

**PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITY*, PROFITABILITAS DAN
DIVIDEN TERHADAP KEBIJAKAN *LEVERAGE* PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA
TAHUN 2006-2009**

SKRIPSI

*Diajukan kepada Tim Penguji Skripsi
Program Studi Manajemen sebagai Salah Satu persyaratan
Guna Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi*



Oleh :
RAHMI FEBRIYANA
2007 - 88782

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2011**

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

**JUDUL : PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITY*,
PROFITABILITAS DAN DIVIDEN TERHADAP
KEBIJAKAN *LEVERAGE* PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA
EFEK INDONESIA TAHUN 2006-2009**

Nama : Rahmi Febriyana
NIM/BP : 88782/2007
Keahlian : Keuangan
Program Studi : Manajemen
Fakultas : Ekonomi

Disetujui oleh:
Padang, Februari 2011

Pembimbing I



ROSYENI RASYID SE, ME
NIP. 19610214 198912 2 001

Pembimbing II



RAMEL YANUARTA RE, SE, MSM
NIP. 19720103 200604 1 001

Mengetahui,
Ketua Program Studi Manajemen

DR. SUSI EVANITA, MS
NIP. 19630608 198703 2 002

HALAMAN PENGESAHAN LULUS UJIAN SKRIPSI

Dinyatakan lulus setelah dipertahankan di depan Tim Penguji Skripsi
Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang

**PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITY*, PROFITABILITAS DAN
DIVIDEN TERHADAP *LEVERAGE* PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA
TAHUN 2006-2009**

Nama : Rahmi Febriyana
Nim/Bp : 88782/2007
Keahlian : Keuangan
Program Studi : Manajemen
Fakultas : Ekonomi

Padang, Februari 2011
Tim Penguji,

No.	Jabatan	Nama	Tanda tangan
1.	Ketua	Rosyeni Rasyid, SE, ME	
2.	Sekretaris	Ramel Yanuarta RE, SE, MSM	
3.	Anggota	Rahmiati, SE, M.Sc	
4.	Anggota	Dina Patrisia, SE, M.Si	

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmanirrahim

Alhamdulillah, puji syukur kepada Allah SWT atas rahmat dan karunia yang dilimpahkan sebagai peneguh hati, penguat niat sampai akhirnya penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “***Pengaruh investment opportunity, profitabilitas, dan dividen terhadap kebijakan leverage pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009***”, sebagai salah satu syarat untuk mendapatkan gelar Sarjana Ekonomi (SE) pada Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Padang.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini tidak lepas dari bantuan dan dukungan berbagai pihak terutama Ibu Rosyeni Rasyid, SE, ME selaku Pembimbing I dan Bapak Ramel Yanuarta RE, SE, MSM selaku pembimbing II yang telah memberikan masukan, pengetahuan, dan dorongan kepada penulis dengan penuh kesabaran dalam menyelesaikan skripsi ini. Pada kesempatan ini penulis juga mengucapkan terima kasih kepada :

1. Orang tua penulis Masni Mahyudin dan Rosniati Djohan, orang tua terhebat di dunia ini yang tidak pernah bosan memberikan semangat dan doanya untuk penulis dalam proses penulisan skripsi ini,
2. Bapak Prof. Dr. Syamsul Amar B, MS selaku dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang,
3. Ibu Dr. Susi Evanita, MS, selaku Ketua Program Studi Manajemen dan Bapak Abror, SE, ME selaku Sekretaris Program Studi Manajemen,

4. Ibu Rahmiati, SE, M.Sc dan Ibu Dina Patrisia, SE, Ak, M.Si selaku penguji,
5. Bapak Kamaruddin SE, MS selaku Penasehat Akademis penulis,
6. Bapak Firman, SE, M.Sc, Bapak Gesit Thabrani, SE, MT, Bapak Hendri Andi Mesta, SE, Ak, MM, dan Bapak Perengki Susanto SE, M.Sc yang telah meluangkan waktu untuk memberikan saran, arahan, dan masukan kepada penulis,
7. Ibu Yunita Engriani, SE, MM dan Ibu Chichi Andriani, SE, MM yang telah memberikan saran, masukan, dan semangat kepada penulis
8. Bapak dan Ibu dosen staf pengajar serta karyawan di Fakultas Ekonomi yang telah memberi ilmu pengetahuan kepada penulis dan membimbing penulis selama menuntut ilmu di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang,
9. Saudara-saudara penulis, Susi Ramayanti, SS dan Yandi Mascandra yang selalu memberikan semangat kepada penulis dalam menyelesaikan skripsi ini,
10. Teman-teman penulis, Wika, Tya, Indra Dona, Fitri, dan Yusra yang selama ini selalu menjadi sahabat terbaik penulis, Liza yang selalu memberikan motivasi dan semangat kepada penulis, Tika, Ice, Leni, Kak Nitra, Kak Dila, dan Yani yang telah menjadi teman satu rumah selama kuliah dan tidak pernah merasa terganggu karena penulis sering begadang, dan terima kasih untuk iin dan Tari atas motivasinya.
11. Teman-teman Program Studi Manajemen '07 dan senior-senior yang sama-sama berjuang dalam penyelesaian skripsi bersama penulis, terima kasih atas semangat, motivasi, dan do'anya serta kepada teman-teman yang namanya

tidak bisa disebutkan satu persatu, terima kasih atas semangat dan dukungan yang telah diberikan kepada penulis.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan ini masih banyak terdapat kekurangan, untuk itu penulis mengharapkan kritik dan saran dari berbagai pihak. Akhirnya penulis berharap semoga skripsi ini dapat berguna dan bermanfaat bagi kita semua.

Padang, Februari 2011
Penulis,

Penulis

ABSTRAK

Rahmi Febriyana, 2007/88782 : “Pengaruh *Investment Opportunity*, Profitabilitas, dan Dividen terhadap Kebijakan *Leverage* Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh adanya risiko yang harus ditanggung oleh suatu perusahaan atas kebijakan *leverage* yang mereka tetapkan yang dapat dipengaruhi oleh berbagai macam faktor yang harus dipertimbangkan oleh suatu perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis : 1) sejauhmana pengaruh *investment opportunity* terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009, 2) sejauhmana pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009, 3) sejauhmana pengaruh dividen terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009.

Jenis penelitian ini bersifat kausatif. Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2006-2009. Jenis data pada penelitian ini adalah data sekunder dengan teknik pengambilan data adalah teknik dokumentasi. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda melalui uji hipotesis dengan menggunakan uji F dan uji t dengan $\alpha = 0.05$.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa : 1) terdapat pengaruh yang signifikan antara *investment opportunity* terhadap kebijakan *leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009, 2) terdapat pengaruh yang signifikan antara profitabilitas terhadap kebijakan *leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009, 3) terdapat pengaruh yang signifikan antara dividen terhadap kebijakan *leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009.

