

## BAB 2 LANDASAN TEORI

### 2.1 Pengertian Struktur Modal

Seorang pimpinan harus dapat menyediakan modal yang cukup ketika aktifitas perusahaan meningkat dan sekaligus dapat mengatasi agar tidak terjadi kelebihan modal dalam bentuk kas pada saat aktifitas perusahaan sedang menurun. Modal dapat diperoleh dari hasil operasi perusahaan maupun dari luar. Kegagalan dalam memperoleh modal akan menimbulkan hambatan, meski hal ini juga turut dipengaruhi oleh faktor pengelolaan dalam meningkatkan mutu produksi dan faktor lain yang sifatnya eksternal.

Menurut Neil Seitz (1999) struktur modal merupakan gabungan dari sumber hutang jangka panjang yang meliputi hutang, saham biasa, dan saham umum. Hal senada juga diungkapkan oleh Ross bahwa struktur modal adalah gabungan dari hutang jangka panjang dan sekuritas yang dipakai perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Sedangkan menurut Wild et al, (2005) struktur modal merupakan komposisi pendanaan antara ekuitas (pendanaan sendiri) dan utang pada suatu perusahaan. Keputusan pendanaan perusahaan merupakan salah satu aspek yang berpengaruh dalam menciptakan nilai bagi perusahaan. Oleh karena itu penting bagi perusahaan untuk membuat kebijakan pendanaan yang tepat. Salah satu langkah yang diambil perusahaan adalah dengan memiliki manajemen keuangan. Tanggung jawab utama seorang manajer keuangan (*financial manager*) dalam suatu perusahaan adalah merencanakan sumber dan penggunaan dana untuk memaksimalkan nilai perusahaan (*the value of the firm*). Keputusan manajemen keuangan terdiri dari 3 bagian yaitu<sup>1</sup> :

- a. Keputusan Investasi yang terdapat pada sisi kiri dari neraca. Manajemen keuangan berperan dalam menentukan jenis aset apa yang akan diinvestasikan oleh perusahaan.

---

<sup>1</sup> Emery, Douglas R dan John D. Finnerty, "Corporate Financial Management", (Prentice Hall, Inc, 1997) p.4.

- b. Keputusan Pendanaan yang terdapat pada sisi kanan dari neraca yang terdiri dari kewajiban dan sekuritas. Manajemen keuangan berperan untuk menentukan bagaimana perusahaan mendapatkan modal yang dipakai untuk membiayai investasi perusahaan.
- c. Keputusan Manajerial yang meliputi keputusan investasi dan pendanaan perusahaan dari hari-ke-hari seperti seberapa besar ukuran perusahaan atau seberapa cepat pertumbuhan perusahaan.

Dengan demikian manajemen keuangan ini dapat memastikan bahwa perusahaan didanai dengan biaya modal paling rendah dan investor yakin mereka menanamkan uangnya di pasar modal dengan adanya jaminan hasil maksimal pada tingkat risiko yang paling kecil serta, pembuat kebijakan publik dapat membuat peraturan dan pajak yang meningkatkan output secara keseluruhan dengan tingkat risiko terkecil<sup>2</sup>. Dengan meniadakan kondisi pasar tidak sempurna, struktur modal yang optimal akan meminimalkan biaya rata – rata modal. Oleh karena itu dalam mencari struktur modal yang optimal, sangat penting untuk mempertimbangkan tingkat suku bunga, tingkat pajak, biaya kebangkrutan, *agency relation* dan asimetrik informasi antara manajer dan investor<sup>3</sup>.

## 2.2 Sumber - Sumber Pendanaan

Berikut ini merupakan sumber utama dari dana yang dapat dipakai untuk melaksanakan kegiatan perusahaan<sup>4</sup>:

- a. Dari dalam perusahaan (sumber dana internal)

Dana yang berasal dari dalam perusahaan adalah dana atau *funds* yang berbentuk atau dihasilkan di dalam perusahaan. Dana yang berasal dari dalam perusahaan terdiri dari berbagai jenis antara lain

- Keuntungan yang ditahan
- Penyusutan

<sup>2</sup> Megginson, William L”*Corporate Finance*,”(Addison –Wesley Educaional Publisher ,Inc ,1996) p.305

<sup>3</sup> Seitz, Neil and Mitch Ellison,”*Capital Bugeting and Long Term Financing Decision*,” 3<sup>rd</sup> ed, (Hartcourt Colleege Publisher,1999)

<sup>4</sup> Manullang,M”*Pengantar Manajemen Keuangan*,”(Andi Yogyakarta, 2005) p.2

- Saham pemilik
  - dan lain – lain
- b. Dana dari luar perusahaan (sumber dana eksternal)

Dana yang berasal dari luar perusahaan terdiri dari 2 golongan, yaitu :

- Sumber Dana Jangka Pendek  
Sumber Dana jangka pendek ini diperoleh antara lain dari kredit dagang, kredit bank, surat – surat berharga, dan lain – lain.
- Sumber Dana Jangka Panjang  
Sumber dana jangka panjang dapat diperoleh dari berbagai sumber antara lain
  - Pinjaman Obligasi  
Pinjaman obligasi adalah pinjaman jangka waktu yang panjang. Jadi, debitor mengeluarkan surat pengakuan hutang yang mempunyai nilai nominal tertentu.
  - Pinjaman Hipotek  
Pinjaman hipotek adalah pinjaman jangka panjang. Disini, kreditor diberi hak hipotek terhadap suatu barang tidak bergerak dan apabila debitor tidak memenuhi kewajibannya maka barang tersebut dapat dijual dan hasil penjualan tersebut digunakan untuk menutup tagihannya.

