

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian yang sebelumnya pernah dilakukan sehubungan dengan permasalahan yang diteliti dalam penelitian ini adalah:

1. Penelitian Nancy Liono, Mudji Utami dan Liliana Inggrit Wijaya (2009)

Penelitian ini berjudul “Interdependensi Kebijakan Dividen, *Financial Leverage* dan Investasi: Pengujian *Pecking Order Theory*”. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis interdependensi antara kebijakan dividen, *financial leverage* dan investasi dalam pengujian *pecking order theory*. Objek yang dipakai pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dalam industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2002-2007.

Berdasarkan hasil pengolahan data penelitian dengan menggunakan Metode *Three Stage Least Square* (3 SLS) untuk melihat pengaruh antara kebijakan dividen (*dividend yield*), *financial leverage*, dan investasi menunjukkan adanya pengaruh diantara kebijakan dividen terhadap *financial leverage*, investasi terhadap kebijakan dividen, *financial leverage* terhadap kebijakan dividen, *financial leverage* terhadap investasi, investasi terhadap *financial leverage*. Sedangkan untuk kebijakan dividen terhadap investasi menunjukkan tidak ada pengaruh yang negatif. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, perusahaan dalam industri makanan dan minuman periode 2002-

2007 tidak mengikuti *pecking order theory*. Hal ini ditunjukkan melalui hasil penelitian kebijakan dividen terhadap investasi tidak berpengaruh negatif dan sebaliknya investasi terhadap kebijakan dividen berpengaruh negatif.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu tersebut adalah:

- a. Meneliti interdependensi kebijakan dividen, *financial leverage* dan investasi
- b. Menggunakan pengujian *Pecking Order Theory*

Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah:

- a. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang masuk dalam Indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia sedangkan penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
 - b. Penelitian ini menggunakan metode *Two Stage Least Square*, sedangkan pada penelitian terdahulu menggunakan *Three Stage Least Square*.
2. Penelitian Siwi Puspa Kaweny (2007)

Penelitian ini berjudul “Studi Keterkaitan Antara *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage* Dan Investasi Dalam Pengujian Hipotesis *Pecking Order*”. Tujuan penelitian ini adalah menguji hipotesis *Pecking Order Theory* di Indonesia. Hipotesis ini mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *dividend payout ratio* dan investasi. Penelitian ini difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) untuk periode 2004-2005. Metode yang digunakan adalah *pooling*

data dan *sample* 74 perusahaan. Untuk metode pengolahan statistik digunakan *Hausmant Test* dan regresi *Two Stage Least Square (2 SLS)* untuk meminimalkan angka bias yang dihasilkan dalam analisis *Ordinary Least Square*.

Dari hasil penelitian ini ditemukan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia mengikuti hipotesis *pecking order*. *Dividend payout ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial leverage*, *financial leverage* tidak berpengaruh signifikan pada *dividend payout ratio*; investasi berpengaruh negatif dan signifikan pada *dividend payout ratio*, *dividend payout ratio* tidak berpengaruh signifikan pada investasi; investasi berpengaruh positif dan signifikan pada *financial leverage*, *financial leverage* tidak berpengaruh signifikan pada investasi.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu tersebut adalah:

- a. Meneliti interdependensi kebijakan dividen, *financial leverage* dan investasi
- b. Menggunakan pengujian *Pecking Order Theory*

Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah:

- a. Penelitian sebelumnya menggunakan *dividend payout ratio* sedangkan penelitian ini menggunakan *dividend yield*.
- b. Penelitian sebelumnya menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sedangkan penelitian ini menggunakan

sampel perusahaan manufaktur yang masuk dalam Indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia.

3. Penelitian Yuniningsih (2002)

Penelitian ini berjudul “Interdependensi Antara Kebijakan *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage*, Dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang *Listed* Di Bursa Efek Jakarta”. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji prediksi dari saling ketergantungan antara kebijakan *dividend payout ratio*, *financial leverage*, dan investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *dividend payout ratio* (Y_1), *financial leverage* (Y_2), investasi (Y_3), likuiditas (X_1), profitabilitas (X_2), risiko perusahaan (X_3), struktur aktiva (X_4), *size* (X_5), dan *growth* (X_6). Berdasarkan variabel-variabel ini, penelitian ini memiliki tiga persamaan simultan. Persamaan pertama adalah bahwa *dividend payout ratio* dengan faktor determinannya: *financial leverage*, investasi, likuiditas, profitabilitas, dan risiko. Persamaan kedua adalah bahwa *financial leverage* dengan faktor determinannya: *dividend payout ratio*, investasi, risiko, struktur aktiva, dan ukuran. Persamaan ketiga adalah bahwa investasi dengan faktor-faktor penentunya seperti *dividend payout ratio*, *financial leverage*, profitabilitas, *size*, dan *growth*. Alat analisis yang digunakan untuk menguji ketiga persamaan di atas adalah dua tahap kuadrat terkecil. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan periode pengamatan 1992-1995, menghasilkan 159 perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap investasi, di sisi lain, *dividend payout ratio* tidak mempengaruhi *financial leverage* secara signifikan. Begitu juga investasi secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan di sisi lain, investasi secara signifikan berpengaruh positif terhadap *financial leverage*.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu tersebut adalah:

