasarkan analisis korelasi, ada	1. 2 variabel yang sama, yaitu profitabilitas, serta kebijakan hutang.	1. Terdiri dari 1 variabel yang berbeda. 2. Memiliki 11 perusahaan hotel yang digunakan sebagai sampel

No.	Penelitian Terdahulu	Kesimpulan	Persamaan	Perbedaan
		hubungan negatif yang kuat antara kewajiban jangka pendek, ROE dan ROA. total kewajiban lebih lanjut untuk total aset memiliki negatif yang kuat hubungan antara ROE dan ROA. Tapi tidak ada hubungan yang signifikan antara kewajiban jangka panjang, ROE dan ROA.		periode 2008-2012.
7.	Esa Setiana, Reffina Sibagariang (2013) Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	Free cash flow (FCF) berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DER) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011; Kepemilikan manajerial (MOWNS) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DER) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011; Free cash flow dan kepemilikan manejerial secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.	1. 2 variabel yang sama, yaitu arus kas bebas serta kebijakan hutang	1. Terdiri dari 1 variabel yang berbeda. 2. Memiliki 55 perusahaan manufaktur yang digunakan sebagai sampel periode 2011.
8.	I Putu Suastawan (2014) Pengaruh Arus Kas Bebas Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Utang Perusahaan Real Estate.	Secara parsial variabel profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan, sedangkan variabel arus kas bebas tidak	1. 3 variabel yang sama, yaitu arus kas bebas, profitabilitas, serta kebijakan hutang.	1. Memiliki 11 perusahaan real estate yang digunakan sebagai sampel.

No.	Penelitian Terdahulu	Kesimpulan	Persamaan	Perbedaan
		berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan real estate di Bursa Efek Indonesia.		

2.2 Kerangka Pemikiran

Perusahaan yang tidak mampu mempertahankan kemampuan perusahaannya akan mengalami masalah keuangan yang biasanya ditandai dengan mengalami kerugian. Tujuan utama perusahaan pada dasarnya adalah untuk meningkatkan dan memaksimalkan keuntungan pemilik perusahaan.

Dalam mejalankan dan mengelola perusahaan, manajer memerlukan dana untuk memenuhi kebutuhan perusahaan, baik untuk kegiatan operasional maupun untuk ekspansi perusahaan dan salah satu alternatif perusahaan untuk memperoleh dana adalah dengan kebijakan hutang. Nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui kebijakan hutang. Kebijakan hutang merupakan penentuan berapa besarnya hutang akan digunakan perusahaan dalam mendanai aktivanya. Manajemen dalam mengambil keputusan pendanaan menggunakan kebijakan hutang yang diukur melalui rasio *debt to equity ratio*. Risiko dari kebijakan hutang tersebut yaitu tidak dapat mengembalikan kepada kreditur yang dapat mengancam kelangsungan perusahaan dan reputasi manajer itu sendiri.

Sebelum manajemen perusahaan melakukan keputusan pendanaan, terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi perusahaan untuk mengambil kebijakan hutang. Faktor tersebut diantaranya yaitu arus kas bebas dan profitabilitas.

Keberadaan arus kas bebas dalam perusahaan berpotensi untuk menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan agar sisa dana dibagikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Sedangkan manajer lebih menyukai untuk menginvestasikan dana yang tersedia pada proyek-proyek yang menguntungkan dengan harapan dapat menambah insentif bagi manajer di masa yang akan dating.

Berdasarkan dari permasalahan tersebut, maka salah satu solusi untuk mengurangi biaya keagenan yang timbul akibat konflik keagenan ini adalah dengan hutang. Dengan adanya hutang, manajer termotivasi untuk bekerja dengan lebih efisien, sehingga dapat meningkatkan efisiensi organisasi perusahaan. Pengaruh ini disebut dengan *control hypothesis*.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang sangat tinggi biasanya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit. Karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan tersebut melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal.

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang.

