

II. LANDASAN TEORI

2.1 LEVERAGE

Leverage dapat didefinisikan sebagai penggunaan aktiva atau dana dimana untuk penggunaan tersebut perusahaan harus menutup biaya tetap atau membayar beban tetap (Riyanto, 1996: 291).

Weston dan Brigham (1990 : 145), dimana mereka mendefinisikan *leverage* keuangan adalah suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berbeban tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan.

Menurut Howton dalam Suharli dan Oktorina (2005) perusahaan *leverage* mempunyai peluang investasi yang tidak menguntungkan serta arus kas bebas tinggi. Dengan membedakan perusahaan yang pembayaran devidennya tinggi dengan yang rendah, dikatakan bahwa perusahaan yang pembayaran devidennya rendah mempengaruhi harga saham secara positif pada pengumuman penawaran hutang. Kebijakan hutang dinyatakan dalam rasio *leverage*.

Rozeff dalam Suharli dan Oktorina (2005) menyatakan bahwa perusahaan yang *leverage* operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan deviden yang rendah. Pernyataan sesuai dengan pandangan bahwa perusahaan yang beresiko akan membayar devidennya rendah, dengan maksud untuk mengurangi ketergantungan akan pendanaan secara eksternal.

Menurut J.Fred Weston dan Thomas (1997:19), *financial leverage* adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitasnya. Konsep *financial leverage* adalah rasio antara nilai buku seluruh hutang (*debt*) terhadap total aktiva (total *asset*).

Financial Leverage ini diasumsikan bahwa dividen untuk pemegang saham preferen selalu dibayar dalam periode. Asumsi ini diperlukan karena tujuan utama dari *financial leverage* ini adalah mengetahui beberapa jumlah uang yang sesungguhnya tersedia bagi pemegang saham biasa setelah bunga dan dividen untuk saham preferen dibayarkan.

Menurut Famma dan French (2002, dalam Guanqu Tong dan Christopher J. Green, 2005) menekankan bahwa banyak variabel yang menentukan *leverage* dalam pengujian *pecking order*, variabel yang menentukan *leverage* adalah pengukuran dan pertumbuhan perusahaan.

Menurut Suad Husnan (1995), *financial leverage* terjadi pada saat perusahaan menggunakan sumber dana yang menimbulkan beban tetap. Apabila perusahaan menggunakan hutang, maka perusahaan harus membayar bunga.

Analisis *financial leverage* memusatkan perhatian pada perubahan laba setelah pajak sebagai akibat perubahan laba operasi.

Adapun faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *financial leverage*, yaitu sebagai berikut :

1. Tingkat pertumbuhan penjualan

Tingkat pertumbuhan penjualan masa depan merupakan ukuran sampai sejauh mana laba per saham dari suatu perusahaan yang dapat ditingkatkan oleh *leverage*. Jika penjualan dan laba meningkat, pembiayaan dengan hutang dengan beban tertentu akan meningkatkan pendapatan pemilik saham.

2. Stabilitas arus kas

Bila stabilitas penjualan dan laba lebih besar, maka beban hutang tetap yang terjadi pada perusahaan akan mempunyai resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang menjual dan labanya menurun.

3. Karakteristik Industri

Kemampuan untuk membayar hutang tergantung pada profitabilitas dan juga volume penjualan. Dengan demikian stabilitas laba adalah sama pentingnya dengan stabilitas penjualan.

4. Struktur aktiva

Struktur aktiva mempengaruhi sumber-sumber pembiayaan melalui beberapa cara. Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap jangka panjang, terutama jika permintaan akan produk cukup meyakinkan, akan banyak menggunakan hutang

hipotek jangka panjang. Perusahaan yang sebagian aktivasnya berupa piutang dan persediaan barang tidak begitu tergantung pada pembiayaan jangka pendek.

5. Sikap manajemen

Sikap manajemen yang paling berpengaruh dalam memilih cara pembiayaan adalah sikapnya terhadap pengendalian dan resiko. Perusahaan besar yang sahamnya dimiliki oleh banyak orang akan memilih penambahan penjualan saham biasa karena penjualan ini tidak akan banyak mempengaruhi pengendalian perusahaan. Sebaliknya, pemilik perusahaan kecil mungkin lebih sering menghindari penerbitan saham biasa dalam usahanya untuk tetap mengendalikan perusahaan sepenuhnya karena mereka biasanya sangat yakin terhadap prospek perusahaan mereka dan karena mereka dapat melihat laba besar yang akan mereka peroleh.

