

## **BAB II**

### **LANDASAN TEORI**

Dalam Bab II ini menjelaskan beberapa topik yang berkaitan dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya, teori-teori pendukung hutang, teori contracting dalam hubungannya pada kebijakan pendanaan dan dividen, dan struktur modal yang mempunyai keterikatan dengan kriteria-kriteria kemakmuran pemegang saham terhadap kenaikan hutang dan kenaikan dividen.

#### **2.1 Tinjauan penelitian sebelumnya**

Filosofi keputusan pendanaan memiliki anggapan yang sama-sama bertujuan untuk memakmurkan atau meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham yang tercermin pada kenaikan harga saham. Konflik kepentingan yang terjadi antara pemegang saham, pemegang obligasi dan para manajer, karena keputusan pendanaan, karena disatu pihak dianggap dapat meningkatkan kesejahteraan dan dilain pihak mengurangi kesejahteraan para pemegang saham ( Smith, 1990 ).

Kapasitas hutang perusahaan adalah proporsi maksimum dari hutang yang dapat dimasukkannya dalam struktur modal dan masih mempertahankan biaya modal terendah. Tetapi peningkatan hutang bukanlah solusi optimal bagi suatu perusahaan, implikasinya adalah manajer perusahaan yang didanai hutang punya kecenderungan untuk memilih proyek yang lebih beresiko.

Duran ( 1952 ), berpendapat bahwa nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih tinggi dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Pendapat ini kemudian dibantah oleh Miller dan Modigliani (1960), menyatakan kembali sebagai revisinya atas artikel sebelumnya, bahwa dalam keadaan ada pajak, keputusan pendanaan menjadi relevan, karena pada umumnya bunga yang dibayarkan akan mempengaruhi pendapatan yang dikenakan pajak. Hal ini berarti perusahaan dapat meningkatkan nilainya dengan menggunakan hutang. Menurunkan nilai perusahaan dan biaya-biaya dari hutang yang mempertahankan investasi dalam proyek yang meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki kesempatan berinvestasi yang baik diharapkan memiliki tingkat hutang yang rendah secara relatif terhadap perusahaan yang mantap. Penelitian Stulz juga menemukan bukti bahwa pada umumnya para manajer akan merasa enggan untuk mengimplementasikan tingkat hutang yang optimal karena adanya ancaman pengambilalihan ( *takeover* ).

Dalam dunia nyata tidak ada perusahaan yang menggunakan hutang dalam jumlah yang sangat besar, walaupun berdasarkan teori Miller & Modigliani, semakin besar hutang yang digunakan maka semakin tinggi nilai perusahaan. Model Miller & Modigliani mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Masalah keagenan bisa terjadi jika pihak-pihak yang bekerja sama memiliki tujuan yang berbeda sehingga masing-masing memiliki sikap yang berbeda terhadap resiko (Jensen & Mecking, 1979).

Kamath, 1997 melakukan penelitian survey terhadap 690 perusahaan yang terdaftar pada NYSE periode 1988-1990, dengan response rate 142 perusahaan tentang berbagai praktik dan pandangan manajerial berkenaan dengan keputusan

pendanaan jangka panjang. Hasil survey menunjang perusahaan lebih suka mengikuti *financing hierarchy* atau *pecking order hypothesis* daripada mempertahankan struktur modal yang ditargetkan atau *balance theory*. Perusahaan yang mengikuti *pecking order theory* untuk memperoleh dana baru memandang *debt ratio* adalah berhubungan pada *past profit* dan *past growth*.

## 2.2 Teori-teori pendukung hutang

Dalam menentukan berapa banyak hutang yang dapat dengan aman dipegang perusahaan, perlu dipertimbangkan risiko dasar yang ada dalam bisnis itu. Bagi seorang manajer, dividen tunai pemegang saham cukup penting. Perusahaan lebih suka melepas proyek yang menguntungkan daripada merealokasi dividen tunai yang diharapkan pemegang saham untuk investasi.