Semakin tinggi rasio profitabilitas akan diikuti oleh penurunan rasio utang perusahaan. Hal ini menggambarkan bahwa setiap penambahan *profitability* akan mengakibatkan hutang berkurang. Berkurangnya komposisi hutang dalam struktur modal bisa karena keuntungan perusahaan tidak dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen tunai tetapi dikonversi menjadi dividen saham dan kemudian digunakan untuk membayar hutang yang telah jatuh tempo, atau keuntungan tersebut dikonversi menjadi dividen saham sebagai modal tambahan sehingga menambah jumlah *equity* atau keuntungan tersebut tidak dibagikan baik dalam bentuk dividen tunai maupun dividen saham tetapi dikapitalisir menjadi laba yang ditahan sehingga komposisi struktur modal menjadi lebih besar *equity* dibandingkan dengan hutang.

Hal ini berdasarkan dengan *pecking order theory* yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Semakin *profitable* suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula kemampuan perusahaan untuk mendanai kebutuhan investasi dari sumber internal seperti laba ditahan.

2.2.1 Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Kebijakan Utang

Free cash flow oleh Jensen (1986) dalam Beny (2013) diartikan sebagai *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah membayar biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. *Cash*

flow ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau *equity*. *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar utang, membeli kembali saham, membayar dividen atau menahannya untuk kesempatan pertumbuhan di masa depan. Free cash flow memudahkan perusahaan untuk mengukur pertumbuhan bisnis dan pembayaran kepada *shareholders*.

Ross *et al* (2000) dalam Triani Pujiastuti (2008) mendefenisikan *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset. Faisal (2004) menjelaskan pada penelitiannya bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung memiliki tingkat utang yang lebih tinggi. Hal tersebut dikarenakan penggunaan utang dapat menekan *asimertric information* antara para pemegang saham dan para manajer. Selain itu perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung memiliki tingkat utang yang tinggi dikarenakan para pemegang saham mengkhawatirkan dengan adanya *free cash flow* yang besar akan mendorong manajer menggunakan dana tersebut untuk membiayai kegiatan perusahaan yang tidak memberikan nilai tambah bagi perusahaan dan pemegang saham.

Keberadaan arus kas bebas dalam perusahaan berpotensi untuk menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan agar sisa dana dibagikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Sedangkan manajer lebih menyukai untuk menginvestasikan dana yang tersedia pada proyek-proyek yang menguntungkan dengan harapan dapat

menambah insentif bagi manajer di masa yang akan datang (Fitriyah dan Hidayat, 2011).

Sehingga Jensen (1986) dalam Triani Pujiastuti (2008) berpendapat bahwa salah satu solusi untuk mengurangi biaya keagenan yang timbul akibat konflik keagenan ini adalah dengan hutang. Dengan adanya hutang, manajer termotivasi untuk bekerja dengan lebih efisien, sehingga dapat meningkatkan efisiensi organisasi perusahaan. Pengaruh ini disebut dengan *control hypothesis*.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Beny (2013) yang menunjukkan bahwa variabel arus kas bebas (*Free Cash Flow*) memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang. Hal tersebut sesuai dengan penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), yaitu menyatakan bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang. Ketika arus kas bebas (*Free Cash Flow*) tinggi maka perusahaan cenderung menggunakan utang untuk kegiatan pendanaan perusahaan (Jensen, 1986).

2.2.2 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang

Profitabilitas (*Profitability*) adalah kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh laba (Munawir, 2002). Dalam hal ini profitabilitas akan menambahkan dana bagi perusahaan yang kemudian akan digunakan untuk investasi maupun laba ditahan. Menurut Harahap (2009) pengembalian atas modal merupakan salah satu indikator atas kekuatan perusahaan dalam jangka panjang. Rasio ini menunjukan berapa persen diperoleh laba bersih bila diukur dari modal pemilik.

Menurut Myers (1984) dalam Indahningrum dan Handayani (2009), menyarankan kepada manajer untuk menggunakan *Pecking Order Theory* dalam melakukan keputusan pendanaan. *Pecking Order* merupakan urutan penggunaan dana untuk investasi yaitu laba ditahan sebagai urutan pertama, kemudian diikuti oleh hutang dan ekuitas. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi memiliki nominal dana internal yang tinggi pula. Semakin tinggi nominal dana internal perusahaan berdasarkan pada *Pecking Order Theory*, maka perusahaan akan menggunakan dana internal atau laba ditahan dalam memenuhi kebutuhan operasional perusahaan.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang sangat tinggi biasanya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit. Karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan tersebut melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2011:189).