6. Sikap pemberi pinjaman

Manajemen ingin menggunakan *leverage* melampaui batas normal untuk bidang industrinya, pemberi pinjaman mungkin tidak tersedia untuk memberi tambahan pinjaman. Pemberi pinjaman berpendapat bahwa hutang yang terlalu besar akan mengurangi posisi kredit dari peminjaman dan penilaian kredibilitas yang dibuat sebelumnya.

Struktur permodalan perusahaan akan membandingkan antara permodalan dari kreditor dan pemegang saham. Struktur permodalan yang tinggi dimiliki oleh hutang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan deviden. Perusahaan yang

memiliki rasio hutang lebih besar seharusnya membagikan deviden lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban.

2.2 DEVIDEN

Weston and Copeland (1996) mendefinisikan kebijakan deviden sebagai: “Keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan bagian yang akan ditahan di perusahaan”.

Sartono (2000), mendefinisikan kebijakan deviden sebagai: “Keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai deviden atau akan ditahan dalam *retained earnings* guna membiayai investasi di masa datang”.

Dari kedua definisi diatas, dapat kita lihat bahwa kebijakan deviden dipengaruhi dua kepentingan yang saling bertolak belakang, yaitu kepentingan pemegang saham dengan devidennya, dan kepentingan perusahaan untuk melakukan reinvestasi dengan menahan laba. Dari sisi pemegang saham, deviden merupakan salah satu motivator untuk menanamkan dana di pasar modal. Pemegang saham lebih memilih deviden yang berupa kas dibandingkan dengan *capital gain*. Perilaku ini diakui oleh Gordon-Lintner sebagai “*the bird in the hand theory*” bahwa satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Selain itu pemegang saham juga dapat mengevaluasi kinerja perusahaan dengan menilai besarnya deviden yang dibagikan. Sedangkan dari sisi perusahaan,

kebijakan deviden sangat penting, karena jika perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai deviden maka akan mengurangi laba yang ditahan perusahaan, dan selanjutnya mengurangi total sumber dana intern atau *internal financing*. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana *intern* akan semakin besar.

2.2.1 Macam-macam Deviden

Dalam Wasis (1983:193), deviden dilihat dari alat pembayarannya dibagi menjadi tiga jenis yaitu:

1. Deviden tunai (*Cash Dividend*)

Deviden tunai merupakan deviden yang dibagikan dalam bentuk uang tunai. Tujuan dari pemberian deviden dalam bentuk tunai adalah untuk memacu kinerja saham di bursa efek, yang juga merupakan *return* kepada para pemegang saham. Deviden tunai merupakan bentuk pembayaran yang paling banyak diharapkan oleh investor. Untuk membayarkan deviden dalam bentuk tunai di perlukan likuiditas.

2. Deviden saham (*Stock Dividend*)

Deviden saham merupakan deviden yang dibagikan dalam bentuk saham, dengan dibagikannya deviden dalam bentuk saham maka akan meningkatkan likuiditas perdagangan di bursa efek. Kemungkinan perusahaan ingin menurunkan nilai sahamnya dan dengan cara memperluas pemilikan dan posisi likuiditas perusahaan yang tidak memungkinkan membagikan deviden dalam bentuk tunai.

3. Sertifikat deviden (*Script Dividend*)

Sertifikat deviden merupakan deviden yang dibayarkan dengan sertifikat atau surat promes yang dikeluarkan oleh perusahaan yang menyatakan bahwa suatu waktu sertifikat itu dapat ditukarkan dalam bentuk uang. Jadi kalau perusahaan ingin membagikan deviden dalam bentuk tunai akan tetapi sementara itu perusahaan sedang mengalami kesulitan likuiditas, maka sebagai gantinya perusahaan mengeluarkan sertifikat.