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAK	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI.....	v
DAFTAR TABEL	viii
DAFTAR GAMBAR	ix
DAFTAR LAMPIRAN.....	x
BAB I. PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang	1
B. Identifikasi masalah	11
C. Batasan Masalah	12
D. Rumusan Masalah	12
E. Tujuan Penelitian	13
F. Manfaat Penelitian	13
BAB II. KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS	
A. Landasan teori	
1 <i>Leverage</i>	
a. Pengertian <i>leverage</i>	15
b. Jenis-jenis <i>leverage</i>	16
c. Rasio <i>leverage</i>	17
d. Faktor-faktor yang mempengaruhi <i>leverage</i>	19

2	<i>Pecking Order Theory</i>	23
3	<i>Investment Opportunity</i>	26
4	<i>Profitability</i>	30
5	Dividen.....	33
B.	Penelitian sebelumnya	41
C.	Kerangka konseptual.....	42
D.	Hipotesis	44

BAB III. METODE PENELITIAN

A.	Jenis penelitian	45
B.	Objek Penelitian.....	45
C.	Populasi dan sampel.....	45
D.	Jenis dan Sumber Data	47
E.	Teknik Pengumpulan Data	47
F.	Defenisi Operasional Variabel	47
G.	Teknik Analisis Data	49

BAB IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A.	Gambaran Umum Objek Penelitian	
1.	Pasar Modal di Indonesia	55
2.	Perusahaan Manufaktur di Indonesia	65
B.	Deskriptif Variabel Penelitian.....	67

C. Hasil Analisis Penelitian

1. Uji Asumsi Klasik.....	70
2. Analisis Model Regresi Berganda.....	74
3. Uji Koefisien Determinasi dan Uji F Anofa	75
4. Uji Statistik	77

D. PEMBAHASAN	78
---------------------	----

BAB V. PENUTUP

A. Kesimpulan	84
B. Penutup.....	85

DAFTAR PUSTAKA	86
----------------------	----

LAMPIRAN.....	88
---------------	----

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1. <i>Debt to Equity Ratio</i> Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009.....	3
2. <i>Price to Book Value</i> Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009.....	5
3. <i>Return on Assets</i> Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009.....	8
4. Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009.....	10
5. Ketentuan Nilai <i>Durbin-Watson</i>	51
6. Descriptive Statistics Model Regresi	68
7. Uji Normalitas Varian Residual Model Regresi	70
8. Uji Multikolinearitas Model Regresi	71
9. Uji Autokorelasi Model Regresi	72
10. Uji Park Model Regresi.....	73
11. Analisis Model Regresi Berganda.....	74
12. Koefisien Determinasi Model Regresi	76
13. Uji F Anova.....	76
14. Uji t Statistik	77

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1. Kerangka Konseptual	43
2. Struktur Pasar Modal Indonesia	58

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1. Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009	88
2. Data Nilai <i>Debt to Equity Ratio</i> , <i>Price to Book Value</i> , <i>Return on Assets</i> , dan dividen Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009	91
3. Data Nilai <i>Debt to Equity Ratio</i> , <i>Price to Book Value</i> , <i>Return on Assets</i> , dan dividen Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009 setelah data negatif dihilangkan.....	101
4. Data Transformasi Nilai <i>Debt to Equity Ratio</i> , <i>Price to Book Value</i> , <i>Return on Assets</i> , dan dividen Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009	109
5. Output Olahan SPSS.....	117

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar belakang

Setiap perusahaan membutuhkan dana untuk menunjang jalannya aktivitas perusahaan. Perusahaan tersebut memerlukan modal yang dapat berasal dari utang maupun ekuitas. Menurut Brigham dan Houston (2001:4), dengan menggunakan sumber modal berupa utang, perusahaan dapat memperoleh dua keuntungan. Pertama, bunga yang dibayarkan dapat dipotong untuk tujuan pajak, sehingga menurunkan biaya efektif dari utang. Kedua, pemegang utang mendapat pengembalian yang tetap, sehingga pemegang saham tidak perlu mengambil bagian laba mereka ketika perusahaan dalam kondisi prima.

Namun, utang juga memiliki beberapa kelemahan (Brigham dan Houton, 2001:4). Pertama, semakin tinggi rasio utang, semakin tinggi pula risiko perusahaan, sehingga suku bunganya mungkin akan lebih tinggi. Kedua, apabila suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutup beban bunga, maka pemegang sahamnya harus menutup kekurangan itu, dan perusahaan akan bangkrut jika mereka tidak sanggup. Terlalu banyak utang dapat menghambat perkembangan perusahaan yang pada gilirannya dapat membuat pemegang saham berpikir dua kali untuk tetap menanamkan modalnya.

Pendapat Brigham dan Houston ini didukung oleh Modigliani dan Miller. Modigliani dan Miller dalam Suad (1996:331). menunjukkan bahwa

sejauh pembayaran bunga bisa dipergunakan untuk mengurangi beban pajak, maka penggunaan utang memberikan manfaat bagi pemilik perusahaan. Akan tetapi, manfaat tersebut akan di akhiri oleh biaya kebangkrutan dan kemungkinan perbedaan *personal tax* antara *income* dari ekuitas dan dari utang. Teoretis perusahaan mestinya menggunakan utang yang akan meminimumkan biaya modal perusahaan. Tapi, tidak mudah menentukan proporsi ini. Pencarian batas atau proporsi utang terhadap modal sendiri (*leverage*) yang optimal merupakan perwujudan dari usaha penetapan struktur modal yang tepat dalam mendanai kegiatan investasi suatu perusahaan, sehingga kebijakan *leverage* suatu perusahaan merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan.

Istilah *leverage* merupakan penggunaan asset dan sumber dana (*sources of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham (Agus, 2001:257). *Leverage* perusahaan dapat diukur dari beberapa rasio utang. Salah satunya yaitu *debt to equity ratio*. *Debt to equity ratio* menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan. Dimana semakin tinggi *debt to equity ratio*, maka semakin tinggi risiko perusahaan, karena sumber pendanaan perusahaan dari unsur utang lebih besar dibanding dengan modal sendiri.

Dari tahun 2006-2009, *debt to equity ratio* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia cenderung berfluktuasi. Hal tersebut dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 1 : *Debt to Equity Ratio* Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009

No	Perusahaan	<i>Debt to Equity Ratio (x)</i>			
		2006	2007	2008	2009
1	PT. Indocement Tungal Raksasa, Tbk	0.59	0.44	0.33	1.19
2	PT. Berlina, Tbk	1.64	1.35	1.27	1.7
3	PT. Pan Brothers, Tbk	3.73	4.85	8.69	5.23
4	PT. Fajar Surya Wisesa, Tbk	1.91	1.91	1.84	1.32
5	PT. Malindo Feedmill, Tbk	0.99	1.69	17.66	6.35

Sumber : *Idx Monthly Statistics*

Dari Tabel 1, dapat diketahui bahwa nilai *Debt to Equity Ratio* dari tahun 2006-2009 pada beberapa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih besar dari satu yang artinya utang lebih besar dari modal sendiri. Seperti, PT. Fajar Surya Wisesa, Tbk, dimana *debt to equity ratio* besar dari satu. Hal tersebut menunjukkan bahwa sumber pendanaan terbesar PT. Fajar Surya Wisesa, Tbk adalah dari unsur utang.

Rasio utang dapat memberikan keuntungan selama ekonomi baik dan suku bunga rendah. Namun, rasio utang juga bisa berarti buruk pada situasi ekonomi sulit seperti krisis ekonomi dan suku bunga tinggi. Pada kuartal terakhir 2008, produksi manufaktur di Indonesia anjlok sebesar 5,8 persen (www.mimodjo.blogspot.com). Berdasarkan data tersebut, maka beberapa perusahaan manufaktur Indonesia tentu memiliki laba operasi yang rendah pada tahun 2008. Hal ini dapat mengakibatkan perusahaan tidak dapat menutup beban bunga, sehingga perusahaan akan memilih untuk menambah utang atau mengurangi asset perusahaan. Hal ini terlihat pada tahun 2008, nilai *debt to equity ratio* pada salah satu perusahaan, PT. Pan Brothers, Tbk, meningkat dan lebih dari satu.

Dari nilai *debt to equity ratio* pada Tabel 1, dapat dilihat bahwa Tingkat *leverage* dapat berbeda-beda antara perusahaan satu dengan perusahaan lainnya, atau dari satu periode ke periode lainnya di dalam satu perusahaan.

