

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1. Penggunaan Utang oleh Perusahaan

Perusahaan membutuhkan dana untuk membiayai kegiatan operasi dan pengembangan usaha. Sumber pendanaan tersebut berasal dari pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal berupa laba ditahan. Pendanaan eksternal berupa saham dan utang. Pemilihan utang sebagai sumber pendanaan oleh perusahaan dapat dijelaskan dengan teori¹.

2.1.1. Modigliani and Miller Capital Structure Model

Modigliani dan Miller (1958) mengemukakan dua dalil dalam artikel mereka. Dua dalil tersebut dibuat berdasarkan asumsi yang menyatakan bahwa pasar sempurna. Dalil pertama Modigliani dan Miller adalah nilai pasar perusahaan (*market value of firm*) tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Dalil ini ditunjukkan oleh formulasi seperti berikut :

$$V_j = (S_j + D_j) = \text{NOI} / \rho_k, \quad \text{untuk setiap perusahaan } j \text{ di dalam kelompok } k$$

V_j adalah total nilai *outstanding securities* perusahaan j . S_j adalah nilai pasar dari saham perusahaan j . D_j adalah nilai pasar dari utang perusahaan j . NOI adalah pendapatan bersih operasi perusahaan. ρ_k adalah tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) untuk perusahaan pada kelompok k . Formulasi ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan bukan ditentukan oleh struktur modalnya tetapi ditentukan oleh pendapatan operasinya dan tingkat pengembalian yang sesuai dengan kelompok dimana perusahaan digolongkan.

¹ Dalam teori keuangan, terdapat dua macam *leverage* yaitu *operating leverage* dan *financial leverage* (Keown,2005). *Operating leverage* adalah kombinasi relatif antara biaya tetap dan biaya variabel yang diperlukan untuk memproduksi sebuah barang atau jasa. *Financial leverage* adalah pendanaan aset perusahaan dengan utang atau dengan kata lain jumlah utang yang dimiliki perusahaan. Penelitian ini hanya membahas tentang *financial leverage* (atau disebut *leverage* saja) sehingga teori tentang *operating leverage* tidak akan dijelaskan.

Sedangkan, dalil kedua Modigliani dan Miller dapat dinyatakan melalui formulasi sebagai berikut :

$$k_j = \rho_c + \frac{(\rho_c - r) D_j}{S_j}$$

Formulasi tersebut menyatakan bahwa pengembalian yang diharapkan untuk sebuah saham sama dengan tingkat kapitalisasi ρ_c ditambah premium untuk resiko keuangan yang merupakan perkalian antara rasio utang terhadap ekuitas dengan selisih ρ_c dan r . Jika struktur modal tidak relevan (dalil satu diterima) maka dalil dua menyatakan seberapa besar tingkat pengembalian yang diharapkan untuk ekuitas agar total nilai pasar perusahaan tidak berubah dan agar biaya modal (*cost of capital*) tidak berubah seraya utang disubstitusikan untuk ekuitas dalam struktur modal perusahaan.

Namun, Modigliani & Miller mengasumsikan bahwa pasar sempurna sedangkan kenyataannya pasar tidak sempurna. Dalam dunia nyata, pasar tidak *frictionless* sebaliknya perusahaan dikenakan pajak dan menanggung *bankruptcy cost*. Bagi perusahaan yang memiliki utang, bunga utang bermanfaat sebagai pengurang pajak (*tax shield*). Bila diasumsikan perusahaan hanya dikenakan *corporate tax* maka nilai perusahaan yang memiliki utang akan lebih tinggi dari pada perusahaan yang tidak memiliki utang (Megginson, 1997). Dalam kondisi ini, struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan.