Struktur modal setiap perusahaan berbeda satu sama lain. Komposisi dari modal kerja dipengaruhi oleh faktor – faktor sebagai berikut <sup>5</sup>:

- a. Sifat kegiatan perusahaan
- b. Faktor – Faktor ekonomi
- c. Peraturan pemerintah yang berhubungan dengan pengendalian kredit
- d. Suku bunga yang berlaku
- e. Jumlah uang yang beredar
- f. Tersedianya bahan – bahan di pasar.

---

<sup>5</sup> Ibid

- g. Kebijakanaksanaan di dalam perusahaan.

Sedangkan menurut Riyanto (2001) ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu :

- a. Tingkat bunga  
Tingkat bunga yang berlaku saat manajemen akan menentukan struktur modal akan mempengaruhi jenis modal yang akan digunakan apakah memakai saham atau obligasi
- b. Stabilitas earning  
Stabilitas dan besarnya earning yang diperoleh perusahaan akan menentukan apakah perusahaan dibenarkan menggunakan utang tetap atau tidak
- c. Susunan aktiva  
Pada kebanyakan industri atau manufaktur di mana sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap akan cenderung menggunakan modal sendiri dibandingkan dengan modal asing atau hutang hanya sebagai pelengkap.
- d. Risiko aktiva  
Risiko yang melekat kepada setiap aktiva belum tentu sama. Semakin panjang jangka waktu penggunaannya maka risiko semakin besar.
- e. Jumlah modal yang dibutuhkan  
Jumlah modal yang diperlukan atau dibutuhkan akan mempengaruhi struktur modal. Jika modal yang dibutuhkan adalah besar maka dirasakan perlu bagi perusahaan untuk menggunakan sekuritas secara bersamaan.
- f. Keadaan pasar modal  
Kondisi pasar modal sering mengalami perubahan yang disebabkan oleh berbagai faktor. Oleh karena itu dalam rangka memperoleh dana melalui penjualan sekuritas perusahaan harus memperhatikan kondisi pasar modal
- g. Sifat manajemen  
Bagi manajemen yang optimis akan masa depan perusahaan akan berani menanggung risiko besar sehingga akan lebih menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan.

h. Besarnya perusahaan

Suatu perusahaan besar dimana sahamnya tersebar sangat luas, penambahan saham untuk memenuhi kebutuhan dana tidak banyak mempengaruhi kekuasaan atau pengendalian pemegang saham mayoritas. Perusahaan besar pada umumnya lebih menyukai penerbitan saham baru dalam memenuhi kebutuhan dananya.

### 2.3 Pola Struktur Modal

Sebelum kita mengetahui teori tentang struktur modal, maka terlebih dahulu penting bagi kita untuk mengetahui pola struktur modal yang ada di dunia.

Berdasarkan riset ada beberapa pola dari struktur modal di seluruh dunia yaitu <sup>6</sup>:

- a. Struktur modal di beberapa negara berbeda-beda.
- b. Pola struktur modal setiap industri juga berbeda .
- c. Hutang berbanding terbalik dengan profitabilitas
- d. Pajak mempengaruhi struktur modal, namun bukan satu-satunya faktor yang menentukan.
- e. Pada saat *financial stress* hutang akan menurun
- f. Para *shareholder* mengasumsikan bahwa menaikkan hutang adalah *good news* dan menurunkan hutang adalah *bad news*
- g. Pengaruh *transaction cost* dalam menerbitkan sekuritas adalah sangat kecil terhadap struktur modal.
- h. Kepemilikan terkonsentrasi vs difus (tersebar).
- i. Struktur modal optimal merupakan target struktur modal bagi perusahaan.

Dengan mengetahui pola struktur modal ini, maka akan memudahkan kita untuk memahami teori struktur modal.

---

<sup>6</sup> Megginson, William L. "Corporate Finance," (Addison –Wesley Educaional Publisher ,Inc ,1996) p.306 - 312

## 2.4 Teori-teori struktur modal

Menurut William L. Megginson (1996) dalam ilmu keuangan dikenal beberapa teori-teori struktur modal yang dikenal oleh perusahaan dalam menetapkan struktur modal yaitu: 1. Teori Miller dan Modigliani, 2. Teori Pecking Order Hypothesis dan 3. Teori Signalling.