2.2.2 Prosedur standar pembayaran deviden

Pembayaran deviden tunai kepada pemegang saham perusahaan diputuskan oleh dewan direksi perusahaan. Direksi umumnya mengadakan pertemuan yang membahas tentang deviden setiap kuartal atau setengah tahunan dimana mereka :

- a. Mengevaluasi posisi keuangan periode lalu
 - b. Menentukan posisi yang akan datang dalam membagikan deviden
 - c. Menentukan jumlah deviden yang harus dibayar
 - d. Menentukan tanggal-tanggal yang berkaitan dengan pembayaran deviden tunai
- (Sundjaja&Berlian, 2003 : 380)

Dalam pembayaran deviden terdapat beberapa tahapan atau prosedur yaitu sebagai berikut:

a. *Declaration Date*

Declaration date adalah tanggal keputusan untuk membagikan deviden pada RUPS, atau tanggal pada saat direksi perusahaan mengumumkan rencana pembayaran deviden.

b. *Date of record*

Date of record merupakan tanggal keputusan bahwa para pemegang saham pada tanggal tertentu dinyatakan berhak untuk menerima deviden, atau hari terakhir untuk mendaftarkan diri sebagai pemegang saham agar berhak menerima deviden yang akan dibagikan perusahaan.

c. *Ex-dividend*

Ex-dividend adalah tanggal pada saat mana hak atas deviden periode berjalan dilepaskan dari sahamnya yaitu lima hari sebelum *date of record*. Pada tanggal ini atau sesudahnya pembeli tidak berhak untuk memperoleh deviden yang akan dibagikan.

d. *Payment date*

Payment date merupakan tanggal kapan deviden tersebut akan dibayarkan, dan bagaimana cara pembayarannya.

2.3 PROFITABILITAS

Profitabilitas perusahaan di indikasikan oleh earnings (laba). Brigham dan Houston (2001 : 89) menyatakan bahwa “profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan”.

Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang rendah akan memilih menggunakan sumber dana eksternal. Oleh karena itu akan ada hubungan yang negatif antara *leverage* dan profitabilitas (Fama dan French, 2002, dalam Guanqu Tong dan Christopher J. Green, 2005). Myers dan Baskin (dalam Guanqu Tong dan

Christopher J. Green, 2005) juga mengungkapkan adanya hubungan negatif antara *leverage* dan profitabilitas.

Profitabilitas merupakan sumber dana yang utama bagi perusahaan. Makin besarnya bagian kebutuhan dana yang dipenuhi dengan dana yang berasal dari keuntungan berarti makin kuatnya posisi *financial* dari perusahaan yang bersangkutan dan makin kecil ketergantungannya kepada sumber dana eksternal.

Perusahaan yang memiliki kemampuan tinggi dalam mengelola asetnya dalam menghasilkan profit yang berasal dari investment opportunity (kesempatan investasi) yang besar dapat memperbesar jumlah sumber dana internal yang tersedia untuk reinvestment (investasi ulang) dan pembagian deviden bagi pemegang saham sehingga akan cenderung menurunkan ketergantungan perusahaan terhadap kebutuhan dana eksternal dalam hal ini hutang. Sebaliknya, bagi perusahaan dengan Profitabilitas rendah akan cenderung besar ketergantungannya terhadap sumber dana eksternal. Jadi apabila perusahaan memiliki *net cash flow* (cash earning dikurangi pengeluaran investasi) perusahaan positif maka perusahaan memiliki sumber dana internal yang cukup untuk mendanai kegiatan investasinya. Laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan akan digunakan untuk dua hal, yaitu dibagikan bagi para pemegang saham dalam bentuk deviden dan laba ditahan yang digunakan untuk reinvestment.

Profitabilitas dapat diukur dengan beberapa cara yang berbeda, namun dalam dimensi yang saling terkait. Pertama, terdapat hubungan antara *profit* dengan *sales* sehingga terjadi *residual return* bagi perusahaan per rupiah penjualan.

Pengukuran yang lainnya adalah *return on investment* (ROI) atau disebut juga *return on asset* (ROA), yang berkaitan dengan *profit* dan investasi atau aset yang digunakan untuk menghasilkannya.