Fenomena diatas membuat batasan mengenai keberadaan penggunaan utang menjadi sedemikian menarik. Berbagai faktor menjadi bahan pertimbangan bagi suatu perusahaan untuk memutuskan kebijakan *leverage* yang tepat. Menurut Harris and Raviv (1991) dalam Frydenberg (2004),

leverage increases with fixed assets, non-debt tax shields, investment opportunities, and firm size and decreases with volatility, advertising expenditure, the probability of bankruptcy, profitability and uniqueness of the product". *Leverage* meningkat karena asset tetap, hutang tanpa pajak, *investment opportunities*, dan ukuran perusahaan dan menurun karena *volatility, advertising expenditure, the probability of bankruptcy*, Profitabilitas, dan keunikan dari produk.

Investment opportunity menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. *Investment opportunity* dapat mempengaruhi *leverage* suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit (Suad, 1996:325). Hal tersebut disebabkan karena memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan juga harus menjaga cadangan kapasitas meminjam yang dapat dipergunakan jika terdapat *investment opportunity* yang menjanjikan.

Apabila *Investment opportunity* yang dimiliki perusahaan besar, maka tentu saja perusahaan tersebut akan membutuhkan sumber dana yang besar pula. Apabila sumber dana internal perusahaan tidak dapat memenuhi kebutuhan akan dana tersebut maka sumber dana eksternal menjadi alternatif bagi perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut. Maka berdasarkan pada *pecking order*

theory, utanglah yang akan menjadi pilihan pertama. Sehingga karena *Investment opportunity* yang besar, *leverage* perusahaan dapat meningkat. Akan tetapi, beberapa penelitian menemukan bahwa *Investment Opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage* suatu perusahaan. Salah satunya menurut Smith dan Watts (1992) dalam Muhamad (2004) yang menemukan bahwa pada perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan *free cash flow* perusahaan.

Investment Opportunity suatu perusahaan dapat diukur dengan menggunakan proksi *Price to Book Value (PBV)*. *Price to Book Value* menjelaskan gabungan antara aset di tempat dengan kesempatan investasi (Erlina (2007:43) dalam Leny (2010)). Dibawah ini dapat dilihat nilai *Price to Book Value (PBV)* dari beberapa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009 :

Tabel 2 : *Price to Book Value (PBV)* Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009

No	Perusahaan	<i>Price to Book Value (x)</i>			
		2006	2007	2008	2009
1	PT. Indocement Tungal Raksasa, Tbk	3.48	2.98	2.53	4.91
2	PT. Berlina, Tbk	0.39	0.62	0.38	0.59
3	PT. Pan Brothers, Tbk	2.68	0.72	0.79	0.49
4	PT. Fajar Surya Wisesa, Tbk	2.34	3.4	2.84	2.27
5	PT. Malindo Feedmill, Tbk	1.71	1.5	6.61	2.72

Sumber : *Idx Monthly Statistics*

Berdasarkan Tabel 2, dapat dilihat nilai PBV PT. Berlina, Tbk dari tahun 2006-2009 berfluktuasi. Pada tahun 2006 nilai PBV PT. Berlina, Tbk sebesar

0.39 dan pada tahun 2007 mengalami peningkatan menjadi 0.62. Ini artinya semakin besar nilai PBV, maka *investment opportunity* PT. Berlina, Tbk semakin meningkat. Jika dibandingkan dengan Tabel 1, terlihat bahwa pada tahun tersebut, *debt to equity ratio* PT. Berlina, Tbk mengalami penurunan yaitu dari 1.64 menjadi 1.35. Sehingga hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi *investment opportunity* maka tingkat *leverage* suatu perusahaan akan menurun.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada masa mendatang. Profitabilitas dapat mempengaruhi *leverage* suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* atau memiliki tingkat profitabilitas yang rendah, cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena utang merupakan sumber eksternal yang disukai.

Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk utang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham. Penerbitan saham baru merupakan jalan terakhir sumber pendanaan yang dapat menjadi kabar buruk bagi para pemodal, dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya *asymmetric information* antara pihak manajemen (pihak dalam) dengan pihak pemodal (pihak luar) ketika menerbitkan sahamnya. Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal) sehingga akan mengakibatkan harga saham lama turun

Frydenberg (2004) menyatakan bahwa profitabilitas mempengaruhi *leverage* dalam dua arah. Salah satunya, profitabilitas yang besar biasanya

menyediakan pendanaan internal yang lebih. Laba yang lebih dapat menjaga perusahaan dan karena itu tingkat *leverage* rendah. utang menghilang ketika keuangan yang dibutuhkan tersedia untuk investasi yang telah direncanakan.

Hal diatas senada dengan Brigham dan Houston (2001:40), yang menyatakan bahwa seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil. Pendapat Brigham dan Houston tersebut didukung oleh *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih penggunaan modal yang berasal dari internal jika dibandingkan dengan penggunaan modal yang berasal dari hutang dan penerbitan saham baru. Sehingga dapat disimpulkan bahwa jika profitabilitas suatu perusahaan meningkat, maka *leverage* perusahaan tersebut akan rendah.

Untuk mengukur profitabilitas dapat digunakan rasio profitabilitas. Dimana dalam penelitian ini, rasio yang digunakan adalah *return on assets*. *Return on assets* menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba terhadap total aktivanaya. Untuk melihat *return on assets* beberapa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009, dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 3 : *Return on Assets* Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009

No	Perusahaan	<i>Return on Assets (%)</i>			
		2006	2007	2008	2009
1	PT. Indocement Tungal Raksasa, Tbk	2	9.8	15.5	20.7
2	PT. Berlina, Tbk	-1.3	2.7	4.8	4.0
3	PT. Pan Brothers, Tbk	2.0	3.0	-4.3	4.1
4	PT. Fajar Surya Wisesa, Tbk	3	3.2	1.0	7.5
5	PT. Malindo Feedmill, Tbk	14	5.6	0.5	8.6

Sumber : *Idx Monthly Statistics*

Berdasarkan pada Tabel 3, dapat dilihat bahwa setiap tahunnya *return on assets* beberapa perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia tahun 2006-2009 cenderung berfluktuasi. Dan dapat dilihat bahwa pada PT. Berlina, Tbk, dari tahun 2006-2007 mengalami kenaikan yaitu dari -1.3%, 2.7%, serta 4.8% dan pada tahun 2009 mengalami penurunan menjadi 4.0%. Hal ini juga diikuti oleh nilai *debt to equity ratio* PT. Berlina, Tbk yang mengalami penurunan pada tiga tahun pertama, yaitu 1.64, 1.35, serta 1.27 dan pada tahun 2009 naik menjadi 1.7. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa, semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, maka *leverage* suatu perusahaan akan berkurang atau menurun.

Selain *investment opportunity* dan profitabilitas, kebijakan *leverage* suatu perusahaan juga dapat dipengaruhi oleh dividen. Bukti empiris yang mendukung adalah hasil penelitian Mahadwa dan Hartono (2002) dalam Theoral dan Supatmi (2008:278), dimana mereka menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan dengan *leverage*. Menurut Easterbrook (1984) dalam Theoral dan Supatmi (2008:278) :

Dividen berpengaruh secara positif terhadap utang. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen bagi para pemegang saham, maka akan mengakibatkan struktur pendanaan perusahaan berubah. Hal ini disebabkan karena pembayaran dividen yang makin besar akan mengurangi kas perusahaan, sehingga manajemen perlu mencari tambahan dana untuk menjaga agar struktur pendanaan tetap optimal. Perusahaan dapat memperoleh tambahan dana dari risiko yang paling terkecil, yaitu dengan cara berhutang.