### 2.4.1 Teori Miller dan Modigliani (M&M) Propositions

Teori Miller dan Modigliani (1958) atau yang dikenal dengan teori M&M merupakan dasar dari teori keuangan modern. Teori ini memberikan sebuah definisi operasional dari biaya modal dan dasar teori investasi “*an operational definition of the cost of capital and workable theory of investment*” yang secara eksplisit mengakui ketidakpastian dan memberikan dukungan sebagai dasar prinsip dari maksimalisasi nilai pasar. Dengan kata lain teori MM ini mencoba menjelaskan bagaimana hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Teori M&M membuat beberapa asumsi baik secara eksplisit dan implisit yaitu :

- a. Semua aset secara fisik dimiliki oleh perusahaan
- b. Di pasar modal tidak terjadi friksi. Tidak ada pajak perusahaan atau pajak pendapatan *personal*, tidak ada biaya dalam membeli dan menjual sekuritas, dan tidak ada biaya kebangkrutan.
- c. Perusahaan hanya dapat mengeluarkan 2 jenis sekuritas yaitu ekuitas yang berisiko (*risky equity*) dan hutang yang bebas risiko (*risk-free debt*).
- d. Baik individu maupun perusahaan dapat meminjam dan meminjamkan dana pada tingkat bunga bebas risiko (*risk-free interest rate*).
- e. Investor memiliki ekspektasi yang homogen tentang pergerakan *profit* perusahaan di masa depan.
- f. Tidak ada pertumbuhan, sehingga semua pola arus kas (*cash flow*) bersifat anuitas sampai jangka waktu tidak terbatas.
- g. Semua perusahaan dapat digolongkan menjadi satu dari beberapa kelas return yang sama sehingga return semua perusahaan di kelas yang sama adalah proporsional, dan berkorelasi dengan sempurna, dengan perusahaan lain di kelas tersebut.

Teori M&M ini secara eksplisit mengakui tidak adanya hubungan (*irrelevance*) dari pendanaan dan investasi. Dalam arti bahwa menggunakan hutang atau tanpa hutang dalam mendanai investasi perusahaan tidak berpengaruh terhadap perubahan nilai perusahaan. Menurut Modigliani dan Miller (1958) dan Fama dan Miller (1972) kebijakan investasi diasumsikan tetap. Selama jumlah aliran kas perusahaan tetap, maka nilai dari perusahaan tidak akan berubah dengan ada atau tidak adanya perjanjian yang *protective*; dengan aliran kas yang tetap, keuntungan yang dimiliki *bondholder* akan hilang ke pemegang saham dan sebaliknya. Perjanjian hanya akan mengubah distribusi kumpulan *payoffs* dan adanya pilihan pendanaan tidak berhubungan terhadap nilai perusahaan.

Miller (1991) mencoba menjelaskan teori dengan menggunakan analogi sederhana yaitu " *Think of the firm as gigantic tub of whole milk. The farmer can sell the whole milk as it is. Or he can separate out the cream, and sell it at a considerably higher price than the whole milk brings.*" He continues, "The Modigliani – Miller, proposition says that if there were no cost of separation, (and, of course, no government dairy support program), the cream plus the skim milk would bring the same price as the whole milk." Bayangkan sebuah perusahaan sebagai sebuah bak raksasa susu. Para petani dapat menjual semua susu yang ada atau memisahkan *cream* dan menjualnya dengan harga yang lebih tinggi dibandingkan semua susu yang ada. Miller kemudian melanjutkan bahwa proposisi dari Modigliani dan Miller menyatakan, jika tidak terdapat biaya dari pemisahan (dan, tentu saja program bantuan pemerintah ke perusahaan susu) maka harga *cream* ditambah *skim milk* akan sama dengan harga semua susu yang ada. Inti dari pernyataan ini adalah bahwa meningkatkan hutang (*cream*) menurunkan nilai dari saham yang beredar (*skim milk*) – menjual cash flow kepada kepada pemegang saham yang berdampak pada nilai ekuitas perusahaan akan lebih kecil, dan pada dasarnya nilai total perusahaan adalah tetap.

Teori Miller dan Modigliani memiliki 2 proposisi. Proposisi I dari teori Miller dan Modigliani ini mengasumsikan bahwa perusahaan  $j$ , yang berasal dari kelas  $c$ , diharapkan akan memperoleh pendapatan operasional (Net Operating Income, NOI) rata – rata  $NOI_j$  setiap periode kondisi di masa yang datang dapat diprediksi. Kita akan memberikan notasi nilai pasar dari hutang (*debt*) sebagai  $D_j$

dan nilai ekuitas dengan  $S_j$ , dan nilai total dari sekuritas yang beredar sebagai  $V_j$  sehingga:

$$V_j = (S_j + D_j) = \text{Noi}_j / \rho_k^7$$

Modigliani dan Miller membuktikan proposisi I dengan memakai argumen arbitrase.<sup>8</sup>

M & M mengatakan bahwa kesempatan arbitrase akan ada jika nilai pasar dari kombinasi hutang dan saham dari perusahaan yang *levered*, berbeda dari perusahaan yang memiliki *ekuitas* yang identik. Hal ini didukung oleh Stiglitz (1974) dimana ia mengatakan bahwa nilai pasar tidak dipengaruhi oleh keputusan pendanaan. Stiglitz menjelaskan dengan menganggap struktur modal perusahaan optimal namun perusahaan tidak memilihnya. Hal ini mengakibatkan investor dapat menyediakan struktur modal optimal kepada pasar dengan membeli sekuritas perusahaan dan kemudian menerbitkan *personal account*. Jika nilai pasar dari perusahaan kurang daripada nilai dengan struktur modal optimal tersebut, maka investor akan memperoleh keuntungan arbitrase. Karena setiap investor memiliki insentif untuk *exploit* dan karena biaya untuk *exploit* tidak ada maka keberadaan mereka tidak konsisten dalam keseimbangan pasar.