- a. Meneliti interdependensi kebijakan dividen, *financial leverage* dan investasi
- b. Menggunakan analisis *two-stage least square* (2-SLS)

Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah:

- a. Peneliti sebelumnya menggunakan *dividend payout ratio* sedangkan penelitian penulis menggunakan *dividend yield*.
- b. Penelitian penulis menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang masuk dalam Indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia, sedangkan penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

2.2 Landasan Teori

Pada sub ini akan diuraikan teori-teori pendukung yang nantinya akan digunakan sebagai dasar dalam menyusun kerangka pemikiran maupun merumuskan hipotesis.

2.2.1 Pecking Order Theory

Gitman (2000) dalam Liono, dkk. (2009) mengatakan “*Pecking order is a hierarchy of financing that begins with retained earnings which is followed by debt financing and finally external equity financing*”. Jika dana internal perusahaan tidak mencukupi, maka perusahaan menggunakan hutang daripada penerbitan saham baru.

Brealey et al. (2004) dalam Liono, dkk. (2009) mengatakan *pecking order theory* dalam struktur modal, seperti:

- a) *Firms prefer internal finance, since these funds are raised without sending any adverse signals that may lower the stock price;*
- b) *If external finance is required, firms issue debt first and issue equity only as last resort. This pecking order theory arises because on issue to interpreted by investors as a bad omen.*

Pecking order theory adalah teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan. Teori ini mengemukakan argumentasi mengenai adanya kecenderungan suatu perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan berdasarkan *pecking order theory*. Manajer lebih memilih tingkat pembelanjaan modal yang memastikan kemakmuran pemegang saham saat ini, tanpa memperhatikan kepemilikan manajer tersebut atas saham perusahaan. Manajer cenderung untuk membuat keputusan pendanaan modal atas ketersediaan dana

internal dan eksternal dengan alasan adanya *asymetris information* antara manajer tersebut dengan calon pemegang saham potensial. *Pecking order theory* juga merupakan suatu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses sumber pendanaan dari luar. *Investor* biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan membuat keputusan pendanaan dengan menerbitkan ekuitas.

Keown et al. (2005) dalam Liono, dkk. (2009) mengatakan bahwa “*The upshot of this pecking order theory is what no precisely defined target leverage ratio really exist. This is because observed leverage ratio (that is, total debt to total assets) merely reflects the cumulative external financing needs of the firm over time*”. *Pecking order theory* tidak mendefinisikan target dari rasio *leverage*. Hal ini dikarenakan rasio *leverage* hanya mencerminkan kebutuhan pendanaan eksternal setiap waktu.

2.2.2 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menentukan pembagian laba bersih antara pembayaran kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan. Laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu sumber dana paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, akan tetapi dividen merupakan arus kas yang harus disisihkan untuk pemegang saham. Berapa bagian yang harus dibagikan dinyatakan dalam ukuran *payout ratio* yang merupakan rasio antara dividen dan laba ditahan. Kebijakan dividen merupakan

salah satu keputusan penting dalam kaitannya dengan usaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen adalah rencana perusahaan akan kegiatan yang harus diikuti dimana keputusan dividen dibuat. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2009:496), kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar laba ditahan semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran dividen. Alokasi penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen.

Sedangkan menurut Sartono (2009:281), kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa mendatang.

Dapat dikatakan bahwa dividen yang akan dibayarkan besar maka semakin besar pula pembiayaan yang harus diperoleh dari sumber eksternal melalui hutang maupun penjualan saham. Pembayaran dividen yang kecil biasanya diikuti dengan investasi yang besar, karena pendapatan yang digunakan untuk membayar dividen digunakan untuk pembayaran investasi. Hal ini sesuai dengan yang dikatakan Brigham dan Besley (2000) dalam Liono, dkk. (2009) yang mengatakan bahwa *“Dividend policy involves the decision to payout earnings or to retain them for reinvestment in the firm”*.