Rona Mersi Narita (2012) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini konsisten dengan *Pecking Order Theory*, bahwa profitabilitas akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Jadi semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan mengakibatkan semakin rendah hutang yang akan digunakan.

Semakin tinggi rasio profitabilitas akan diikuti oleh penurunan rasio utang perusahaan. Hal ini menggambarkan bahwa setiap penambahan *profitability* akan mengakibatkan hutang berkurang. Berkurangnya komposisi hutang dalam struktur

modal bisa karena keuntungan perusahaan tidak dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen tunai tetapi dikonversi menjadi dividen saham dan kemudian digunakan untuk membayar hutang yang telah jatuh tempo, atau keuntungan tersebut dikonversi menjadi dividen saham sebagai modal tambahan sehingga menambah jumlah *equity* atau keuntungan tersebut tidak dibagikan baik dalam bentuk dividen tunai maupun dividen saham tetapi dikapitalisir menjadi laba yang ditahan sehingga komposisi struktur modal menjadi lebih besar *equity* dibandingkan dengan hutang (Yuli Soesetio, 2008).

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh I Putu Suastawan (2014) yang menunjukkan profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut juga sesuai dengan penelitian Bambang Sudiyatno, Septavia Mustika Sari (2013), yaitu menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Sesuai dengan teori *Pecking Order* bahwa ketika semakin tinggi rasio profitabilitas akan diikuti oleh penurunan rasio utang perusahaan.

2.2.3 Pengaruh Arus Kas Bebas dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang

Faisal (2004) menjelaskan pada penelitiannya bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung memiliki tingkat utang yang lebih tinggi. Hal tersebut dikarenakan penggunaan utang dapat menekan *asimertric information* antara para pemegang saham dan para manajer. Selain itu perusahaan

yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung memiliki tingkat utang yang tinggi dikarenakan para pemegang saham mengkhawatirkan dengan adanya *free cash flow* yang besar akan mendorong manajer menggunakan dana tersebut untuk membiayai kegiatan perusahaan yang tidak memberikan nilai tambah bagi perusahaan dan pemegang saham.

Sehingga Jensen (1986) dalam Triani Pujiastuti (2008) berpendapat bahwa salah satu solusi untuk mengurangi biaya keagenan yang timbul akibat konflik keagenan ini adalah dengan utang. Dengan adanya utang, manajer termotivasi untuk bekerja dengan lebih efisien, sehingga dapat meningkatkan efisiensi organisasi perusahaan. Pengaruh ini disebut dengan *control hypothesis*.

Semakin tinggi rasio profitabilitas akan diikuti oleh penurunan rasio hutang perusahaan. Hal ini menggambarkan bahwa setiap penambahan *profitability* akan mengakibatkan hutang berkurang. Berkurangnya komposisi hutang dalam struktur modal bisa karena keuntungan perusahaan tidak dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen tunai tetapi dikonversi menjadi dividen saham dan kemudian digunakan untuk membayar hutang yang telah jatuh tempo, atau keuntungan tersebut dikonversi menjadi dividen saham sebagai modal tambahan sehingga menambah jumlah *equity* atau keuntungan tersebut tidak dibagikan baik dalam bentuk dividen tunai maupun dividen saham tetapi dikapitalisir menjadi laba yang ditahan sehingga komposisi struktur modal menjadi lebih besar *equity* dibandingkan dengan hutang (Yuli Soesetio, 2008).