Proposisi II M&M mengatakan require return hutang adalah tetap. Walaupun ada peningkatan biaya ekuitas namun tidak akan mengubah biaya rata-rata modal karena proporsi hutang juga akan meningkat. Apabila biaya rata-rata modal berubah sebagai dampak keputusan struktur modal, maka adanya konsep arbitrase akan mengembalikan biaya rata-rata modal ke keseimbangan. Dengan mengasumsikan  $k_j$  sebagai *expected return*, tingkat ekuitas perusahaan adalah fungsi linear dari rasio hutang terhadap ekuitas maka diperoleh persamaan :

$$k_j = \rho_c + (\rho_c - r)D_j / S_j^9$$

<sup>7</sup>artinya adalah nilai pasar perusahaan adalah independen terhadap struktur modal, diberikan dengan capitalizing expected return pada tingkat  $\rho$  sesuai dengan kelasnya.

<sup>8</sup> Dalam ekonomi arbitrase adalah proses membeli barang di suatu pasar dengan harga yang rendah dan kemudian menjual di pasar lain dimana barang yang identik dijual dengan harga yang lebih tinggi.

<sup>9</sup> ekspektasi yield satu lembar saham sama dengan tingkat kapitalisasi  $\rho_c$  yang sesuai dengan ekuitas yang berada dalam satu kelas ditambah premium yang berhubungan dengan risiko keuangan sama dengan debt-to ekuitas dikali selisih antara  $\rho_c$  dan  $r$



### 2.4.2 Pecking Order Hypothesis

Teori ini dikembangkan oleh Stewart Myers (1984). Ada 4 asumsi dari teori ini yaitu :

- a. Kebijakan dividen adalah kaku. Manajer akan berusaha menjaga tingkat pembayaran dividen yang konstan, dan tidak akan menaikkan atau menurunkan dividen sebagai bentuk respon akan fluktuasi laba sekarang yang bersifat sementara.
- b. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (laba ditahan dan penyusutan) dibandingkan pendanaan eksternal seperti hutang dan saham.
- c. Jika perusahaan harus memperoleh pendanaan eksternal, maka perusahaan akan memilih dari pendanaan saham yang paling aman terlebih dahulu.
- d. Jika perusahaan harus menggunakan pendanaan eksternal yang lebih banyak maka perusahaan akan memilih dengan memakai hutang yang aman, kemudian dengan hutang yang berisiko, *convertible securities*, *preferred stock*, dan terakhir adalah saham umum.

Model ini lebih fokus pada motivasi manajer perusahaan dibandingkan prinsip valuasi dari pasar modal. Dalam bentuknya yang paling sederhana, teori Pecking Order ini telah ada selama beberapa tahun, namun banyak ditolak oleh para ekonomi modern karena kelihatannya tidak rasional. Teori Pecking Order yang sederhana menganggap ada pengaruh yang buruk dari ketidaksempurnaan pasar (biaya transaksi tinggi, investor yang tidak memiliki informasi, dan manajer yang sangat tidak sensitif terhadap valuasi pasar atas saham perusahaan) yang sulit menerima sebagai gambar akurat dari pasar modal yang modern. Myers memberikan pandangan pembenaran dari teori pecking order ini berdasarkan informasi asimetris (Myers and Majluf 1984). Myers dan Majluf memberikan dua asumsi utama tentang manajer perusahaan. Pertama adalah mereka mengasumsikan bahwa manajer perusahaan lebih mengetahui tentang penghasilan perusahaan sekarang dan kesempatan investasi dibandingkan investor luar. Kedua adalah bahwa manajer bertindak berdasarkan kepentingan terbaik dari pemegang saham yang ada.

Kedua asumsi ini sangat penting karena asumsi informasi asimetris mengimplikasi bahwa manajer yang mengembangkan atau menemukan kesempatan investasi yang bagus dengan NPV positif tidak mampu untuk menyampaikan informasi tersebut kepada investor luar karena pernyataan manajer tersebut tidak akan dipercaya. Setelah itu, semua team manajemen memiliki dorongan untuk mengumumkan proyek baru supaya harga beli saham naik, sehingga mereka dapat menjual saham pada harga yang lebih tinggi dan karena investor tidak mampu mem-verifikasi klaim tersebut dalam waktu yang lama, mereka akan memberi nilai rata – rata rendah terhadap semua saham semua perusahaan dan akan membeli saham baru yang diterbitkan hanya pada saat diskon besar dari nilai *ekuilibrium* tanpa informasi asimetris. Manajer perusahaan memahami masalah ini, dan pada kasus tertentu akan menolak untuk menerima kesempatan investasi dengan NPV positif jika di dunia ini melibatkan penerbitan saham baru karena ini akan memberikan nilai proyek yang telalu banyak kepada pemegang saham baru dengan membebankan kepada pemegang saham yang lama.

Investor tidak dapat mempercayai manajer, sehingga mereka akan menempatkan nilai kecil pada saham biasa dan manajer akan dipaksa melepaskan kesempatan investasi yang bernilai karena tidak dapat menyampaikan informasi pribadi kepada investor lama secara kredibel. Ditambah lagi, masalah informasi dalam pasar keuangan adalah masalah yang disebabkan oleh sifat manusia, sehingga tidak dapat diatasi dengan pengurangan biaya transaksi atau pasar modal lainnya. Solusi dari permasalahan ini menurut Myers dan Majluf adalah menahan *financial slack* yang cukup agar dapat mendanai proyek secara internal.