Akan tetapi, penelitian mengenai pengaruh dividen terhadap kebijakan *leverage* perusahaan masih kontradiktif. Terbukti bahwa beberapa hasil penelitian menemukan bahwa dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Seperti penelitian Wahidahwati (2002) dalam Theoral dan Supatmi (2008: 278) yang menemukan adanya hubungan negatif antara kebijakan dividen dengan *leverage* perusahaan. Menurut Juwanik dalam Supatmi (2008: 278),

Turunnya pembayaran dividen akan menaikkan laba ditahan sebagai sumber pendanaan internal perusahaan, sehingga akan memperbesar *borrowing capacity* perusahaan untuk menambah utang karena laba ditahan yang dimiliki dapat dijadikan sebagai jaminan bahwa perusahaan mampu membayar bunga dan pokok bunga.

Dengan demikian, dapat diketahui bahwa kebijakan dividen dapat mempengaruhi kebijakan *leverage*. Dimana kebijakan dividen dalam penelitian ini adalah kebijakan apakah perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham atau tidak membayarkan dividen tersebut. Beberapa perusahaan manufaktur ada yang membagikan dividennya dan juga ada yang tidak membagikan dividennya. Hal tersebut dapat dilihat pada tabel 1.4 dibawah ini :

Tabel 4 : Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009

No	Perusahaan	Dividen			
		2006	2007	2008	2009
1	PT. Indocement Tungal Raksasa, Tbk	√	√	√	√
2	PT. Berlina, Tbk	-	√	-	√
3	PT. Pan Brothers, Tbk	√	-	-	-
4	PT. Fajar Surya Wisesa, Tbk	-	√	-	-
5	PT. Malindo Feedmill, Tbk	√	√	-	√

Sumber : Idx Statistics

Dari Tabel 4 dapat dilihat bahwa pada tahun 2007, PT. Fajar Surya Wisesa, Tbk, membagikan dividen dan pada tahun berikutnya perusahaan ini tidak membagikan dividennya. Apabila dibandingkan dengan *debt to equity ratio* pada Tabel 1, terlihat bahwa pada tahun 2007 dan 2008, *debt to equity ratio* PT. Fajar Surya Wisesa, Tbk, mengalami penurunan. Sehingga berdasarkan hal tersebut dapat dilihat bahwa pembayaran dividen mempunyai pengaruh terhadap *leverage* perusahaan. Dimana pada PT. Fajar Surya Wisesa, Tbk, jika perusahaan melakukan pembayaran dividen, *leverage* perusahaan tersebut meningkat dan pada saat perusahaan tidak membagikan dividen, *leverage* perusahaan tersebut mengalami penurunan.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Sahilatul (2007) yang menguji pengaruh *asymmetric information*, *investment opportunity*, *profitabilty* dan *dividend* terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang *go public* di indonesia pada tahun 2001-2004. Akan tetapi yang membedakan penelitian ini adalah periode penelitian. Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan periode penelitian tahun 2006-2009, dimana selama periode tersebut terdapat dua kondisi ekonomi, yaitu ekonomi sedang krisis dan ekonomi

normal. Selain itu, penelitian ini menghilangkan variabel *asymmetric information* dan menjadikan variabel dividen sebagai variabel *dummy*.

Berdasarkan uraian di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai kebijakan *leverage*, serta faktor-faktor yang mempengaruhinya. Untuk mengetahui lebih jelas tentang kebijakan *leverage*, maka penulis melakukan penelitian dengan judul **“Pengaruh *Investment Opportunity*, Profitabilitas, dan Dividen Terhadap Kebijakan *Leverage* Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009”**

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang di atas maka berbagai masalah yang mungkin dapat diidentifikasi yaitu :

1. *Debt to equity ratio* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009 mengalami kecenderungan perubahan dan beberapa perusahaan memiliki *debt to equity ratio* yang lebih dari satu, sehingga risiko perusahaan menjadi meningkat
2. *Price to Book Value* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009 mengalami kecenderungan perubahan.
3. Ada indikasi bahwa *Investment Opportunity* dapat berpengaruh negatif terhadap kebijakan *leverage*.
4. Profitabilitas perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009 mengalami kecenderungan perubahan.

5. Ada indikasi bahwa Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan *leverage*
6. Ada indikasi bahwa dividen dapat berpengaruh positif dan negatif terhadap kebijakan *leverage*.

C. Batasan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah diatas dan agar penelitian ini lebih fokus dan terarah maka penulis perlu membatasi masalah yang akan diteliti pada pengaruh *investment opportunity*, *profitability* Dan dividen terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009. Pembatasan masalah ini perlu dilakukan agar dalam pembahasan selanjutnya tidak terjadi penyimpangan dari tujuan penelitian.

D. Rumusan Masalah

Sesuai dengan batasan masalah di atas maka rumusan masalah yang akan diteliti adalah:

1. Sejauhmana *investment opportunity* mempengaruhi kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009?
2. Sejauhmana profitabilitas mempengaruhi kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009?
3. Sejauhmana dividen mempengaruhi kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009

E. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian yang ingin dicapai dalam penelitian ini yaitu:

1. Untuk menguji sejauhmana pengaruh *investment opportunity* terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009
2. Untuk menguji sejauhmana pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009
3. Untuk menguji sejauhmana pengaruh dividen terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009

F. Manfaat Penelitian

Manfaat yang dapat diperoleh dari hasil penelitian ini adalah:

1. Bagi penulis, penelitian ini berguna untuk menambah ilmu pengetahuan dan sebagai bahan pengembangan ilmu pengetahuan mengenai kebijakan *leverage*.
2. Bagi para akademisi dan peneliti selanjutnya, penelitian ini memperkuat teori sebelumnya dan gambaran yang memadai untuk melanjutkan penelitian sejenis.
3. Bagi perusahaan yang diteliti, sebagai informasi untuk bahan pertimbangan dalam menetapkan kebijakan *leverage* yang optimal, serta

memberikan informasi baru bagi perusahaan tentang pengaruh *investment opportunity*, profitabilitas dan dividen terhadap kebijakan *leverage*

4. Bagi investor dan calon investor, sebagai pertimbangan untuk pengambilan keputusan investasi pada perusahaan manufaktur.

BAB II

KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS

A. Kajian Teori

1. *Leverage*

a. Pengertian *Leverage*

Istilah *leverage* biasanya hanya dipergunakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Menurut Agus (2001:257), *leverage* adalah penggunaan asset dan sumber dana (*sources of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham. Menurut Suad (1996:611), arti harfiah kata *leverage* adalah kekuatan pengungkit, yaitu dari kata dasar *lever* yang berarti pengungkit.

Pembiayaan dengan utang atau *leverage*, memiliki tiga implikasi penting (Brigham (2001:84)):

1. Memperoleh dana melalui hutang membuat pemegang saham dapat mempertahankan pengendalian atas perusahaan dengan investasi yang terbatas.
2. Kreditur melihat ekuitas, atau dana yang disetor pemilik, untuk memberikan margin pengaman, sehingga jika pemegang saham hanya

memberikan sebagian kecil dari total pembiayaan, maka risiko perusahaan sebagian besar ada pada kreditur.