John dan Dudley (2000) dalam Liono, dkk. (2009) mengatakan ukuran dari pembayaran dividen menggunakan dua cara perhitungan, yaitu:

- a) *Dividend yield* adalah penting dikarenakan *dividend yield* menyediakan suatu ukuran dari komponen atas total hasil yang diperoleh dari dividen dari harga saham tersebut
- b) Pengukuran *dividend payout ratio* untuk mengukur penilaian dividen untuk masa yang akan datang, biasanya digunakan untuk analisis estimasi *growth* dari dividen.

Dalam penelitian ini, kebijakan dividen yang akan digunakan adalah *dividend yield*, karena dari rasio ini akan diketahui seberapa besar tingkat pendapatan dividen per lembar saham yang akan didapatkan para pemegang saham. Menurut Saragih et al. (2005) dalam Liono, dkk. (2009), bagi *investor*, dividen merupakan pengembalian (*return*) yang bisa dibandingkan dengan peluang investasi lainnya; pengembalian ini disebut *dividend yield* yaitu hubungan antara pembayaran dividen dengan harga per lembar saham. *Dividend yield* merupakan pembayaran dividen yang disesuaikan dengan harga saham pada pasar.

Investor menanamkan modalnya pada perusahaan melalui pembelian saham adalah agar ia mendapatkan keuntungan atas penyertaan saham tersebut. Ada dua macam keuntungan yang dapat diperoleh *investor* adalah salah satunya *dividend*. *Dividend* merupakan arus kas yang disisihkan untuk pemegang saham perusahaan sebagai hasil dari modal yang ditanamkannya. Hal ini seperti yang dikemukakan oleh Baridwan (2006:545) yang mendefinisikan *dividend* sebagai

pembagian keuntungan kepada pemegang saham yang sebanding dengan jumlah lembar yang dimiliki.

Berdasarkan definisi diatas, *dividend* menunjukkan ada hubungan antara pemegang saham dengan laba yang diperoleh perusahaan. Sehingga mereka dalam hal ini pemegang saham mempunyai hak atas laba tersebut sesuai dengan besarnya modal (saham) yang dimilikinya. Dengan memiliki saham berarti pemegang saham tersebut membuktikan bahwa dirinya adalah pemilik perusahaan tersebut. Jika perusahaan memiliki laba yang besar maka *dividend* yang dibagikan kepada para pemegang saham akan meningkat. Hal ini akan semakin banyaknya minat para *investor* atau calon *investor* untuk membeli saham perusahaan tersebut.

Sedangkan untuk *yield* itu sendiri dipakai untuk mengukur tingkat pendapatan dividen per lembar terhadap harga pasar saham. *Yield* adalah persentase keuntungan yang bersumber dari *dividend* perlembar saham terhadap harga saham. Secara formulasi *yield* dapat diperoleh dengan rumus:

$$Dividend Yield = \frac{Dividend \text{ per lembar saham}}{\text{H a r g a s a h a m}} \times 100\% \dots\dots\dots(1)$$

Dari uraian di atas dapat dijelaskan bahwa salah satu sumber *return* adalah bersumber dari *yield* yang merupakan persentase dari dividen perlembar saham berbanding dengan harga saham. Dengan demikian dapat dikatakan baik dividen ataupun *return* merupakan suatu keuntungan yang diharapkan *investor* dalam sebuah investasi.

2.2.3 Kebijakan *Financial Leverage*

Setiap perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya sehari-hari pasti membutuhkan modal. Modal tersebut berasal dari modal sendiri maupun modal yang berasal dari pinjaman. Perusahaan yang menggunakan sumber dana dari luar untuk membiayai operasional perusahaan baik yang merupakan sumber pembiayaan jangka pendek maupun jangka panjang merupakan penerapan dari kebijakan *leverage*.

Kebijakan perusahaan mendapatkan modal pinjaman dari luar ditinjau dari bidang manajemen keuangan, merupakan penerapan *financial leverage* dimana perusahaan membiayai kegiatannya dengan menggunakan modal pinjaman serta menanggung suatu beban tetap yang bertujuan untuk meningkatkan laba per lembar saham

Financial leverage timbul karena adanya kewajiban-kewajiban finansial yang sifatnya tetap (*fixed financial charges*) yang harus dikeluarkan oleh perusahaan. Kewajiban-kewajiban finansial yang tetap ini tidaklah berubah dengan adanya perubahan tingkat EBIT dan harus di bayar tanpa melihat sebesar apa pun tingkat EBIT yang dicapai perusahaan.