Resiko bisnis (Kale et al. 1991) menjelaskan bahwa adanya penggunaan hutang yang tinggi akan meningkatkan probabilitas kebangkrutan. Resiko bisnis ditentukan oleh variabilitas pendapatan yang akan diterima pada masa yang akan datang (Ferri & Jones, 1979).

Titman & Wessel (1988) dalam studinya apakah sebaiknya suatu perusahaan memutuskan menggunakan equity atau hutang haruslah melihat faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi *debt equity ratio* suatu perusahaan. *Debt equity ratio* atau hutang modal merupakan variabel yang menjelaskan perubahan harga saham (Watts dan Zimmerman, 1986). Efeknya terhadap kemakmuran pemegang saham yaitu diharapkan variabel diatas menjadi negatif. Seorang investor akan lebih mudah memberikan hutang apabila disertai dengan jaminan yang ada. Dilain pihak

apabila perusahaan menggunakan hutang dengan disertai jaminan maka akan mengurangi resiko kebangkrutan perusahaan tersebut.

Baskin (1989) menemukan bukti penelitian bahwa *debt leverage* berhubungan positif signifikan dengan *growth*, berhubungan terbalik dengan *profit* dan *dividend* yang dibayarkan lebih tinggi dimasa lalu dan cenderung hutang kembali.

Brigham & Gapenski, 1996: 421 menyatakan bahwa perusahaan yang pertumbuhannya pesat cenderung lebih menggunakan hutang daripada ekuitas. Hal tersebut menjawab mengapa masih ada keraguan emiten untuk menerbitkan ekuitas yang disebabkan oleh persoalan *asimetrik information* dan biaya emisi penerbitan ekuitas, maka perusahaan adalah lebih mungkin menerbitkan hutang daripada ekuitas.

### **2.3 Teori contracting dalam hubungannya pada kebijakan pendanaan dan dividen**

Teori contracting secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Argumentasi ini mulai populer setelah adanya perdebatan tentang eksistensi ide akuntansi positif yang menyatakan bahwa adanya banyak perbedaan dalam kebijakan prosedur akuntansi diantara perusahaan berkaitan dengan perilaku manajemen perusahaan (Watts dan Zimmerman, 1990). Perbedaan dalam kebijakan prosedur akuntansi berkaitan dengan perpektif *efficiency contracting* dan pandangan manajemen yang *opportunism*. Dalam perspektif *efficiency contracting* secara khusus manajer akan memilih metode akuntansi yang akan meminimkan *agency cost*. Dengan demikian, manajer akan memaksimalkan nilai perusahaan.

Kepentingan pembelanjaan menyangkut tentang bagaimana membiayai kegiatan perusahaan, bagaimana memperoleh dana dengan biaya minimal serta komposisi sumber pembiayaan optimal. Empat sumber dana utama yang dapat digunakan perusahaan untuk membelanjai operasi perusahaan yaitu hutang, saham preferen, saham biasa dan laba ditahan (Lawrence, 1983) membedakan karakteristik keempat sumber dana perusahaan tersebut. Penentuan untuk membelanjai operasi perusahaan sebaiknya menggunakan modal sendiri atau hutang tergantung pada tingkat bunga dan return yang diharapkan. Perusahaan menentukan membelanjai operasi perusahaan berupa biaya bunga. Tambahan penghasilan ini apabila ditanamkan akan menambah modal sendiri.

Pemenuhan kebutuhan dana dengan menggunakan sumber dana dari luar (*eksternal financing*) mempunyai resiko yang lebih besar dari menggunakan sumber dana dari dalam perusahaan (*internal financing*), seperti keuntungan dari operasi perusahaan. Perusahaan dengan keuntungan yang besar akan lebih sedikit memerlukan dana dari luar perusahaan dibanding perusahaan dengan keuntungan yang lebih kecil. Hal ini didukung oleh hipotesis yaitu penggunaan hutang oleh suatu perusahaan akan meningkatkan resiko para pemegang saham. Dalam teori portofolio apabila resiko yang ditanggung para pemegang saham meningkat maka pemegang saham tersebut akan menuntut return yang lebih tinggi, sehingga ada hubungan yang positif antara resiko jika mengambil alternatif hutang dengan return yang didapat jika perusahaan tersebut meningkatkan hutangnya.