3. Jika perusahaan memperoleh pengembalian yang lebih besar atas investasi yang dibiayai dengan dana pinjaman dibanding pembayaran bunga, maka pengembalian atas modal pemilik akan lebih besar, atau “*leveraged*”.

b. Jenis-jenis *Leverage*

Menurut Suad (1996:611), Ada 2 jenis *leverage* yang digunakan oleh perusahaan, yaitu:

- 1) *operating leverage*
Operating leverage terjadi pada saat perusahaan menggunakan aktiva yang menimbulkan beban tetap yang harus ditutup dari hasil operasinya. Karena dalam jangka panjang semua biaya menjadi variabel.
- 2) *financial leverage*.
financial leverage terjadi pada saat perusahaan menggunakan utang dan menimbulkan beban tetap (yaitu bunga) yang harus dibayar dari hasil operasi. Bunga ini harus dibayar, berapapun keuntungan operasi perusahaan. Bagi perusahaan yang menggunakan utang dalam kegiatan operasinya, tentu berharap untuk bisa memperoleh laba operasi dari penggunaan utang tersebut yang lebih besar dari biaya bunganya. Karena itu *financial leverage* memusatkan perhatian pada perubahan laba setelah pajak sebagai akibat perubahan laba operasi.

Perusahaan menggunakan *operating leverage* dan *financial leverage* dengan tujuan agar keuntungan yang diperoleh lebih besar daripada biaya assets dan sumber dananya, dengan demikian akan meningkatkan keuntungan pemegang saham (Agus (2001:257)). Sebaliknya, *leverage* juga meningkatkan variabilitas (risiko) keuntungan, Karena jika perusahaan ternyata mendapatkan keuntungan yang lebih

rendah dari biaya tetapnya maka akan penggunaan *leverage* akan menurunkan keuntungan pemegang saham. *Financial leverage* adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya sehingga akan meningkat keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham.

Financial leverage menunjukkan proporsi atas penggunaan utang untuk membiayai investasinya. Perusahaan yang tidak mempunyai *leverage* berarti menggunakan modal sendiri 100%. Penggunaan utang itu sendiri bagi perusahaan mengandung tiga dimensi (Agus, 2001:122):

- 1) Pemberi kredit akan menitikberatkan pada besarnya jaminan atas kredit yang diberikan
- 2) Dengan menggunakan utang, maka apabila perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari beban tetapnya maka pemilik perusahaan keuntungannya akan meningkat
- 3) Dengan menggunakan utang, maka pemilik memperoleh dana dan tidak kehilangan pengendali perusahaan

c. **Rasio *Leverage***

Rasio *leverage* menunjukkan sejauh mana perusahaan dibiayai oleh pihak luar, dengan kata lain proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi perusahaan. Rasio-rasio yang dapat digunakan dalam Perhitungan

utang (*leverage*) perusahaan terdiri dari tiga rasio. Rasio-rasio tersebut adalah (Veithzal (2007:999)):

1) *Debt ratio*

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

Mengukur jumlah aktiva perusahaan yang dibiayai oleh utang atau modal yang berasal dari kreditor. Semakin besar rasio, maka semakin besar pula risiko yang dihadapi

2) *Debt to equity ratio,*

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Rasio utang yang diukur dari perbandingan utang dengan ekuitas (modal sendiri) menunjukkan, semakin kecil, semakin baik bagi perusahaan

3) *Time interest earned ratio*

$$\text{Time interest earned ratio} = \frac{\text{Laba sebelum bunga dan pajak}}{\text{Beban bunga}}$$

Rasio ini menunjukkan hubungan antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan beban bunga utang jangka panjang. Rasio ini menggambarkan besarnya jaminan keuntungan untuk membayar bunga utang jangka panjang.

d. Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan *Leverage*

Menurut Mamduh (2004) dalam Fitri (2010), terdapat beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang, antara lain :

1) NDT (*Non-Debt Tax Shield*)

Manfaat dari penggunaan hutang adalah bunga hutang yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Namun untuk mengurangi pajak, perusahaan dapat menggunakan cara lain seperti depresiasi dan dana pensiun. Dengan demikian, perusahaan dengan NDT tinggi tidak perlu menggunakan hutang yang tinggi.

2) Struktur Aktiva

Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman.

3) Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya akan menggunakan hutang yang relatif kecil. Laba ditahannya yang tinggi sudah memadai membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan. Menurut Frydenberg (2004), *Profitability* mempengaruhi *leverage* dalam dua arah. Pertama, *profitability* yang besar biasanya menyediakan pendanaan internal yang lebih. Laba yang lebih dapat menjaga perusahaan dan karena itu tingkat *leverage* rendah. utang menghilang ketika keuangan yang dibutuhkan tersedia untuk investasi yang telah

direncanakan. Kedua, utang memperkenalkan suatu pernyataan biaya agensi. Hal tersebut juga didukung oleh Zaenal (2005:78), yang menyatakan dalam satu industri, *leverage* berhubungan terbalik dengan *profitability*. Apapun jenis industrinya, perusahaan yang tinggi *profitability* nya adalah yang paling rendah porsi utangnya.

4) Risiko Bisnis

Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan hutang yang lebih kecil untuk menghindari risiko kebangkrutan.

5) Ukuran Perusahaan

Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Di samping itu, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal.

6) Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan hutang dalam suatu perusahaan.

Menurut Chung (1989:79) dalam Dede (2007), Faktor - faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan utang atau kebijakan *leverage*, diantaranya yaitu:

1) Risiko yang dialami perusahaan akibat penggunaan hutang.

Dari hasil penelitian para pakar ekonomi mengungkapkan bahwa perusahaan yang menggunakan hutang lebih tinggi maka akan mengakibatkan *underinvestment* yang pada akhirnya mengakibatkan *option* lebih tinggi dalam kesempatan investasi (*investment*

opportunity). Mayers (1977) dalam Theoral dan Supatmi (2008:280), menyatakan bahwa perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi menunjukkan bahwa nilai perusahaan lebih banyak ditentukan oleh *intangible asset* sehingga cenderung kesulitan untuk mendapatkan utang dari pihak luar. Hal ini dikarenakan perusahaan kurang memiliki aset riil yang dapat digunakan sebagai jaminan hutang. Selain itu *investment opportunity* yang tinggi juga mengindikasikan risiko yang harus ditanggung oleh *lender* juga semakin tinggi yang menyebabkan *cost of debt* menjadi lebih tinggi daripada *cost of equity*. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki level *investment opportunity* yang rendah akan mudah untuk memperoleh pinjaman dari pihak luar

2) Diversifikasi perusahaan.

Banyak manajer dalam pengelolaan perusahaan menggunakan resiko tidak dapat secara efektif didiversifikasi dalam *portofolio personal*, karena manajer memiliki intensif untuk mengurangi resiko dengan melakukan diversifikasi perusahaan yang mengurangi resiko non sistematis perusahaan yang dapat dilakukan menurut kepentingan melalui perusahaan yang berbeda. Perusahaan dengan *diversifikasi aktiva* lebih tinggi dan *rasio aktiva* lebih tinggi cenderung menggunakan lebih banyak hutang jangka panjang.

3) Adanya Biaya Kepailitan

Biaya kepailitan timbul karena kemampuan operasi perusahaan untuk melaksanakan kontrak kewajiban tetapnya menurun atau karena

besarnya jumlah kenaikan rasio hutang atas ekuitas untuk tingkat operasi tertentu. Sejumlah biaya timbul sebagai akibat makin nyata ketidakterbacaan keuangan atas gagalnya perusahaan.

4) Pertumbuhan perusahaan.

Semakin stabilnya penjualan perusahaan, berarti semakin besar kemungkinan perusahaan mampu memenuhi kewajiban tetapnya, sebagai akibat dari penggunaan utang. Perusahaan yang memiliki pendapatan stabil maka perusahaan dapat membelanjai kegiatannya dengan proporsi hutang yang lebih besar.

5) Ukuran perusahaan.