*Financial slack* merupakan kas perusahaan dan surat berharga yang dipegang perusahaan seperti kapasitas hutang yang tidak dipakai. Perusahaan yang memiliki *financial slack* yang cukup tidak akan pernah menerbitkan hutang berisiko atau sekuritas untuk mendanai investasi proyeknya, dengan begitu perusahaan dapat mengatasi masalah informasi yang asimetris antara manajer dan investor. Selain itu, menurut aturan investasi optimal dari Fisherian sekali lagi menekankan, karena manajer dapat menerima semua proyek yang NPV positif tanpa membahayakan investor lama. Yang terpenting adalah model ini memberikan penjelasan mengenai pola dari perusahaan yang profitabilitasnya

tinggi menahan labanya sebagai ekuitas dan meningkatkan cadangan kas mereka. Mereka membangun *financial slack* dan *financial flexibility*.

Model Myers dan Majluf juga menjelaskan reaksi pasar saham terhadap peningkatan dan penurunan hutang. Karena perusahaan yang memiliki kesempatan investasi berharga berusaha mendanai proyeknya secara internal, atau menggunakan sekuritas yang rendah risiko. Jika perusahaan tersebut masih harus membutuhkan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas karena manajer perusahaan menganggap saham perusahaan *overvalued*. Investor sangat paham akan insentif ini dan juga sadar bahwa manajer terinformasi dengan baik tentang prospek perusahaan bila dibandingkan dengan dirinya sendiri, dan oleh sebab itu investor selalu berusaha menanggapi pengumuman penerbitan saham sebagai "berita buruk" (sebagai tanda bahwa manajemen menganggap saham perusahaan akan *over-valued*).

Namun teori Pecking Order ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu tidak dapat menjelaskan semua aturan dalam struktur modal yang diamati. Sebagai contoh, jika dibandingkan dengan trade-off theory adalah ketidakmampuannya untuk menjelaskan bagaimana pajak, biaya kebangkrutan dan biaya menerbitkan sekuritas dan kesempatan investasi perusahaan berpengaruh terhadap rasio aktual hutang. Apalagi teori ini mengindahkan agency problem yang signifikan dapat dengan mudah meningkat ketika manajer perusahaan mengakumulasi begitu banyak *financial slack* sehingga mereka menjadi kebal dari peraturan pasar. Ini dapat terjadi jika perusahaan tidak memiliki kebutuhan untuk meningkatkan pendanaan eksternal yang baru, dan dengan demikian tidak dapat dihukum secara langsung melalui harga saham yang rendah. Meskipun begitu, Pecking Order Hypothesis terlihat lebih baik dalam menjelaskan aspek tertentu dari pola struktur modal yang diamati dibandingkan model yang lain, dan ini tentunya menjadi pilihan pendanaan perusahaan (sekuritas apa yang dipilih untuk diterbitkan) dan respon pasar terhadap penerbitan sekuritas.

Hasil penelitian Singh dan Hamid (1992) dan Singh (1995) menemukan bahwa perusahaan di negara berkembang cenderung lebih menggunakan ekuitas dibandingkan hutang dalam pendanaan perusahaan. Hal ini sejalan dengan hasil Huang dan Song (2002) yang meneliti keputusan leverage pada 799 perusahaan

China. Mereka menemukan bahwa tingkat hutang perusahaan negara berkembang adalah rendah. Menurut Razan dan Zingales (1995) bahwa ukuran perusahaan merupakan proxy dari informasi asimetris antara perusahaan dan pasar. Oleh karena itu, semakin besar perusahaan, semakin kompleks organisasinya, maka semakin tinggi biaya asimetris informasi sehingga semakin sulit perusahaan yang besar untuk memperoleh pendanaan eksternal. Dengan kata lain bahwa perusahaan yang besar lebih menggunakan pendanaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal.

### 2.4.3 Teori Signaling

Signalling merupakan kegiatan pendanaan manajer yang dipercaya dapat merefleksikan nilai dari saham perusahaan. Pada umumnya pendanaan dengan hutang dianggap sebagai signal positif sehingga manajer percaya bahwa saham “undervalued”. Sebagai contoh anggap manajer menemukan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan memerlukan adanya tambahan pendanaan. Manajer percaya bahwa prospek perusahaan ke depannya sangat bagus yang diindikasikan dengan harga saham perusahaan sekarang. Dalam hal ini akan menguntungkan bagi para *stockholder* untuk menggunakan hutang dibandingkan dengan menerbitkan saham. Karena dengan penggunaan hutang ini dianggap sebagai signal positif. Sedangkan adanya penerbitan saham dianggap sebagai signal negatif sehingga manajemen percaya bahwa saham “overvalued”. Hal ini mengakibatkan harga saham akan menurun, *underwriting cost* (menerbitkan saham) tinggi sehingga pendanaan dengan penerbitan saham baru sangat mahal dibandingkan dengan penggunaan hutang.