Didalam analisis *financial leverage* diasumsikan bahwa dividen untuk pemegang saham preferen selalu dibayar dalam setiap periode, asumsi ini diperlukan karena tujuan utama dari *financial leverage* adalah untuk mengetahui seberapa jauh uang yang sesungguhnya tersedia bagi pemegang saham biasa setelah bunga dan dividen untuk saham preferen dibayarkan. Menurut Siegel dan Shim (2005:267), *financial leverage* adalah sebuah ukuran mengenai resiko

keuangan mengenai pembiayaan sebagai aktiva perusahaan, ditujukan pada pembiayaan bagian aktiva tetap yang menanggung beban pembiayaan tetap dengan harapan akan membantu meningkatkan keuntungan bagi pemiliknya.

Pengertian lain dikemukakan oleh Syamsuddin (2011:113), yang menjelaskan *financial leverage* sebagai kemampuan perusahaan dalam menggunakan kewajiban-kewajiban finansial yang sifatnya tetap untuk memperbesar pengaruh perubahan EBIT terhadap pendapatan per lembar saham biasa (*Earning Per Share*).

Sedangkan menurut Sartono (2009:260), *financial leverage* adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar dari beban tetapnya. Penggunaan *Financial Leverage* ini dengan harapan agar terjadi perubahan laba per lembar saham (EPS) yang lebih besar daripada perubahan laba sebelum bunga dan pajak (EBIT).

Rasio total hutang dengan total aktiva yang biasa disebut rasio hutang (*debt ratio*), mengukur prosentase besarnya dana yang berasal dari hutang. Yang dimaksud dengan hutang adalah semua hutang yang dimiliki oleh perusahaan baik yang berjangka pendek maupun yang berjangka panjang. Kreditor lebih menyukai *debt ratio* yang rendah sebab tingkat keamanan dananya menjadi semakin baik.

Menurut Van Horne (2005), rasio ini menekankan pada peran penting pendanaan hutang bagi perusahaan dengan menunjukkan prosentase aktiva perusahaan yang didukung oleh pendanaan hutang. Semakin besar *debt to total asset ratio* berarti semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap

pihak eksternal dan semakin besar pula beban biaya hutang yang harus dibayar oleh perusahaan. Semakin meningkatnya *debt to total asset ratio* berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. *Debt to total asset ratio* merupakan rasio yang digunakan sebagai parameter untuk mengukur perbandingan total hutang perusahaan terhadap total aktiva perusahaan.

Dalam penelitian ini pengukuran *financial leverage* yang digunakan adalah *Debt to Total Assets* (DTA) yang dihitung dengan rumus:

$$DTA = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots(2)$$

Penggunaan *Debt to Total Assets* untuk mengukur *financial leverage* ini, karena dari rasio ini akan diketahui seberapa besar pendanaan perusahaan yang menggunakan hutang.

2.2.4 Kebijakan Investasi

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan dimasa-masa yang akan datang. Keputusan penanaman modal tersebut dapat dilakukan oleh individu atau suatu entitas yang mempunyai kelebihan dana.

Terdapat beberapa pengertian mengenai investasi menurut para ahli. Menurut Bodie et al (2006:4), “*investment is commitment of current resources in the expectation of deriving greater resources in the future*”. Melalui pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa suatu investasi adalah kegiatan penanaman

modal untuk memperoleh hasil di masa yang akan datang yang memperhatikan kemakmuran dari investor itu sendiri.

Menurut Martono dan Harjito (2007:138), investasi merupakan penanaman modal yang dilakukan oleh suatu perusahaan ke dalam suatu aset (aktiva) dengan harapan memperoleh pendapatan di masa yang akan datang.

Selain itu, menurut Nanga (2005:123), investasi (*investment*) juga dapat didefinisikan sebagai tambahan bersih terhadap stok kapital yang ada (*net additional to existing capital stock*). Istilah lain dari investasi adalah akumulasi modal (*capital accumulation*) atau pembentukan modal (*capital formation*) atau akumulasi modal (*capital accumulation*).

Jadi investasi merupakan penempatan dana pada berbagai aktiva keuangan dengan harapan akan diperoleh tingkat keuntungan yang optimal pada waktu yang akan datang. Dalam investasi ada 2 (dua) tujuan utama yaitu mengganti bagian dari penyediaan modal yang rusak dan tambahan penyediaan modal yang ada.