Besar kecilnya biaya modal dan beban tetap tergantung besar kecilnya (ukuran) perusahaan dalam menggunakan sumber modal. Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih terdiversifikasi sehingga terhindar dari risiko adanya kebangkrutan, sedangkan perusahaan kecil cenderung memiliki sumber permodalan yang tidak diversifikasi.

Menurut Harris dan Raviv (1991) dalam Frydenberg (2004), *Leverage* meningkat karena asset tetap, hutang tanpa pajak, *investment opportunities*, dan ukuran perusahaan dan menurun karena *volatility*, *advertising expenditure*, *the probability of bankruptcy*, *profitability* dan keunikan dari produk.

Selain itu, kebijakan *leverage* suatu perusahaan juga dapat dipengaruhi oleh dividen. Menurut Husnan (1989:261) dalam Rina (2008) :

Banyak perusahaan yang mencoba menggunakan kebijakan dividen yang stabil, yaitu membayarkan jumlah dividen dalam jumlah yang konstan. Implikasi kebijakan seperti ini akan langsung dirasakan bagi manajer keuangan, yaitu harus menyediakan dana untuk membayar sejumlah dividen yang tetap ini. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat *leverage*, semakin besar kemungkinan perusahaan tidak membayar dividen dalam jumlah yang tetap”

Easterbrook (1984) dalam Theoral dan Supatmi (2008:278) menemukan bahwa dividen berpengaruh secara positif terhadap utang. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen bagi para pemegang saham, maka akan mengakibatkan struktur pendanaan perusahaan berubah. Hal ini disebabkan karena pembayaran dividen yang makin besar akan mengurangi kas perusahaan, sehingga manajemen perlu mencari tambahan dana untuk menjaga agar struktur pendanaan tetap optimal. Perusahaan dapat memperoleh tambahan dana dari risiko yang paling terkecil, yaitu dengan cara berhutang.

Juwanik dalam Theoral dan Supatmi (2008:278), menemukan bahwa turunnya pembayaran dividen akan menaikkan laba ditahan sebagai sumber pendanaan internal perusahaan, sehingga akan memperbesar *borrowing capacity* perusahaan untuk menambah utang karena laba ditahan yang dimiliki dapat dijadikan sebagai jaminan bahwa perusahaan mampu membayar bunga dan pokok bunga.

2. *Pecking order theory*

Pecking order theory merupakan teori yang mendasari adanya struktur modal. Teori *Pecking order theory* dikemukakan oleh Myers dan

Majluf (1984) dan Myers (1984). Teori ini mencoba menjelaskan keputusan pendanaan yang diambil oleh perusahaan. Secara ringkas teori tersebut menyatakan bahwa (Brealey and Myers, 1991) dalam Suad Husnan (1996:324) :

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan,
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis,
3. Kebijakan dividen yang relatif segan untuk dirubah, 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, maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki,
4. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal

tersebut bukan disebabkan karena mereka mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung memiliki hutang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu dana internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

Dana internal lebih disukai dari dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu “membuka diri lagi” dari sorotan pemodal luar. Sedangkan, dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena dua alasan, yaitu :

- a) Pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi akan lebih murah dari biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama.
- b) Manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk bagi para pemodal, dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya *asymmetric information* antara pihak manajemen (pihak dalam) dengan pihak pemodal (pihak luar).

asymmetric information terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemodal. Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal). Kalau hal ini yang diperkirakan terjadi, maka manajemen tentu akan berpikir untuk lebih baik menawarkan saham

baru (sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya).

3. *Investment Opportunity*

Investment Opportunity merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *Net Present Value* (NPV) positif (Myers, 1977). Secara umum dapat dikatakan bahwa IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan *expenditure* perusahaan untuk kepentingan di masa yang akan datang.

Myers (1977) dalam Zaenal (2005:231), memberi penjelasan bahwa banyak proyek yang diusulkan perusahaan memerlukan pendanaan investasi yang terus menerus supaya proyek bermanfaat optimal. Manajer enggan meneruskan mendanai pertumbuhan ini jika manfaatnya lebih banyak dinikmati oleh *bondholders*. Manajer lebih memilih mendanai pertumbuhan ini dengan dana yang berasal dari pemegang saham. Dengan kata lain, pilihan pertumbuhan yang memerlukan *discretionary funding* yang terus menerus sebaiknya dibiayai dengan modal ekuitas, sementara asset berwujud, yang bisa dengan mudah dimonitor dan relatif mudah dijual ketika perusahaan harus dilikuidasi, dapat sepenuhnya menggunakan utang. Prediksi empiris modelnya Myers adalah bahwa perusahaan berteknologi tinggi dan memiliki pertumbuhan tinggi (seperti perusahaan farmasi, perusahaan perangkat lunak computer, dan pembuat pesawat) seharusnya

memiliki *leverage ratio* yang lebih rendah daripada perusahaan real estate, transportasi, atau perusahaan lain yang memiliki banyak aset berwujud.

a. Proksi *investment opportunity*

Beberapa proksi IOS telah digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan untuk memahami pemikiran IOS. Proksi IOS dapat digolongkan menjadi tiga jenis Erlina (2007:43) dalam Leny (2010), yaitu:

1) Proksi IOS berbasis pada harga (*Price-Based Proxies*)

Proksi ini menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar saham. Rasio-rasio yang telah digunakan dalam beberapa penelitian yang berkaitan dengan proksi pasar adalah sebagai berikut:

a) *Market to Book Value Equity* (MVE/BVE)

Rasio ini digunakan dengan dasar pemikiran MVE/BVE mencerminkan bahwa pasar menilai *return* atas investasi perusahaan pada masa depan akan lebih besar dari *return* yang diharapkan ekuitasnya.

b) *Market to Book Value of Assets* (MVA/BVA)

Rasio ini menjelaskan gabungan antara aset di tempat dengan kesempatan investasi. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio MVA/BVA, semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan tersebut yang berkaitan dengan aset di tempat.

c) *Property, Plant, and Equipment to Book Value of Assets (PPE/BVA)*

Rasio PPE/BVA digunakan dengan dasar pemikiran PPE/BVA bahwa prospek pertumbuhan perusahaan tergambar dengan besarnya aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan.

2) Proksi *Investment Opportunity* berbasis pada investasi

Proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan.

Rasio-rasio yang sering digunakan oleh peneliti antara lain:

a) *Capital Expenditure to Market Value of Assets (CEP/MVA)*

Rasio ini digunakan dengan dasar pemikiran bahwa semakin besar investasi yang dilakukan oleh perusahaan pada aset tetap maka akan semakin tinggi kadar investasi yang dilakukan perusahaan.

b) *Capital Expenditure to Book Value Asset (CEP/BVA)*

Rasio ini digunakan dengan dasar pemikiran bahwa semakin besar investasi yang dilakukan oleh perusahaan pada aset tetap maka akan semakin tinggi kadar investasi yang dilakukan perusahaan.

c) *Capital Additions to Book Assets Value (CAP/BVA)*

Rasio ini digunakan dengan dasar pemikiran bahwa semakin besar penambahan modal yang dilakukan oleh perusahaan maka akan semakin tinggi kadar investasi yang dilakukan perusahaan.

d) *Capital Addition to Market Value of Assets (CAP/MVA)*

Rasio ini digunakan dengan dasar pemikiran bahwa semakin besar pertambahan modal yang dilakukan oleh perusahaan maka akan semakin tinggi kadar investasi yang dilakukan perusahaan.