Masalah perubahan kebijakan dividen ini akan lebih jelas jika kita mempertimbangkan adanya sumber pembelanjaan yang berasal dari luar perusahaan

(*eksternal financing*). Perusahaan akan membelanjai investasinya dengan keuntungan yang ditahan. Untuk ini Modigliani dan Miller<sup>2</sup> menunjukkan bahwa dengan suatu keputusan investasi tertentu, ratio dividen yang dibagikan tidaklah ada artinya bagi kemakmuran pemegang saham. Mereka mengatakan bahwa dengan suatu keputusan investasi, yang relevan adalah tingkat keuntungan investasi tersebut, bukan pembagian keuntungan itu. Inilah teori ketidakrelevanan yang diungkapkan oleh Miller dan Modigliani. Pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham, akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan cara pembelanjaan yang lain.

Suatu perusahaan perlulah memilih kebijakan dividen yang cenderung akan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Dalam teori kebijakan dividen yang optimal (*dividend payout ratio* yang optimal) haruslah ditentukan dengan memperhatikan kesempatan-kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan dan berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen dan *capital gain*.

Semakin tinggi dividen dibagikan tanpa kenaikan hutang kepada pemegang saham akan mengurangi kesempatan perusahaan untuk mendapatkan sumber dana intern dalam rangka mengadakan reinvestasi, sebab pertumbuhan dividen akan semakin berkurang.

Faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham antara lain adalah:

---

<sup>2</sup> Merton H. Miller and Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares" *Journal of Business* 34 (October 1961) 411-433

1. Posisi Likuiditas Perusahaan

*Cash dividend* merupakan arus kas keluar bagi perusahaan, oleh karena itu bila perusahaan membayarkan dividen berarti harus bisa menyediakan uang kas yang cukup banyak dan ini menurunkan tingkat likuiditas perusahaan. Bagi perusahaan yang kondisi likuiditasnya kurang baik, biasanya dividen payout perusahaan rasionya kecil dan sebaliknya.

2. Kebutuhan melunasi hutang

Salah satu sumber dana perusahaan adalah kreditor berupa hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang. Dan hutang-hutang ini harus segera dibayarkan pada saat jatuh tempo ditambah bunga.

3. Rencana perluasan

Perusahaan yang berkembang ditandai dengan semakin pesatnya pertumbuhan perusahaan, dan hal ini bisa dilihat dari perluasan yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin pesat pertumbuhan perusahaan, juga semakin pesat perluasan yang dilakukan. Konsekwensinya semakin besar kebutuhan dana untuk membiayai perluasan tersebut. Kebutuhan dana dalam rangka ekspansi tersebut bisa dipenuhi baik dari hutang, menambah modal sendiri yang berasal dari pemilik, dan salah satunya juga bisa diperoleh dari *internal resources* berupa memperbesar laba yang ditahan. Dengan demikian semakin pesat perluasan yang dilakukan perusahaan semakin kecil *dividend payout ratio* jika tidak diikuti dengan hutang yang meningkat.

#### 4. Kesempatan investasi

Kesempatan investasi juga merupakan faktor yang mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagi. Semakin terbuka kesempatan investasi semakin kecil dividen yang dibagikan sebab dananya digunakan untuk memperoleh kesempatan investasi. Namun bila kesempatan investasi kurang baik, maka dananya lebih banyak akan digunakan untuk membayar dividen.

#### 2.4 Struktur modal

Harris & Raviv (1991), mengindikasikan bahwa pemilihan struktur modal memberi sinyal kepada para *outsider* atau investor tentang informasi *insider*. Myers, 1984 menyatakan para investor tertarik pada pemilihan pendanaan karena perubahan harga saham terjadi pada saat keputusan pemilihan struktur modal diumumkan.