2.4 DEVIDEN, PROFITABILITAS DAN LEVERAGE

Teori *pecking order* tidak menyediakan teori tertentu dari deviden tetapi Baski (1989, dalam Guanqu Tong dan Christopher J. Green, 2005) berpendapat bahwa teori itu bisa dikombinasikan dengan model deviden litner (Litner, 1956, dalam Guanqu Tong dan Christopher J. Green, 2005) memperkirakan secara umum pengaruh deviden pada leverage. Litner berpendapat bahwa tujuan perusahaan untuk tingkat target pengeluaran jangka panjang berhubungan dengan pendapatan. Secara perlahan, deviden mereka dari tahun ketahun menghindari perubahan yang terlalu tajam khususnya penurunan. Oleh karena itu deviden yang tinggi yang telah ada dijaga, dan hal ini akan mengakibatkan proyek investasi keuntungan harus diuangkan oleh proporsi yang lebih besar pada biaya eksternal dari pada jika tingkat pengeluaran rendah. Teori *pecking order* menggambarkan bahwa perusahaan dengan deviden tinggi yang telah ada akan mempunyai masalah keuangan yang lebih rendah dan leverage yang lebih tinggi karena mereka menggunakan biaya eksternal yang lebih banyak. Baskin (1989, dalam Guanqu Tong dan Christopher J. Green, 2005) menyimpulkan bahwa sebuah hubungan positif yang signifikan antara tingkat deviden yang telah ada dan arus *leverage* mendukung hipotesis *pecking order*.

Allen dkk dan Chiarella dkk (dalam Guanqu Tong dan Christopher J. Green, 2005) mengungkapkan keberadaan hubungan negative yang signifikan antara rasio hutang dan pengukuran profitabilitas. Penelitian ini cenderung menghasilkan pengujian langsung model *pecking order* yang dibangun oleh Baskin (1985-1989). De Angelo dan Masulis (1980, dalam Guanqu Tong dan Christopher J. Green, 2005) menunjukkan bahwa ada petunjuk yang berlawanan yang menggambarkan perusahaan-perusahaan yang lebih *profitable* memiliki buku hutang yang lebih rendah terhadap perbandingan asset dari pada rendahnya keuntungan yang sudah di alokasikan. Kester (1986) melaporkan hubungan negatif yang signifikan antara perbandingan profitabilitas dan nilai hutang.

2.5 Hipotesis Pecking Order

Teori *pecking order* tidak membahas lebih dalam mengenai deviden tetapi Baskin (1989, dalam Guanqu Tong dan Christopher J. Green, 2005) berpendapat bahwa teori itu bisa dikombinasikan dengan model deviden Lintner (Lintner 1956, dalam Guanqu Tong dan Christopher J. Green, 2005) yang memperkirakan secara umum pengaruh deviden pada *leverage*. Teori *pecking order* menggambarkan bahwa perusahaan dengan deviden tinggi yang telah ada akan mempunyai masalah keuangan yang lebih rendah dan *leverage* yang lebih tinggi karena mereka menggunakan biaya eksternal yang lebih banyak. Teori *pecking order* memprediksi bahwa pendanaan hutang eksternal didasarkan pada defisit pendanaan internal.

Allen dkk (1987) dan Chiarella dkk (1991) mengungkapkan keberadaan hubungan negatif yang signifikan antara rasio hutang dan pengukuran profitabilitas.

Penelitian ini cenderung menghasilkan pengujian langsung model *pecking order* yang dibangun oleh Baskin (1985-1989). De Angelo dan Masulis (1980) menunjukkan bahwa ada petunjuk yang berlawanan yang menggambarkan perusahaan-perusahaan yang lebih *profitable* memiliki buku hutang yang lebih rendah terhadap perbandingan asset dari pada rendahnya keuntungan yang sudah di alokasikan. Kester (1986) melaporkan hubungan negatif yang signifikan antara perbandingan profitabilitas dan nilai hutang.

Menurut teori *pecking order* dikutip oleh Smart, Megginson, dan Gitman (2004, p.458-459), terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu :

- a. perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- b. Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas hybrid seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.
- c. Terdapat kebijakan deviden yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran deviden yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.

- d. Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan deviden yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia.

Teori *pecking order* tidak mengindikasikan target struktur modal. Teori *pecking order* menjelaskan urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Teori *pecking order* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil.

Dalam kenyataannya, terdapat perusahaan-perusahaan yang dalam menggunakan dana untuk kebutuhan investasinya tidak sesuai seperti skenario urutan (hierarki) yang disebutkan dalam teori *pecking order*. Penelitian yang dilakukan oleh Singh dan Hamid (1992) dan Singh (1995) menyatakan bahwa “Perusahaan-perusahaan di negara berkembang lebih memilih untuk menerbitkan ekuitas daripada berhutang dalam membiayai perusahaannya.” Hal ini berlawanan dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan akan memilih untuk menerbitkan hutang terlebih dahulu daripada menerbitkan saham pada saat membutuhkan pendanaan eksternal.