Teori ini dikembangkan oleh Ross (1979). Ross menyarankan perusahaan dengan *leverage* yang besar dapat dipakai manajer sebagai signal yang optimis akan masa depan perusahaan. Teori signalling ini muncul karena adanya permasalahan asimetris informasi<sup>10</sup>. Karena kondisi asimetris informasi ada dari waktu ke waktu, perusahaan harus menjaga kapasitas cadangan pinjaman dengan menjaga tingkat pinjaman yang rendah. Adanya cadangan ini memungkinkan manajer untuk mengambil keuntungan dari kesempatan investasi tanpa harus

<sup>10</sup> Situasi dimana manajer lebih mengetahui informasi tentang operasi dan prospek perusahaan ke depannya dibandingkan investor luar.

menjual saham pada harga rendah. Dengan demikian akan mengirimkan signal yang sangat mempengaruhi harga saham.

Adanya asumsi bahwa pasar keuangan tidak merefleksikan semua informasi khususnya informasi yang belum tersedia di publik, maka memungkinkan bagi manajer untuk memilih dalam penggunaan kebijakan pendanaan untuk menyampaikan informasi ke pasar. Manajer sebagai pihak dalam yang memiliki akses informasi tentang ekspektasi aliran kas perusahaan, akan memilih signal yang tidak terlalu ambigu tentang masa depan perusahaan jika mereka memiliki insentif yang tepat. Untuk melihat bagaimana proses bekerja insentif ini, maka kita asumsikan manajer dilarang untuk memperdagangkan sekuritas dari perusahaan mereka. Hal ini menjaga mereka dari keuntungan dengan mengeluarkan signal yang salah, seperti mengumumkan berita buruk dan menjual singkat (*short sale*) walaupun mereka tahu perusahaan bagus.

Myers dan Majluf (1984) juga membuat model signalling yang merupakan kombinasi dari keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Manajer lebih baik dari sipapapun, diasumsikan mengetahui nilai "sebenarnya" perusahaan di masa depan. Disamping itu, manajer juga diasumsikan bertindak sesuai dengan kepentingan dari pemegang saham lama yaitu orang yang memiliki saham di perusahaan ketika keputusan diambil. Pemegang saham lama ini juga diasumsikan pasif atau tidak melakukan apapun untuk mengubah portofolio mereka<sup>11</sup>. Untuk lebih mudah, maka kita asumsikan tingkat bunga adalah nol, dan tidak ada pajak, biaya transaksi, atau pasar tidak sempurna.

---

<sup>11</sup> jika pemegang saham secara sistematis mengubah portofolio mereka untuk memutar keputusan manajemen, maka keputusan pendanaan manajer akan tidak relevan

## 2.5 Kebijakan Dividend

Dalam menentukan kebijakan dividend yang sesuai, terdapat beberapa faktor yang dapat dipertimbangkan oleh perusahaan antara lain:

### a. Kesempatan Investasi

Semakin besar kesempatan investasi maka dividen yang bisa dibagikan akan semakin sedikit. Akan lebih baik jika dana ditanamkan pada investasi yang menghasilkan NPV yang positif.

### b. Profitabilitas dan Likuiditas

Aliran kas atau profitabilitas yang baik bisa membayar dividen atau meningkatkan dividen. Sebaliknya jika aliran kas tidak baik. Alasan lain adalah untuk menghindari akuisisi oleh perusahaan lain. Perusahaan yang mempunyai kas yang berlebihan seringkali menjadi target dalam akuisisi. Untuk menghindari akuisisi, perusahaan bisa membayarkan dividen, dan sekaligus juga membuat senang pemegang saham.

### c. Akses ke Pasar Keuangan

Jika perusahaan mempunyai akses ke pasar keuangan yang baik, perusahaan bisa membayar dividen lebih tinggi. Akses yang baik bisa membantu perusahaan memenuhi kebutuhan likuiditasnya.

### d. Stabilitas Pendapatan

Jika pendapatan perusahaan relatif stabil, aliran kas di masa mendatang bisa diperkirakan dengan lebih akurat. Perusahaan semacam itu bisa membayar dividen yang lebih tinggi. Hal yang sebaliknya terjadi untuk perusahaan yang mempunyai pendapatan yang tidak stabil. Ketidakstabilan aliran kas di masa mendatang membatasi kemampuan perusahaan membayar dividen yang tinggi.

## 2.6 Teori – teori Dividend

Dalam dunia keuangan, pada dasarnya terdapat tiga konsep tentang kebijakan dividen, yaitu: 1) Irrelevance theory 2) Bird in the hand theory 3) Tax preference theory.

### 2.6.1 Irrelevance theory

Menurut Modigliani dan Miller (M&M), nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan kelas risiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan. Pernyataan MM ini didasarkan pada beberapa asumsi penting yang “lemah” seperti :

- a. Pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional.
- b. Tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru.
- c. Tidak ada pajak
- d. Kebijakan investasi perusahaan tidak berubah.

Sedangkan pada praktiknya :

- a. Pasar modal yang sempurna sulit ditemui
- b. Biaya emisi saham baru pasti ada
- c. Pajak pasti ada
- d. Kebijakan investasi perusahaan tidak mungkin tidak berubah.