Filosofi pendanaan atas dasar *balance theory*, perusahaan mendasarkan keputusan pendanaan pada suatu struktur modal yang ditargetkan atau struktur modal yang optimal. Oleh karena itu perusahaan melakukan upaya-upaya secara sadar untuk mempertahankan struktur modal yang optimal untuk memaksimumkan nilai perusahaan (Kamath, 1997). Struktur modal yang optimal dibentuk dengan menyeimbangkan *benefit*, dari penghematan pajak atas penggunaan hutang terhadap cost, biaya kebangkrutan (Myers, 1984 ; Baskin, 1989 ; Stulz, 1991 in Haris & Raviv 1991 ; Brigham & Gapenski, 1996 : 382). Filosofi *balance theory* memprediksikan suatu hubungan yang negatif antara variabilitas pendapatan dan penggunaan hutang (Thies & Klock, 1991).



Myers (1984), menjelaskan bahwa jika *balance theory* adalah benar perusahaan mungkin kadang-kadang berada diatas dan dibawah struktur modal yang optimal atau yang ditargetkan. Perusahaan yang struktur modalnya dibawah struktur modal yang optimal adalah lebih mungkin mengganti penggunaan *ekuitas* dengan hutang. Sebaliknya struktur modalnya diatas struktur modal yang optimal adalah lebih mungkin mengganti pengganti hutang dengan *ekuitas* (Myers, 1984 dan Marsh, 1982).

Filosofi pendanaan atas dasar kerangka *pecking order hypothesis*, perusahaan berusaha untuk menerbitkan sekuritas berdasarkan suatu urutan atau *hierarchy* yang paling menguntungkan pada suatu waktu tertentu dan tidak mendasarkan pada struktur modal yang ditargetkan (Kamath, 1997). Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal. Apabila digunakan dana yang berasal dari eksternal, urutan pendanaan yang disarankan atau diinginkan perusahaan pertama dari pendanaan hutang, kedua dari penerbitan *ekuitas* baru (Myers, 1984). Alasannya adalah para manajer tidak menginginkan terjadinya dilusi terhadap nilai saham bagi para pemegang saham (Viswanath, 1994). Filosofi *balance theory* memprediksikan suatu hubungan yang negatif antara variabilitas pendapatan dan penggunaan hutang (Thies & Klock, 1991).

Perusahaan dengan pendapatan yang relatif stabil memungkinkan untuk memprediksikan pendapatan yang akan datang secara tepat. Pendapatan yang stabil memungkinkan perusahaan tersebut meminjam atau hutang dengan jumlah yang lebih besar.

Hasil penelitian konsisten dengan *pecking order theory* juga membuktikan, bahwa *debt ratio* berhubungan terbalik dengan *profit* (Titman & Wessels, 1988; Baskin 1989; Thies & Klock 1991; Kamath 1997). Temuan ini menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan menghasilkan laba adalah lebih mungkin menggunakan dana internal.

Filosofi keputusan pendanaan baik berdasarkan pada *balance theory* maupun *pecking order theory* keduanya memiliki anggapan yang sama-sama bertujuan untuk mempertahankan atau meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Saham yang tercermin pada kenaikan harga saham. Konflik kepentingan yang terjadi antara stockholder, bondholder dan para manajer, karena keputusan pendanaan, disatu pihak dianggap dapat meningkatkan kesejahteraan dan dipihak lain mengurangi kesejahteraan para pemegang saham (Smith, 1990). Masalah keagenan bisa terjadi jika pihak-pihak bekerja sama memiliki tujuan yang berbeda, sehingga masing-masing memiliki sikap yang berbeda terhadap resiko (Jensen & Meckling, 1976).

Dengan demikian pemahaman terhadap filosofi struktur modal perusahaan akan membantu menentukan alternatif pendanaan dan investasi yang tepat, sehingga dapat untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal.