Namun berdasarkan hasil penelitan Wati Aris Astuti dan Nurlaelasari (2013) menyatakan bahwa kedua variabel independen yaitu arus kas bebas dan profitabilitas secara bersama-sama berpengaruh dan memiliki hubungan yang sangat erat dengan kebijakan hutang. Hal tersebut sesuai dengan penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), yaitu menyatakan bahwa arus kas bebas dan profitabilitas memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Karena keduanya dapat membantu manajer dalam menentukan atau mengambil keputusan dalam berutang. Apabila arus kas bebas tinggi, manajer mampu meningkatkan utang agar kas bebas perusahaan tidak digunakan untuk investasi yang tidak menguntungkan. Jika profitabilitas tinggi maka manajer dapat meningkatkan utang. Apabila profitabilitas suatu perusahaan tinggi maka akan banyak investor yang tertarik untuk menyimpan modal pada perusahaan.

Arus kas bebas dan profitabilitas merupakan alat ukur yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan untuk mengambil keputusan dalam kebijakan hutang. Risiko dari kebijakan hutang tersebut yaitu tidak dapat mengembalikan kepada kreditur yang dapat mengancam kelangsungan perusahaan dan reputasi manajer itu sendiri. Perusahaan yang tidak mampu mempertahankan kemampuan perusahaannya akan mengalami masalah keuangan yang biasanya ditandai dengan mengalami kerugian. Oleh karena itu peneliti melakukan penelitian untuk mengetahui bagaimana pengaruh arus kas bebas dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang.

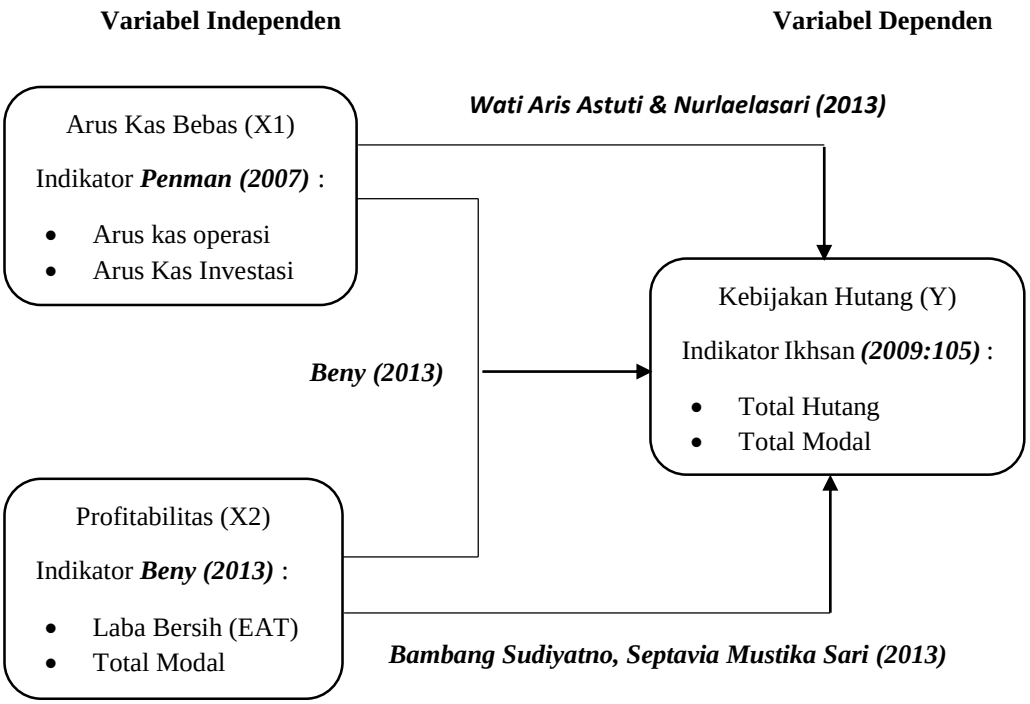
2.3 Hipotesis

Dari landasan konseptual dan tinjauan pustaka yang telah diuraikan, dapat disusun beberapa hipotesis penelitian sebagai berikut:

$Ha1$: Arus kas bebas berpengaruh positif secara parsial terhadap kebijakan hutang.

$Ha2$: Profitabilitas berpengaruh negatif secara parsial terhadap kebijakan hutang.

$Ha3$: Arus kas bebas dan profitabilitas berpengaruh signifikan secara simultan terhadap kebijakan hutang.



Gambar 2.1

Paradigma Penelitian