Beberapa ahli menentang pendapat MM tentang dividen adalah tidak relevan dengan menunjukkan bahwa adanya biaya emisi saham baru akan mempengaruhi nilai perusahaan. Modal sendiri dapat berasal dari laba ditahan dan menerbitkan saham biasa baru. Jika modal sendiri berasal dari laba ditahan, biaya modal sendiri sebesar  $K_s$  (Biaya modal sendiri dari laba ditahan). Tapi bila berasal dari saham biasa baru, biaya modal sendiri adalah  $K_e$  (biaya modal sendiri dari saham biasa baru). Hal tersebut bisa dilihat dari rumus berikut ini:

$$K_s = \frac{D1}{P_o} + g$$

$$K_s = = \frac{D1}{P_o(1 - F)} + g$$

Beberapa ahli menyoroti asumsi tidak adanya pajak. Jika ada pajak maka penghasilan investor dari dividen dan dari capital gains (kenaikan harga saham) akan dikenai pajak. Seandainya tingkat pajak untuk dividen dan capital gains adalah sama, investor cenderung lebih suka menerima capital gains dari pada dividen karena pajak pada capital gains baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui/dinikmati. Dengan kata lain, investor lebih untung karena dapat menunda pembayaran pajak. Investor lebih suka bila perusahaan menetapkan DPR yang rendah, menginvestasikan kembali keuntungan dan menaikkan nilai perusahaan atau harga saham.

### **2.6.2 Bird-in-the-hand theory**

Teori ini berpendapat bahwa investor lebih menyukai dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain. Konsekuensinya, harga saham perusahaan akan sangat ditentukan oleh besarnya dividen yang dibagikan. Dengan demikian, semakin tinggi dividen yang dibagikan, semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Teori ini sesuai dengan Gordon dan Lintner, menyatakan bahwa biaya modal (*cost of capital*) sendiri perusahaan akan naik jika DPR rendah karena investor lebih suka menerima dividen dari pada capital gains. Menurut mereka, investor memandang dividend yield lebih pasti dari pada capital gains yield. Perlu diingat bahwa dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri dari laba ditahan (KS) adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham. KS adalah keuntungan dari dividen (dividend yield) ditambah keuntungan dari capital gains (capital gains yield).

Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Gordon dan Lintner ini merupakan suatu kesalahan (MM menggunakan istilah “The Bird in the hand Fallacy”). Menurut MM, pada akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.



### 2.6.3 Tax preference theory

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan capital gains, para investor lebih menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan dividend yield tinggi dan capital gains yield rendah pajak atas dividend lebih besar daripada pajak atas capital gains maka perbedaan ini akan makin terasa.

Setiap perusahaan akan memiliki kebijakan dividend yang berbeda dan hal tersebut sesuai dengan teori dividend yang diyakini masing – masing. Dimana jika manajemen percaya bahwa teori “ Dividen tidak relevan “ dari MM adalah benar, maka perusahaan tidak perlu memperdulikan berapa besar dividen yang harus dibagi. Jika mereka menganut teori “ The Bird in the Hand “, maka mereka harus membagi seluruh EAT dalam bentuk dividen. Dan bila manajemen cenderung mempercayai teori perbedaan pajak (Tax Differential Theory), mereka harus menahan seluruh EAT atau  $DPR = 0\%$ . Jadi ke 3 teori yang telah dibahas mewakili kutub – kutub ekstrim dari teori tentang kebijakan dividen. Akan tetapi test secara empiris belum memberikan jawaban yang pasti tentang teori mana yang paling benar.

## 2.7 Hasil Penelitian Sebelumnya

Sejauh ini terdapat beberapa penelitian empiris untuk melihat hubungan antara kebijakan hutang, dan kebijakan dividend terhadap nilai perusahaan yang dihubungkan dengan kepemilikan manajerial. Fuerst dan Kang (2000) menemukan hubungan yang positif antara *insider ownership* dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif (Slovin dan Sushka, 1993). Hubungan antara *analysts coverage* yang merupakan *external monitoring function*

dan Tobins'Q sebagai proksi nilai perusahaan adalah positif dan signifikan (Chen dan Steiner, 2000).

*Fried and Lang* (1988) melakukan penelitian yang berkaitan dengan hubungan antara kepentingan manajer terhadap struktur modal. Dari penelitian tersebut diperoleh hasil bahwa *kepemilikan manajerial* berpengaruh negatif terhadap kebijakan *debt*. Keadaan ini dapat dilihat pada perusahaan tertutup. Sedangkan *Crutchney and Hansen* (1989) melakukan penelitian dalam konteks keagenan yang berdasarkan tiga keputusan yaitu *ownership*, kebijakan hutang dan dividen. Kesimpulannya adalah bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh *diversification loss, standart deviation of return, firm size, non debt tax shield dan advertising, research & development*. Hansen dan *Crutchney* mengatakan kelima karakteristik itu juga berpengaruh secara signifikan terhadap *manajerial ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam mengurangi *agency problem*. Dari penelitian tersebut memberikan gambaran bahwa perusahaan dapat mengkombinasikan *manajerial (insider) ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen untuk meminimalkan *agency cost*. Dukungan terhadap hasil penelitian ini dilakukan oleh *Jensen, et al* (1992) yang melakukan penelitian tentang hubungan antara *manajerial ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dengan menggunakan analisa *least square* 3 tahap. Hasilnya mendukung pernyataan tersebut bahwa *ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen mempunyai hubungan yang interdependensi. Secara khusus *manajerial ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang dan dividen. Kontribusi penelitian ini adalah bahwa *manajerial ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen yang dikaitkan dengan karakteristik perusahaan mempunyai hubungan yang interdependensi.