Investasi dapat meningkatkan nilai badan usaha, oleh karena itu perusahaan harus melakukan keputusan investasi yang baik. Hal ini didukung Saragih et al. (2005) dalam Liono, dkk. (2009) mengatakan bahwa investasi dibuat karena investor menginginkan adanya imbal hasil.

Menurut Kallapur dan Trombley (1999) dalam Karsana (2005) hubungan antara dividen dan *leverage* dapat dipengaruhi oleh besarnya set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set* atau IOS). IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, di mana IOS tersebut akan mempengaruhi

nilai suatu perusahaan. Mayers (1977) dalam Karsana (2005), menyatakan perusahaan dengan *IOS* yang tinggi menunjukkan bahwa nilai perusahaan lebih banyak ditentukan oleh *intangible asset* sehingga akan cenderung kesulitan untuk mendapatkan hutang dari pihak luar. Penelitian Karsana (2005) yang menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000 sampai 2003 menemukan *IOS* terbukti secara statistik signifikan memoderasi kebijakan dividen dalam mempengaruhi *leverage* perusahaan, di mana makin rendah *IOS* makin kuat pengaruh kebijakan dividen terhadap *leverage* perusahaan. Berikut proksi *IOS* yang digunakan untuk melihat keputusan investasi yaitu:

$$\text{Earning To Price Ratio (EPR)} = \frac{\text{Earning per Share}}{\text{Market Price per Share}} \dots\dots\dots(3)$$

2.2.5 Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu *financial leverage*, investasi, likuiditas, profitabilitas, *market/book ratio*.

1. *Financial leverage*

Hutang dan dividen bisa saling menggantikan berdasarkan metode pendanaan suatu perusahaan. Perusahaan dengan rasio hutang yang tinggi memiliki proporsi ekuitas yang rendah dan perusahaan menggunakan bunga dari keuntungan sebagai pembayaran dividen. Hasil penelitian Wibowo dan Erkaningrum (2004) dalam Liono, dkk. (2009) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh negatif dengan *financial leverage*.

2. Investasi.

Pembayaran dividen yang besar mengakibatkan investasi menjadi rendah, karena laba yang ada banyak dialokasikan pada pembayaran dividen

dibandingkan ke *retained earning* yang digunakan untuk investasi (Yuniningsih, 2002 dalam Liono, dkk. 2009). Hasil penelitian Yuniningsih (2002) dalam Liono, dkk. (2009) menunjukkan bahwa dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi.

3. Likuiditas

Perusahaan yang memiliki likuiditas sehat paling tidak memiliki rasio lancar sebesar 100%. Ukuran likuiditas perusahaan yang lebih menggambarkan tingkat likuiditas perusahaan ditunjukkan dengan rasio kas (kas terhadap kewajiban lancar). Contoh: Membayar listrik, telepon, air, gaji karyawan, dan lain-lain. Dalam penelitian ini ukuran likuiditas yang digunakan adalah rasio lancar (*current ratio*). *Current ratio* adalah perbandingan antara aktiva lancar (*current assets*) dengan kewajiban lancar (*current liabilities*). *Current assets* merupakan pos-pos yang berumur satu tahun atau kurang, atau siklus operasi usaha yang normal yang lebih besar. *Current liabilities* merupakan kewajiban pembayaran dalam satu (1) tahun atau siklus operasi yang normal dalam usaha. Tersedianya sumber kas untuk memenuhi kewajiban tersebut berasal dari kas atau konversi kas dari aktiva lancar. Rumus perhitungan current ratio adalah sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} \dots\dots\dots(4)$$

Perusahaan untuk membayar dividen memerlukan aliran kas keluar sehingga harus tersedia likuiditas yang cukup. Semakin tinggi likuiditas yang dimiliki perusahaan, semakin mampu perusahaan tersebut membayar dividen.

Yuniningsih (2002) dalam Liono, dkk. (2009) menemukan bahwa likuiditas suatu perusahaan mempunyai pengaruh positif dengan dividen.