Selanjutnya, Miller (1977) mengemukakan formulasi untuk perhitungan *gain leverage*. Formulasinya menunjukkan bahwa bukan hanya perusahaan yang menanggung pajak tetapi investor juga dikenakan *personal tax*. Ia mendapati jika tingkat *personal tax* untuk pendapatan bunga cukup tinggi sedangkan tingkat *personal tax* untuk pendapatan saham cukup rendah maka *gain leverage* dapat menurun bahkan bisa negatif. Maka dalam kondisi tersebut, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

2.1.2. Agency Cost/Tax Shield Trade-Off Theory

Teori ini mengemukakan bahwa penggunaan utang dapat memberikan keuntungan berupa pengurangan pajak (*tax shield*). Perhitungan matematis dapat membuktikan bahwa untuk jumlah EBIT (*earning before interest and taxes*) yang sama maka jumlah EBT (*earning before taxes*) untuk *unlevered firm* menjadi lebih besar dibandingkan EBT untuk *levered firm*. Dengan demikian, jumlah pajak yang ditanggung oleh *unlevered firm* menjadi lebih besar dibandingkan *levered firm*.

Selain pengurangan pajak, manfaat lain penggunaan utang adalah bahwa utang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Megginson (1997) dapat membuktikan melalui perhitungan matematis bahwa nilai untuk *levered firm* lebih besar daripada *unlevered firm*. Dalam perhitungannya, ia mengasumsikan bahwa perusahaan hanya dikenakan *corporate tax*. Sebaliknya Miller (1977) ,melalui perhitungan *gain leverage* yang ia kemukakan, menemukan bahwa pengurangan pajak akibat digunakannya utang tidak selalu menguntungkan perusahaan. Ia mengasumsikan bahwa bukan hanya perusahaan yang dikenakan pajak namun investor juga dikenakan *personal tax*. Ia mendapati jika tingkat *personal tax* untuk pendapatan bunga cukup tinggi sedangkan tingkat *personal tax* untuk pendapatan saham cukup rendah maka *gain leverage* dapat menurun bahkan bisa negatif. Dengan demikian, penggunaan utang justru merugikan perusahaan.

Meskipun utang dapat memberikan keuntungan namun perusahaan yang memiliki utang menghadapi resiko gagal bayar (*financial distress*) dan bangkrut. Biaya yang timbul setelah perusahaan dinyatakan bangkrut disebut *bankruptcy cost*. *Bankruptcy cost* terdiri dari dua macam yaitu *direct* dan *indirect*. *Direct bankruptcy cost* adalah biaya administrasi, biaya gaji pengacara, biaya gaji akuntan, biaya pengadilan, dan lain-lain yang harus dibayarkan oleh perusahaan. *Indirect bankruptcy cost* adalah kerugian ekonomi akibat bangkrut seperti waktu yang terbuang untuk mengurus masalah itu, penurunan

penjualan selama dan setelah bangkrut, dan keterbatasan investasi modal. Perusahaan yang menghadapi resiko *financial distress* dan *bankruptcy cost* yang besar cenderung mengurangi *leverage* atau penggunaan utang. Jika *bankruptcy cost* lebih besar dari keuntungan pengurangan pajak maka perusahaan lebih baik mengurangi *leverage*.

Seiring dengan semakin tingginya *leverage* maka *agency problem* juga semakin besar. *Agency problem* adalah konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham, dan *bondholder*. Manajer seyogyanya bertindak demi kesejahteraan pemegang saham. Namun, selalu ada resiko bahwa manajer akan menyalahgunakan wewenangnya untuk kepentingan pribadi. Oleh sebab itu, penggunaan utang menjadi solusi untuk mengurangi *agency cost* akibat *agency problem* tersebut. Ketentuan-ketentuan yang tertulis dalam surat perjanjian utang akan membatasi tindakan manajer sehingga kepentingan *bondholder* terlindungi dan pemegang saham juga diuntungkan. Konflik kepentingan juga timbul antara pemegang saham dengan *bondholder*. Pemegang saham menginginkan manajer perusahaan memilih investasi yang menguntungkan meski beresiko tinggi. Jika investasi ini dipilih maka resiko utang tak dapat dilunasi semakin besar. Sebaliknya, *bondholder* menginginkan manajer memilih investasi beresiko rendah untuk mengurangi resiko gagal bayar. Namun, pemegang saham kurang menyukai investasi ini karena tingkat pengembaliannya lebih kecil.