Walaupun sulit untuk menentukan komposisi sumber pembiayaan yang optimal, perusahaan perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang dapat dijadikan dasar dalam menentukan modal (Brigham, 1992).

Faktor-faktor pembiayaan optimal antara lain:

1. Stabilitas penjualan

Perusahaan yang kondisi penjualan relatif stabil akan lebih aman apabila lebih banyak menggunakan hutang dibanding perusahaan yang kondisinya penjualannya tidak stabil. Perusahaan yang penjualannya stabil, memiliki kemampuan yang lebih besar dalam memenuhi kewajibannya, baik berupa angsuran hutang maupun pembayaran bunga.

2. Struktur aktiva

Perusahaan yang memiliki aktiva yang aman sebagai agunan atau jaminan dapat menggunakan hutang lebih besar. Aktiva berupa aktiva tetap seperti tanah, bangunan merupakan aktiva yang dapat digunakan sebagai agunan dalam permintaan pinjaman atau hutang.

3. Operating leverage

Proporsi biaya tetap perusahaan akan menentukan pemilihan struktur modalnya. Apabila proporsi biaya tetapnya relatif kecil maka perusahaan dapat menggunakan hutang yang lebih besar.

4. Tingkat pertumbuhan

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi cenderung menggunakan hutang yang relatif lebih besar dibanding dengan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah.

5. Probabilitas

Perusahaan yang tidak banyak menggunakan hutang memiliki tingkat ROI (*Return on Investment*) yang tinggi.

6. Pajak

Bunga hutang mengurangi probabilitas sehingga bagi perusahaan yang dibebani pajak yang tinggi akan lebih memilih menggunakan tingkat hutang yang lebih besar.

7. Pengawasan

Dalam menggunakan hutangnya atau penerbitan saham perusahaan harus mempertimbangkan posisi pengawasan manajemen. Apabila manajemen sekarang memiliki hak suara lebih dari 50 % sehingga manajemen tidak dalam posisi harus membeli saham baru dengan demikian bisa memilih menggunakan hutang sebagai alternatif utamanya dalam membiayai operasinya.

8. Sikap manajemen

Manajemen yang konservatif lebih cenderung menggunakan hutang yang lebih kecil. Perilaku manajemen dalam pertumbuhan perusahaan dalam teori tidak mempengaruhi suatu kebijakan yang diambil oleh perusahaan, tetapi dalam prakteknya sangatlah mempengaruhi.

9. Sikap kreditor dan konsultan

Sebelum melakukan peminjaman, perusahaan akan mendiskusikan masalah penentuan struktur modal ini dengan kreditor maupun konsultan yang memberikan saran pada perusahaan. Apabila sikap kreditor lunak dalam memberikan pinjaman dan berdasarkan saran konsultan penggunaan pinjaman tersebut tidak beresiko maka perusahaan cenderung menggunakan hutang.

10. Kondisi pasar

Kondisi pasar modal jangka panjang maupun jangka pendek akan menentukan struktur modal perusahaan. Dengan kondisi pasar modal yang sedang lesu maka tidak banyak investor yang menanamkan modalnya pada saham dengan demikian perusahaan akan lebih memilih menggunakan hutang lebih banyak.

11. Kondisi internal perusahaan

Pendapatan perusahaan akan menentukan harga saham suatu perusahaan sehingga perusahaan akan lebih menyukai menggunakan hutang sampai pendapatannya naik dan meningkatkan harga saham. Dalam hal ini akan berdampak pada kenaikan dividen yang dapat memakmurkan pemegang saham.

12. Flesibilitas keuangan

Flesibilitas perusahaan dalam menggunakan hutang maupun modal sendirinya akan menentukan struktur modalnya. Dalam kondisi ekonomi yang baik perusahaan dapat memilih menggunakan hutang maupun modal sendiri. Namun pada kondisi ekonomi yang buruk penyandang dana hanya akan bersedia memberikan dana yang aman yaitu hutang.