4. *Profitability*

Kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri (Sartono, 2000 dalam Kaweny, 2007). Baik perusahaan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi maupun rendah, diduga profitabilitas mampu memoderasi pengaruh antara kebijakan dividen terhadap *leverage* perusahaan. *Profitability* juga dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk memperoleh dana dari *lender*. Apabila perusahaan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi maka akan mendorong tingkat hutang perusahaan semakin tinggi pula. Apabila perusahaan juga memiliki profitabilitas yang tinggi, maka hal ini juga akan semakin mendorong tingginya tingkatan hutang perusahaan sehingga perusahaan akan semakin terdorong untuk memperoleh dana dari pihak luar karena selain membutuhkan asupan dana juga guna menjaga struktur modal perusahaan (Karsana 2005). Besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibagikan. Semakin besar tingkat laba atau profitabilitas yang diperoleh perusahaan akan mengakibatkan semakin besar dividen yang akan dibagikan dan sebaliknya. Yuniningsih (2002) dalam Liono, dkk. (2009) menemukan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh yang positif dengan dividen. Profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan *return on equity* (ROE). ROE digunakan untuk mengetahui

kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan secara relatif dibandingkan dengan total modal sendirinya. Rumus yang digunakan adalah

$$\text{ROE} = \frac{\text{Earnings After Tax}}{\text{Equities}} \dots\dots\dots(5)$$

5. *Market/Book Ratio*

Menurut Yuniningsih (2002) dalam Liono, dkk. (2009) menyatakan bahwa tingkat resiko tinggi, menyebabkan kesulitan untuk memperoleh dana eksternal. Untuk menghindari biaya transaksi yang tinggi akibat dari dana eksternal, maka perusahaan sebaiknya tidak membayar dividen dalam jumlah besar sehingga dana dapat tercukupi dari dan internal khususnya dari *retained earning*. *Market/Book Ratio* digunakan untuk menilai harga suatu saham dengan membandingkan harga pasar saham dengan nilai buku perusahaan (*book value*). Rasio ini menunjukkan bagaimana suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Rumus yang digunakan adalah:

$$\text{Market/Book Ratio} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}} \dots\dots\dots(6)$$

2.2.6 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan *Financial Leverage*

Faktor-faktor yang mempengaruhi *financial leverage* yaitu kebijakan dividen, investasi, *market/book ratio*, struktur aktiva dan *firm size*.

1. Kebijakan Dividen

Yuniningsih (2002) dalam Liono, dkk. (2009) mengatakan bahwa *financial leverage* tinggi disebabkan karena dana baik dari *retained earning* yang digunakan untuk mendanai investasi atau dana untuk kegiatan operasi

perusahaan adalah lebih kecil dibandingkan dengan kebutuhan dana yang ada. Perusahaan menggunakan hutang untuk melakukan investasi bukan untuk membayar dividen. Hal ini mengindikasikan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap *financial leverage*. Hasil penelitian Wibowo dan Erkaningrum (2004) dalam Liono, dkk. (2009) mengatakan bahwa *financial leverage* mempunyai pengaruh negatif terhadap dividen.

2. Investasi

Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan akan lebih menyukai menggunakan dana internal daripada dana eksternal. Perusahaan membiayai investasinya dengan dana internal yang didapatkan dari laba ditahan (*retained earning*).

3. Market/Book Ratio

Perusahaan yang mempunyai risiko tinggi karena harus membayar biaya bunga yang tinggi atas hutang sedangkan di sisi lain terdapat ketidakpastian dalam pengembalian aset. Untuk menghindari kebangkrutan perusahaan maka sebaiknya penggunaan hutang dikurangi. Penjelasan tersebut didukung oleh Yuniningsih (2002) dalam Liono, dkk. (2009) yang menyatakan bahwa risiko berpengaruh negatif dengan hutang.

4. Struktur Aktiva

Struktur aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap. Arti lain, struktur aktiva adalah perimbangan atau perbandingan baik dalam artian *absolut* maupun dalam artian relatif antar aktiva lancar dan aktiva tetap.

Berdasarkan kedua pendapat tersebut dapat disimpulkan bahwa struktur aktiva adalah perbandingan antara aktiva lancar dengan aktiva tetap. Struktur aktiva dapat dipandang dari objek operasional yang pada dasarnya menggolongkan aktiva dalam perbandingan tertentu untuk keperluan operasi utama perusahaan. Untuk keperluan ini, struktur aktiva dapat dipandang dari dua sisi yaitu aktiva yang harus tersedia untuk beroperasi perusahaan selama periode akuntansi berlangsung serta aktiva yang harus disediakan untuk operasional perusahaan secara permanen. Berkaitan dengan uraian tersebut, yang dimaksud dengan aktiva yang harus disediakan untuk operasi selama periode akuntansi berlangsung adalah golongan aktiva lancar. Aktiva lancar adalah uang kas dan aktiva lainnya yang dapat diharapkan untuk dicairkan atau ditukarkan menjadi uang tunai, dijual atau dikonsumsi dalam periode berikutnya, paling lama satu tahun atau dalam perputaran kegiatan perusahaan yang normal (Munawir 2010:14). Sehingga dapat disimpulkan bahwa aktiva lancar adalah uang kas dan aktiva lainnya yang diharapkan dapat dicairkan menjadi uang tunai, dijual atau dikonsumsi dalam periode kegiatan perusahaan periode berikutnya (paling lama satu tahun). Rumus yang digunakan untuk mengukur struktur aktiva adalah:

$$\text{Struktur Aktiva} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}} \dots\dots\dots(7)$$