Maka, perusahaan menghadapi *trade-off* antara menggunakan utang atau tidak. Disatu sisi, utang memberikan manfaat berupa pengurangan pajak, peningkatan nilai perusahaan, dan mengurangi *agency cost*. Namun disisi lain, penggunaan utang akan memperbesar *bankruptcy cost*. Jadi, dapat diambil kesimpulan bahwa perusahaan akan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan jika keuntungan dari pengurangan pajak lebih besar dari *bankruptcy cost* dan *agency cost*.

2.1.3. The Pecking Order Hypothesis

Teori ini (Stewart Myers,1984) dilandasi oleh empat observasi dan atau asumsi tentang perilaku perusahaan dalam kegiatan pendanaan. Pertama, manajer berupaya untuk menjaga dividen per saham konstan. Kedua,perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (laba ditahan) daripada pendanaan eksternal. (utang dan saham). Ketiga,jika perusahaan harus menggunakan pendanaan eksternal maka yang dipilih adalah sekuritas yang paling aman. Keempat,jika perusahaan harus menambah pendanaan eksternalnya maka perusahaan menggunakan pecking order dalam memilih sekuritas yaitu sekuritas yang paling aman akan diutamakan sedangkan sekuritas yang paling tidak aman menjadi pilihan terakhir. Urutan sekuritas dari yang paling aman hingga tidak paling aman adalah *safe debt, risky debt, convertible securities*, saham preferen, dan terakhir adalah saham biasa.

Preferensi akan sumber pendanaan tersebut didasarkan pada asumsi bahwa pasar sangat tidak sempurna yang ditandai dengan biaya transaksi yang sangat tinggi dan investor yang tidak terinformasi. Manajer dianggap lebih mengetahui tentang peluang investasi yang dimiliki perusahaan daripada investor dan manajer bertindak demi kepentingan pemegang saham. Sedangkan investor cenderung tidak mempercayai manajer meskipun manajer menginformasikan adanya peluang investasi yang menarik bagi perusahaan. Oleh karena itu, investor akan memberikan harga rendah pada saham perusahaan.

Rendahnya harga saham akibat informasi asimetris tersebut tentunya merugikan perusahaan yang ingin mendanai investasinya dengan saham. Untuk mengatasi masalah itu,perusahaan memanfaatkan *financial slack* guna membiayai proyek investasi yang bagus sebaliknya daripada menerbitkan sekuritas. *Financial slack* adalah jumlah kas dan *marketable securities* yang dimiliki perusahaan. Maka, perusahaan akan menerbitkan utang ataupun saham bila terjadi penurunan laba. Meskipun begitu, tindakan perusahaan yang

mengakibatkan *leverage* meningkat juga dapat dianggap investor sebagai pertanda bahwa manajer merasa cukup yakin pada penerimaan laba perusahaan di masa mendatang.

Akan tetapi, Pecking Order Hypothesis memiliki beberapa keterbatasan. Teori ini tidak lebih baik jika dibandingkan dengan *trade-off theory* dalam hal Pecking Order Hypothesis tidak mampu menjelaskan bagaimana pengaruh pajak, *bankruptcy cost*, biaya penerbitan sekuritas, dan peluang investasi perusahaan terhadap rasio utang perusahaan. Juga, teori ini mengabaikan kemungkinan timbulnya *agency problem* akibat manajer menimbun *financial slack*.