*Leland dan Pyle* (1977) membuktikan bahwa insider berkeinginan untuk menginvestasikan modalnya kedalam proyek mereka yang berkualitas, dan hal ini dapat mengindikasikan bahwa ekuitas yang dipegang oleh insider dapat bertindak sebagai signal nilai perusahaan. *Vermalen* (1981) membuktikan bahwa dalam penilaian terhadap pembelian kembali saham yang telah dijual, para investor memandang proporsi pemegang saham insider sebagai informasi penting. *Born* (1988) menemukan bahwa kepemilikan insider berhubungan positif dengan return

saham. Sedangkan Hirschey dan Zaima (1989) memberikan bukti bahwa keputusan menjual perusahaan dengan pemilik insider (*managerial ownership*) yang lebih besar akan memperoleh respon investor yang lebih menguntungkan daripada perusahaan dengan pemilik insider yang lebih rendah.

Ross (1977) dan Easterbook (1984) dalam hasil penelitiannya menunjukkan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan pembayaran dividen. Akan tetapi pembayaran dividen akan berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan perusahaan, karena pembayaran dividen akan mengurangi arus kas perusahaan sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan harus mengusahakan sumber pendanaan lainnya. Dari penelitian-penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa adanya simultanitas antara *managerial ownership, debt dan dividend*. *Managerial ownership* telah diasumsikan sebagai atribut eksogen spesifik perusahaan yang dihipotesakan mempengaruhi kebijakan dividen dan hutang.

Kim dan Sorenson (1986) mengajukan *demand and supply hypothesis*. Dalam *demand hypothesis* dijelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang dikuasai secara tertutup membutuhkan hutang yang lebih banyak karena *manajer* dapat mempertahankan kontrol efektif jika kepemilikan mereka tidak diganti dengan lebih banyak *equity*. Sedangkan *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh manajer memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan utang. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa penggunaan utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial. Sedangkan penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* sehingga mengurangi keinginan manajer untuk menambah kepemilikan yang menyebabkan terdapat hubungan negatif antara kebijakan hutang dengan *managerial ownership* dalam perusahaan. Hal ini sesuai dengan Friend dan Hasbrouck (1987) serta Friend dan Lang (1988).

Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*). Peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan

perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar (Brigham, 1999).

Sedangkan Miller dan Modigliani (1963) telah memberikan sumbangan yang sangat besar dalam mengungkapkan pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. M&M berpendapat bahwa dengan memasukkan pajak maka hutang perusahaan semakin besar dan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hasil penelitian ini disempurnakan dengan munculnya teori *trade off* yaitu teori yang memperhatikan *biaya keagenan* dan *financial distress*. Temuan ini menyatakan bahwa kebijakan untuk meningkatkan hutang memang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi akan menurun pada titik tertentu sebagai akibat adanya biaya keagenan dan kemungkinan kebangkrutan.

Masulis (1980) melakukan penelitian yang berkaitan dengan relevansi keputusan pendanaan. Dan ditemukan bahwa sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi hutang terdapat kenaikan *abnormal return*. Sebaliknya pada saat perusahaan mengumumkan penurunan proporsi hutang berpengaruh kepada penurunan *abnormal return*. Sehingga dapat dikatakan bahwa kebijakan pengumuman hutang tersebut dapat berpengaruh pada nilai dari perusahaan yang bersangkutan.

Penelitian mengenai perbedaan keputusan bisnis antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial telah dilakukan oleh Yulius (2005). Dimana hasil dari penelitian tersebut adalah terdapat perbedaan kebijakan hutang dan nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan manajerial dengan perusahaan-perusahaan tanpa kepemilikan manajerial.

Sementara itu menyangkut kebijakan dividen kaitannya dengan nilai perusahaan akan berlandaskan pada temuan terdahulu yaitu dengan mempertimbangkan kandungan informasi, maka dapat dikatakan bahwa pembayaran dividen sering diikuti oleh kenaikan harga saham. Kenaikan pembayaran dividen dilihat sebagai signal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Sebaliknya penurunan pembayaran dividen akan dilihat sebagai prospek perusahaan yang buruk.

Dalam penelitian tentang agency cost dan perilaku pembayaran dividen perusahaan, (Rozeff, 1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari monitoring perusahaan. Dalam kondisi demikian perusahaan cenderung membayar dividen lebih besar jika insiders memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Esterbook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring capital market yang terjadi bila perusahaan memperoleh modal baru. Jensen et al (1992) menyatakan pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang dalam struktur modal untuk mengawasi manajer. Dalam hal ini perusahaan yang mempunyai *divident payout ratio* tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi biaya keagenan hutang. Disamping itu pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang. Hasil studi Moh'd et al (1998), Jensen et al (1992) menemukan bahwa *divident payout ratio* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*.

Penelitian-penelitian terdahulu sebagian besar lebih dihubungkan dengan teori keagenan, sehingga belum dapat diketahui apakah setiap kebijakan yang ada di perusahaan seperti kebijakan hutang dan kebijakan dividend yang diambil perusahaan mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu penelitian yang mengungkapkan pengaruh langsung dari kebijakan-kebijakan tersebut perlu dilakukan. Landasan teori dan hasil dari penelitian terdahulu menjadi dasar dan masukan dalam penelitian ini.