3) Proksi IOS berbasis pada varians (*Variance-Measures Proxies*)

a) *Varriance of Total Return (VARRET)*

b) *Betta Assets (BETA)*

Dari tiga proksi diatas, dalam penelitian ini, peneliti akan menggunakan *Market to Book Value of Equity (MVEBVE)* atau sering disingkat dengan *Price to Book Value (PBV)* sebagai proksi dari *Investment Opportunity*. Menurut Kallapur dan Trombley (1999) dalam Muhamad (2004), rasio ini merupakan proksi yang paling valid digunakan. Selain itu, rasio tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan (Gaver dan Gaver, 1993, dan lain-lainnya)

b. Pengaruh *Investment Opportunity* terhadap *leverage*

Menurut Harris dan Raviv (1991) dalam Frydenberg (2004), *Leverage* meningkat karena *investment opportunities*. Menurut Zaenal (2005:91) :

“*leverage ratio* secara sistematis berkorelasi dengan *investment opportunity* suatu industri. Industri dengan *capital-intensive* dan hanya memiliki sedikit pilihan pertumbuhan cenderung tinggi *leverage*-nya, sementara industri dengan basis teknologi dengan banyak pilihan pertumbuhan cenderung memiliki utang yang kecil.”

Smith dan Watts (1992) dalam Muhamad (2004) menemukan bahwa pada perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan *free cash flow* perusahaan.

Menurut Jensen (1986) dalam Muhamad (2004), perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang yang lebih tinggi, khususnya ketika perusahaan mempunyai *investment opportunity set* rendah. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity* berpengaruh terhadap kebijakan *leverage* suatu perusahaan.

4. Profitabilitas

a. Pengertian profitabilitas

Pada umumnya profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2001:122). Profitabilitas akan mencerminkan kinerja perusahaan baik atau tidak pada periode tertentu. Bila tingkat profitabilitas meningkat atau tinggi berarti kinerja perusahaan berjalan dengan baik dan maksimal.

Menurut Brigham (2001:89), Profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan. Rasio profitabilitas menunjukkan pengaruh gabungan dari likuiditas, manajemen aktiva, dan utang terhadap hasil operasi.

b. Rasio profitabilitas

Ada banyak rasio yang dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas. Rasio-rasio ini memungkinkan analisis untuk mengevaluasi laba perusahaan sehubungan dengan tingkat penjualan tertentu, tingkat aktiva tertentu, atau ekuitas pemegang saham.

Menurut Mohamad (2003:51), pengukuran tingkat profitabilitas dapat dilakukan dengan membandingkan tingkat *Return on Investment* (ROI) yang diharapkan dengan tingkat return yang diminta oleh investor dalam pasar modal. Rasio profitabilitas tergantung dari informasi akuntansi yang diambil dari laporan keuangan. Karenanya, profitabilitas dalam konteks analisis rasio, mengukur pendapatan menurut laporan laba rugi dengan nilai buku investasi.

Rasio profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Rasio profitabilitas yang digunakan meliputi (Veithzal (2007:999)):

- 1) *Net Profit Margin*

Rasio yang mengukur laba bersih dibandingkan dengan volume penjualan. Perhitungannya dapat dilihat sebagai berikut :

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan}}$$

2) *Return on Investment*

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba terhadap total aktivasnya.

$$\text{Return on Investment} = \frac{\text{Net Earnings}}{\text{Total Assets}}$$

3) *Return on Equity*

Rasio ini mengukur kemampuan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan.

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Net Earnings}}{\text{Total Equity}}$$

c. Pengaruh profitabilitas terhadap *leverage*

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Laba yang diperoleh perusahaan dapat digunakan untuk pembiayaan aktivitas perusahaan. Menurut Zaenal (2005:78), dalam satu industri, *leverage* berhubungan terbalik dengan *profitability*. Apapun jenis industrinya, perusahaan yang tinggi *profitability* nya adalah yang paling rendah porsi utangnya.

Menurut Brigham dan Houston (2001:40), seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relative kecil. Pendapat Brigham

dan Houston tersebut didukung oleh *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih penggunaan modal yang berasal dari internal jika dibandingkan dengan penggunaan modal yang berasal dari hutang dan penerbitan saham baru. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap kebijakan *leverage* suatu perusahaan.

5. Dividen

a. Pengertian Dividen

Dividen merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham dalam bentuk aktiva atau saham perusahaan penerbit (Dyckman *et al*, 2001:439 dalam Leny (2010)). Keputusan dividen perusahaan memiliki dampak yang langsung pada paduan pendanaan perusahaan. Jika pembayaran dividen meningkat, dana untuk pendanaan investasi secara internal berkurang. Akibatnya, jika modal tambahan dibutuhkan, perusahaan harus menerbitkan saham biasa baru.

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 datang (Agus, 2001:28). Menurut Suad (1996:381), kebijakan dividen menyangkut masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali.

Kebijaksanaan dividen perusahaan sangat penting karena alasan-alasan (Tampubolon, 2004:183) dalam Leny (2010), sebagai berikut:

- 1) Menjaga kepentingan investor sebagai pemegang saham dan akan menjadi pemegang saham.
- 2) Kebijakan dividen akan mempengaruhi program keuangan dan *capital budgeting* perusahaan tersebut.
- 3) Kebijakan dividen akan mempengaruhi *cash flow* perusahaan.
- 4) Kebijakan dividen dapat menurunkan nilai modal saham perusahaan karena dividen akan dibayarkan dari laba yang ditahan sehingga akan meningkatkan utang/modal (*debt equity*) rasio perusahaan.

b. Pola kebijakan Dividen Perusahaan di berbagai Negara

Berdasarkan pada Megginson (1997) dalam Zaenal (2007:104), terdapat pola-pola kebijakan dividen yang ditemui pada perusahaan-perusahaan di berbagai Negara. Pola-pola tersebut adalah sebagai berikut :

1. Ditemukan pola kebijakan yang berbeda-beda di berbagai Negara. Di antara negara-negara industri, Inggris merupakan negara yang perusahaannya paling tinggi dividen payoutnya dan perusahaan di negara-negara Amerika Utara membayar dividen payout lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan di negara-negara Eropa Barat dan Jepang. Perusahaan yang induknya ada di negara sedang berkembang pada umumnya membayar dividen payout relative rendah.

2. Ditemukan pola kebijakan dividen yang berbeda antar industri dan ini terjadi di semua negara. Secara umum, perusahaan pada industri yang telah *mature* lebih tinggi dividen payout rasionya dibandingkan dengan perusahaan pada industri yang *relative* muda dan sedang tumbuh. Perusahaan-perusahaan *utility* biasanya membayarkan dividend payout yang sangat tinggi dan ini terjadi di berbagai negara. Factor utama yang mempengaruhi besar dividend payout nampaknya adalah tingkat pertumbuhan industri, kebutuhan dana investasi, profitabilitas, variabilitas *earnings*, dan karakteristik asset (komposisi *tangible* dan *intangible assets*).
3. Dalam satu industri, dividend payout berkorelasi positif dengan *size* dan *asset intensity* dan berkorelasi negatif dengan tingkat pertumbuhan. Perusahaan besar umumnya membayar dividend payout lebih besar dari pada perusahaan kecil.
4. Hampir semua perusahaan menjaga *dividend per share* yang konstan untuk periode yang cukup lama.
5. Pasar modal bereaksi positif terhadap *dividend initiation* dan peningkatan dividend dan bereaksi sangat negatif terhadap penurunan dan penghapusan dividen.
6. Perubahan dividen memberikan informasi tentang ekspektasi manajer terhadap *earnings* saat ini dan yang akan datang. Investor tahu bahwa manajer berusaha agar dividennya *smooth* sehingga jika perusahaan mengubah dividennya maka itu memberikan sinyal.