2.1.4. Signaling Model

Signaling Theory didasarkan pada asumsi adanya informasi asimetris. Walaupun manajer menginformasikan kepada publik bahwa perusahaan memiliki peluang investasi yang baik, investor cenderung bersifat skeptis. Untuk mengatasi masalah informasi asimetris ini, manajer menggunakan utang sebagai sinyal bagi investor. Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan dengan *less value* tidak menginginkan jumlah utang yang besar karena menghadapi resiko lebih besar untuk menjadi bangkrut. Sebaliknya, perusahaan dengan *high value* memiliki utang dalam jumlah cukup besar karena menghadapi resiko lebih kecil untuk menjadi bangkrut. Maka, investor menganggap penerbitan utang sebagai berita bagus yang berdampak pada peningkatan harga saham karena investor menganggap bahwa perusahaan yang menerbitkan saham adalah perusahaan yang merasa mampu untuk membayar lunas utang tersebut saat jatuh tempo. Sedangkan, penerbitan saham dianggap oleh investor sebagai berita buruk sehingga berdampak pada penurunan harga saham karena investor menganggap perusahaan yang menerbitkan saham adalah perusahaan yang merasa tidak mampu untuk membayar lunas utang saat jatuh tempo.

2.2. Hubungan Leverage dengan Growth Opportunity

Lang et al. (1996) menguji hubungan antara *leverage* dengan pertumbuhan. Hasil penelitiannya menunjukkan adanya hubungan negatif antara *leverage* dan pertumbuhan pada tingkat perusahaan dan tingkat segmen usaha untuk perusahaan yang terdifersifikasi. Hubungan negatif antara *leverage* dan pertumbuhan dapat diperlemah dengan penyesuaian tingkat *leverage*. Penyesuaian tingkat *leverage* dilakukan untuk mengantisipasi *growth opportunity* di masa depan. Jika tingkat *leverage* disesuaikan (diturunkan) maka perusahaan akan lebih mudah mendapatkan modal guna mendanai proyek investasi yang bagus. Oleh karena itu, kemungkinan *leverage* sebagai sinyal atas *growth opportunity* dianggap sebagai *endogeneity problem*.

Selanjutnya, Lang et al.(1996) menguji bilamana *leverage* sebagai sinyal bagi *growth opportunity*. Dampak *leverage* terhadap pertumbuhan dibedakan untuk *core business* dan *non-core business*. Mereka berargumen bila *leverage* adalah sinyal bagi *growth opportunity* maka dampak *leverage* terhadap investasi akan lebih nyata pada segmen *core-business* daripada segmen *non-core business*. Hasil penelitiannya membuktikan adanya perbedaan yang tidak signifikan atas dampak *leverage* terhadap pertumbuhan pada *core-business* dengan *non-core business*. Dengan demikian, *leverage* tidak semata-mata sebagai sinyal untuk *growth opportunity*.

2.3. Hubungan Leverage dengan Investasi

Perusahaan yang menggunakan laba, utang, maupun saham sebagai sumber pendanaan akan menghadapi *agency problem*. Pemegang saham menginginkan manajer perusahaan memilih proyek investasi dengan tingkat pengembalian tinggi meskipun risikonya juga tinggi. Bila investasi ini sukses maka perusahaan dapat melunasi utang saat jatuh tempo. Bila investasi ini gagal dan perusahaan tidak dapat membayar utang saat jatuh

tempo maka setelah pembayaran kepada *bondholder* dipenuhi, pemegang saham masih memiliki sisa dari aset perusahaan. Namun, *bondholder* akan dirugikan dengan investasi beresiko tinggi ini karena memperbesar resiko gagal bayar. Sebaliknya, *Bondholder* menginginkan manajer perusahaan memilih investasi dengan resiko yang rendah untuk memperkecil resiko gagal bayar. Namun, pemegang saham merasa dirugikan karena investasi beresiko rendah memiliki tingkat pengembalian yang rendah dan dikhawatirkan keuntungan yang diperoleh tidak cukup untuk melunasi utang. *Agency problem* ini dapat menyebabkan manajer melakukan *underinvestment* dan *overinvestment*.

Sebagaimana telah dikemukakan sebelumnya, Aivazian et al. (2005) meneliti dampak *leverage* terhadap investasi pada perusahaan Kanada. Dampak *leverage* terhadap investasi dibedakan untuk perusahaan dengan *high growth opportunity* dan perusahaan dengan *low growth opportunity*. Hasil penelitiannya menunjukkan adanya hubungan negatif antara *leverage* dan investasi. Hubungan negatif ini semakin signifikan untuk perusahaan dengan *low growth opportunity*.