5. *Firm Size*

Firm size (ukuran perusahaan) merupakan ukuran besar kecilnya perusahaan yang diukur melalui logaritma natural dari *total asset* ($\ln \text{ total asset}$). Total asset dijadikan sebagai indikator ukuran perusahaan karena sifatnya jangka

panjang dibandingkan dengan penjualan. Berdasarkan hal tersebut, maka rumus *firm size* dapat disampaikan sebagai berikut:

$$Firm.Size = \ln(total\ assets) \dots\dots\dots(8)$$

Perusahaan besar dapat lebih mudah untuk mengakses pasar modal dibandingkan dengan perusahaan kecil. Semakin besar *firm size*, semakin mudah pula untuk mendapatkan modal eksternal dalam jumlah yang lebih besar terutama dari hutang. Yuniningsih (2002) dalam Liono, dkk. (2009) menemukan *firm size* berpengaruh positif dengan *financial leverage*.

2.2.7 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Investasi

Faktor-faktor yang mempengaruhi investasi, yaitu kebijakan dividen, *financial leverage*, profitabilitas, *firm size* dan *growth*.

1. Kebijakan Dividen

Jika kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan besar, maka dividen yang dibagikan akan kecil, dan sebaliknya, jika kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan kecil, maka dividen yang akan dibagikan akan besar. Hasil penelitian Yuniningsih (2002) dalam Liono, dkk. (2009) mengatakan bahwa investasi mempunyai pengaruh negatif terhadap dividen.

2. *Financial Leverage*

Fama dan French (2000) dalam Liono, dkk. (2009) mengatakan “*In a pecking order world, debt typically grows when investment exceeds retained earnings and falls when investment is less than retained earnings*”. Perusahaan melakukan investasi dengan menggunakan dana internal terlebih dahulu jika

investasi tidak melebihi *reatined earnings*, jika melebihi *retained earnings*, perusahaan dapat menggunakan hutang sebagai dana tambahan.

3. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan perbandingan antara laba dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut. Dengan kata lain profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Berdasarkan pengertian-pengertian tersebut dapat disimpulkan, bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba, dengan membandingkan antara laba dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut. Cara untuk menilai profitabilitas suatu perusahaan bermacam-macam, dapat berupa perbandingan antara laba yang berasal dari operasi atau usaha, laba bersih sebelum pajak dengan total aktiva, laba bersih sesudah pajak dengan keseluruhan aktiva atautakah perbandingan antara laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri. Meskipun terdapat bermacam-macam penilaian profitabilitas suatu perusahaan, namun rasio yang pada umumnya digunakan oleh para pemakai laporan keuangan adalah profitabilitas ekonomi dan profitabilitas modal sendiri. Profitabilitas ekonomi adalah perbandingan antara laba usaha dengan modal sendiri dan modal asing yang dipergunakan untuk menghasilkan laba tersebut dan dinyatakan dalam persen. Modal yang diperhitungkan dalam menghitung profitabilitas ekonomi hanyalah modal

yang bekerja di dalam perusahaan (*operating capital/assets*) dengan demikian maka modal yang ditanamkan dalam perusahaan lain atau modal yang digunakan dalam efek (kecuali perusahaan-perusahaan kredit) tidak diperhitungkan dalam menghitung profitabilitas ekonomi. Demikian pula laba yang diperhitungkan untuk menghitung profitabilitas ekonomi hanyalah laba yang berasal dari operasi perusahaan (*laba usaha/operating income*). Oleh karena itu, laba yang diperoleh di luar perusahaan atau dari efek (dividen, kupon) tidak diperhitungkan dalam menghitung profitabilitas ekonomi. Bagi suatu perusahaan, di samping laba tingkat profitabilitas merupakan masalah yang penting, sebab laba yang besar saja belum merupakan ukuran bahwa perusahaan tersebut telah dapat bekerja secara efisien. Efisiensi baru dapat diketahui dengan membandingkan profitabilitas yang diperoleh dengan modal yang digunakan. Profitabilitas modal sendiri atau sering juga dinamakan rentabilitas usaha adalah perbandingan antara jumlah laba yang tersedia bagi para pemilik modal sendiri di satu pihak dengan jumlah modal sendiri yang menghasilkan laba tersebut dilain pihak. Laba yang dimaksudkan di sini adalah laba usaha setelah dikurangi dengan bunga modal asing dan pajak penghasilan (*Earnings After Tax*). Berkaitan dengan hal tersebut, untuk mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan, maka perlu dikaji mengenai *Pecking Order Theory*. Disebut *Pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Brealey dan Myers dalam Liono, dkk. (2009) menyatakan secara ringkas teori tersebut antara lain:

- a. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari hasil operasi perusahaan.
- b. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan dividen secara drastis.
- c. Kebijakan dividen yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang. Apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi (*capital expenditure*), maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.
- d. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Implikasi *pecking order theory* adalah perusahaan yang mempunyai *profit* tinggi, akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Perusahaan yang mempunyai *profit* tinggi memungkinkan mereka untuk menggunakan laba ditahan (*retained earnings*) sebagai sumber pendanaan perusahaan dari dalam. Sementara itu Brigham dan Houston (2001) dalam Liono, dkk. (2009), mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif

kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan, bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan mengurangi ketergantungannya pada pihak luar, karena tingkat keuntungan yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk memperoleh sebagian besar pendanaannya dari laba ditahan. Hal ini akan berpengaruh terhadap penentuan komposisi struktur modal. Profitabilitas merupakan pendapatan untuk membiayai investasi yang ditujukan untuk menghasilkan keuntungan. Semakin besar pendapatan yang diperoleh, semakin besar pula peluang investasi yang bisa dijalankan. Yuniningsih (2002) dalam Liono, dkk. (2009) menyatakan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif dengan investasi.

4. *Firm Size*

Semakin besar ukuran perusahaan semakin mudah memperoleh dana dari luar. Dengan tersedianya dana yang ada, maka memberi kemudahan perusahaan untuk melaksanakan peluang investasi yang ada. Dari penjelasan tersebut, menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara *firm size* dengan investasi.

5. *Growth*

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*. Pertumbuhan perusahaan pada dasarnya dipengaruhi oleh

beberapa faktor, yaitu faktor eksternal, internal, dan pengaruh iklim industri lokal. Pertumbuhan perusahaan mengisyaratkan sinyal yang positif bagi perkembangan perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini, pertumbuhan perusahaan (*growth*) diukur dengan menggunakan perubahan total aset. Pertumbuhan perusahaan adalah selisih total aset yang dimiliki perusahaan pada periode sekarang dengan periode sebelumnya terhadap total aset periode sebelumnya, yang dirumuskan sebagai berikut :

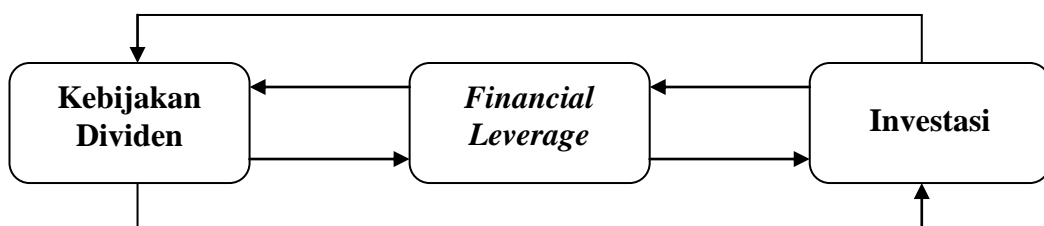
$$Growth = \frac{Total\ Asset_t - Total\ Asset_{t-1}}{Total\ Asset_{t-1}} \dots\dots\dots(9)$$

Growth perusahaan menggambarkan tolak ukur keberhasilan perusahaan. Menurut Yuniningsih (2002) dalam Liono, dkk. (2009) bahwa keberhasilan tersebut juga menjadi tolak ukur investasi untuk *growth* pada masa yang akan datang. Dari penjelasan tersebut, menunjukkan hubungan yang positif dengan investasi.

2.3 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 2.1
KERANGKA PEMIKIRAN



2.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

“Terdapat interdependensi antara kebijakan dividen, kebijakan *financial leverage* dan kebijakan investasi pada perusahaan manufaktur yang tercatat dalam Indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2012”