Model teori *pecking order* memfokuskan pada motivasi manajer korporat, bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal. Teori *pecking order* mencerminkan persoalan yang diciptakan oleh asimetrik informasi.

Dasar pemikirannya didasarkan pada penjelasan berikut ini, (Meyers, 1984 dalam Perminas Pangeran, 2004) :

- a. Para manajer mengetahui lebih banyak tentang perusahaan daripada investor luar, namun mereka enggan untuk menerbitkan saham ketika percaya saham mereka adalah undervalued.
- b. Investor memahami bahwa para manajer mengetahui lebih banyak dan mereka mencoba menerbitkan sesuai waktu yang tepat.
- c. Para manajer menginterpretasikan keputusan untuk menerbitkan ekuitas sebagai bad news, dan perusahaan dapat menerbitkan ekuitas hanya pada harga discount.
- d. Perusahaan yang bekerja berdasarkan filosofi teori *pecking order* dan membutuhkan ekuitas eksternal kemungkinan tidak akan memanfaatkan kesempatan investasi yang baik, karena saham tidak dapat dijual pada “fair Price”.

Menurut Myers (1996) dalam Saidi (2004) perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yakni dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber dana dengan mengacu teori *packing order* adalah internal fund (dana internal), debt (utang), dan equity (modal sendiri) (Kaaro, 2003).

Dari asumsi di atas, coba kita pikirkan jika perusahaan ingin menggunakan kemungkinan pertumbuhan yang ia miliki dengan membuat investasi baru. Perusahaan pasti membutuhkan pendanaan yang cukup untuk melakukan investasi tersebut, yaitu dengan mengeluarkan ekuitas baru. Namun, dalam penentuan nilai

dari ekuitas tersebut perusahaan dan investor mungkin tidak memiliki hasil penilaian yang sama. Hal ini dikarenakan penilaian yang dilakukan oleh perusahaan menggunakan informasi yang lebih banyak tentang kesempatan yang akan didapatkan oleh perusahaan atas investasi tersebut dibandingkan dengan informasi yang digunakan oleh investor untuk melakukan penilaian ekuitas. Keadaan dimana manajer memiliki informasi yang lebih banyak dari pada investor disebut dengan terjadinya informasi yang tidak simetris antara manajer dan investor. Berdasarkan alasan tersebut maka lahirlah teori *pecking order*, karena adanya perbedaan persepsi nilai dari manajer dan investor dimana penilaian oleh investor akan lebih rendah dibandingkan dengan penilaian yang dilakukan oleh perusahaan maka perusahaan kemudian berpikir dari pada perusahaan mendapatkan kerugian atas diskon dari nilai ekuitas sebenarnya maka lebih baik perusahaan melakukan pendanaan atas investasinya dari pendanaan internal perusahaan yang bebas dari ketidak simetrisan informasi. Lalu, perusahaan akan memilih sumber pendanaan selanjutnya yang berasal dari hutang dimana hutang tersebut memiliki resiko yang lebih rendah dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru (Fama dan French, 2002, dalam Guanqu Tong dan Christopher J. Green, 2005).

Dua asumsi yang dipegang oleh teori *pecking order* membantu kita untuk menjelaskan tentang perilaku dari manajer keuangan. Perilaku tersebut bisa dilihat karena adanya reaksi pasar atas pengumuman dari hutang dan pengumuman dari ekuitas. Pengumuman atas penerbitan hutang biasanya mendapatkan reaksi positif dari pasar. Hal ini disebabkan oleh adanya anggapan bahwa dimasa mendatang perusahaan akan mampu mengembalikan nilai hutangnya (perusahaan akan

memiliki profitabilitas yang cukup tinggi). Sedangkan, jika terjadi pengumuman penerbitan ekuitas, pasar akan beranggapan bahwa perusahaan merasabahaya nilai sahamnya *overvalued* dan perusahaan dianggap mengambil keuntungan dari peluang pasar yang ada. Sehingga, jelas bahwa kenapa perusahaan memilih penerbitan ekuitas sebagai sumber pendanaan terakhir bagi struktur modal perusahaan.