2.3.1. Underinvestment

Myers (1977) menganalisa dampak utang terhadap strategi investasi pemegang saham dan manajemen. Dia menyatakan bahwa utang yang dimiliki perusahaan dapat mengurangi insentif bagi koalisi pemegang saham-manajer untuk memilih investasi yang sangat menguntungkan. Alasannya adalah bahwa keuntungan dari investasi tersebut akan dinikmati sebagian oleh *bondholder* sebaliknya daripada dinikmati sepenuhnya oleh pemegang saham. Karena manajer bertindak demi kesejahteraan pemegang saham, maka ada kemungkinan investasi perusahaan menjadi lebih rendah dari peluang investasi yang sesungguhnya dimiliki perusahaan (*underinvestment*).

Disamping itu, perusahaan yang memiliki utang berkewajiban untuk melunasi pokok utang dan bunga utang. Jumlah utang yang semakin besar akan semakin membebani perusahaan. Situasi ini dapat memotivasi manajer untuk memilih investasi dengan resiko lebih rendah karena dapat mengurangi resiko gagal bayar utang saat jatuh tempo. Jadi, dengan asumsi ini dapat dikatakan bahwa investasi perusahaan lebih rendah daripada *growth opportunity* yang sesungguhnya dimiliki.

2.3.2. Overinvestment

Manajer cenderung untuk meningkatkan skala usaha perusahaan meski berarti harus mengambil proyek yang buruk dan mengurangi kesejahteraan pemegang saham. Jadi, perusahaan berinvestasi lebih tinggi daripada *growth opportunity* yang sesungguhnya dimiliki (*overinvestment*). Perilaku manajemen semacam ini dapat dicegah oleh jumlah kas bebas yang sedikit dan utang. Seperti yang telah dikemukakan sebelumnya bahwa penggunaan utang sebagai sumber pendanaan mewajibkan perusahaan untuk membayar cicilan pokok utang dan bunga. Pembayaran ini mengurangi laba yang sebenarnya bisa dimanfaatkan untuk investasi baru. Oleh sebab itu, *leverage* dapat berguna untuk mengurangi kecenderungan pihak manajemen melakukan *overinvestment*.

Penelitian oleh McConnell dan Servaes (1995) mendukung isu tentang *underinvestment* dan *overinvestment*. Penelitian oleh McConnell dan Servaes ini menggunakan sampel dalam jumlah banyak atas perusahaan *non-financial* di Amerika Serikat. Sampel dibagi dalam dua kelompok yaitu perusahaan dengan *high growth opportunity* dan perusahaan dengan *low growth opportunity*. Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah nilai perusahaan berhubungan negatif dengan *leverage* pada perusahaan dengan *high growth opportunity*. Sedangkan nilai perusahaan berhubungan positif dengan *leverage* pada perusahaan dengan *low growth opportunity*. Kuat-lemahnya *growth*

opportunity suatu perusahaan diindikasikan dengan tinggi-rendahnya Tobin's Q. Hasil ini selaras dengan pernyataan sebelumnya bahwa *leverage* menyebabkan *underinvestment* sehingga menurunkan nilai perusahaan dan bahwa *leverage* melemahkan tindakan *overinvestment* sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

Kesimpulan yang berbeda untuk nilai Q tinggi dan nilai Q rendah disebabkan karena Q digunakan sebagai *proxy* untuk kemudahan akses ke pasar modal. Perusahaan dengan nilai Q tinggi diharapkan memiliki arus kas besar sehingga mengurangi *moral hazard* dan masalah *adverse selection*. Dengan begitu, perusahaan akan lebih mudah memperoleh dana dari pasar modal. *Leverage* pun tidak lagi menjadi halangan besar untuk berinvestasi. Sedangkan perusahaan dengan nilai Q rendah dianggap memiliki arus kas yang kecil di masa depan sehingga lebih sulit memperoleh dana dari pasar modal. Untuk perusahaan seperti ini, *leverage* membatasi investasi perusahaan.