7. Pajak jelas mempengaruhi dividend payout, namun efek bersihnya masih membingungkan dan pajak tidak menyebabkan atau mencegah perusahaan membayarkan dividen. Kenaikan tarif pajak pendapatan atas dividen logikanya tentu akan mengurangi permintaan akan dividen.
8. Meskipun sudah dilakukan riset yang insentif, bagaimana pengaruh pembayaran dividen terhadap *required return* atas saham biasa masih belum jelas.
9. Perubahan biaya transaksi dan tingkat efisiensi pasar modal hanya berpengaruh sedikit terhadap dividend payout.
10. Struktur kepemilikan mempengaruhi dividen.

c. Teori Kebijakan Dividen

Manajemen mempunyai 2 alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak (EAT) perusahaan (Lukas (2003:285)).

Alternative tersebut yaitu :

1. Dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen
2. Diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*).

Menurut Brigham dan Houston (2001:66), terdapat tiga teori dari preferensi investor yang mendasari kebijakan dividen, yaitu :

1. Teori Ketidakrelevanan Dividen
Pendukung utama teori ini adalah Merton Miller dan Franco Modigliani (MM).mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain, MM berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan

oleh aktivitasnya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi di antara dividend dan laba ditahan.

2. Teori *Bird-in-the-hand*

Pandangan MM untuk teori yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi.

3. Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor mungkin lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi, yaitu:

- a) Investor yang kaya (yang memiliki sebagian besar saham dan menerima sebagian dividen yang dibayarkan) mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba kedalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan pajaknya rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya lebih tinggi
- b) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual
- c) Jika selebar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang-ahli waris yang menerima saham itu dapat menggunakan nilai saham pada hari kematian sebagai dasar biaya mereka, dengan demikian mereka terhindar dari pajak keuntungan modal.

Karena adanya keuntungan-keuntungan pajak ini, para investor mungkin lebih suka perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian, para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian dividennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian dividennya tinggi.

Pertimbangan manajerial dalam menentukan *Dividend Payout Ratio* (Agus (2001:293)):

1) Kebutuhan Dana Perusahaan

Kebutuhan dana bagi perusahaan dalam kenyataannya merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan diambil. Aliran kas perusahaan yang diharapkan, pengeluaran modal di masa datang yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola (skedul) pengurangan utang dan

masih banyak faktor lain yang mempengaruhi posisi kas perusahaan harus dipertimbangkan analisis kebijakan dividen.

Kebijakan dividen yang diambil telah memperhatikan kebutuhan dana termasuk investasi yang *profitable*. Dengan demikian, kebijakan dividen yang akan ditempuh hanya mempertimbangkan kelebihan dana di masa datang.

2) Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Likuiditas perusahaan sangat besar pengaruhnya terhadap investasi perusahaan dan kebijakan pemenuhan kebutuhan dana. Keputusan investasi akan menentukan tingkat ekspansi dan kebutuhan dana perusahaan, sementara itu keputusan pembelanjaan (keputusan pemenuhan kebutuhan dana) akan menentukan pemilihan sumber dana untuk membiayai investasi tersebut.

3) Kemampuan Meminjam

Posisi likuiditas perusahaan dapat diatasi dengan kemampuan perusahaan untuk meminjam dalam jangka pendek. Kemampuan tersebut akan meningkatkan fleksibilitas likuiditas perusahaan, fleksibilitas perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk

bergerak dipasar modal dengan mengeluarkan obligasi. Perusahaan yang semakin besar dan sudah *establish* akan memiliki akses yang lebih baik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar, fleksibilitas yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar dividen.

4) Keadaan Pemegang Saham

Jika perusahaan itu kepemilikan sahamnya relative tertutup, manajemen biasanya mengetahui dividen yang diharapkan oleh pemegang saham dan dapat bertindak dengan tepat. Jika hampir semua pemegang saham berada dalam golongan *high tax* dan lebih suka memperoleh *capital gains*, maka perusahaan dapat mempertahankan dividen payout yang rendah.

Dengan dividen payout yang rendah tentunya dapat diperkirakan apakah perusahaan akan menahan laba untuk kesempatan investasi yang *profitable*.

5) Stabilitas Dividen

Bagi para investor, faktor stabilitas dividen akan lebih menarik daripada dividen payout ratio yang tinggi. Stabilitas disini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Apabila faktor lain sama, saham yang memberikan dividen yang stabil selama periode tertentu akan mempunyai harga yang lebih tinggi daripada saham yang membayar dividennya dalam persentase yang tetap terhadap laba.

d. Pengaruh Dividen terhadap *leverage*

Laba bersih yang diperoleh perusahaan dibagikan kepada pemegang saham ke dalam dua bentuk, yaitu dalam bentuk dividen dan laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang. Easterbrook (1984) dalam Theoral dan Supatmi (2008:278) menemukan bahwa dividen berpengaruh secara positif terhadap utang. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen bagi para pemegang saham, maka akan mengakibatkan struktur pendanaan perusahaan berubah. Hal ini disebabkan karena pembayaran dividen yang makin besar akan mengurangi kas perusahaan, sehingga manajemen perlu mencari tambahan dana untuk menjaga agar struktur pendanaan tetap optimal. Perusahaan dapat memperoleh tambahan dana dari risiko yang paling terkecil, yaitu dengan cara berhutang.

Beberapa peneliti lainnya, menemukan bahwa dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) dalam Theoral dan Supatmi (2008:278) yang menemukan adanya hubungan negatif antara kebijakan dividen dengan *leverage* perusahaan. Begitu juga dengan Juwanik dalam Theoral dan Supatmi (2008: 278), yang menyatakan turunnya pembayaran dividen akan menaikkan laba ditahan sebagai sumber pendanaan internal perusahaan, sehingga akan memperbesar *borrowing capacity* perusahaan untuk menambah utang karena laba ditahan yang dimiliki dapat dijadikan sebagai jaminan bahwa perusahaan mampu membayar bunga dan pokok bunga.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa dividen berpengaruh terhadap kebijakan *leverage*.

B. Penelitian sebelumnya

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan *leverage* telah pernah dilakukan oleh peneliti sebelumnya yang hasilnya dapat diuraikan sebagai berikut :

Sahilatul (2007) meneliti tentang pengaruh *asymmetric information*, *investment opportunity*, *profitabilty* dan *dividend* terhadap kebijakan *leverage* perusahaan yang *go public* di indonesiapada tahun 2001-2004,peneliti menggunakan 13 Perusahaan manufaktur sebagai sampel penelitiannya. Dalam penelitiannya tersebut, dengan periode penelitian pada tahun 2001 sampai 2004, peneliti menemukan bahwavariabel *profitability*, *investment opportunity*, *asymmetric information* dan *dividend* berpengaruh secara simultan terhadap *leveragedan* mampu menjelaskan *leverage* sebesar 36,8%.

Penelitian lain dilakukan oleh Christnova (2010) yang melakukan penelitian pada PT. Perkebunan Nusantara III (Persero) Medan dengan menggunakan variabel bebas *Free Cash Flow* dan profitabilitas dan kebijakan hutang sebagai variabel terikat. Dalam penelitiannya tersebut, peneliti menemukan bahwa variabel *Free Cash Flow* dan profitabilitas secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap *debt to equity ratio*.

Selain itu penelitian lain juga dilakukan oleh Nina (2009) yang meneliti tentang pengaruh faktor-faktor intern perusahaan terhadap kebijakan hutang :

dengan pendekatan *pecking order theory* dengan variabel bebas yaitu kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan dan variabel terikat kebijakan hutang. Hasil penelitian menemukan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama pada perusahaan manufaktur.

C. Kerangka Konseptual

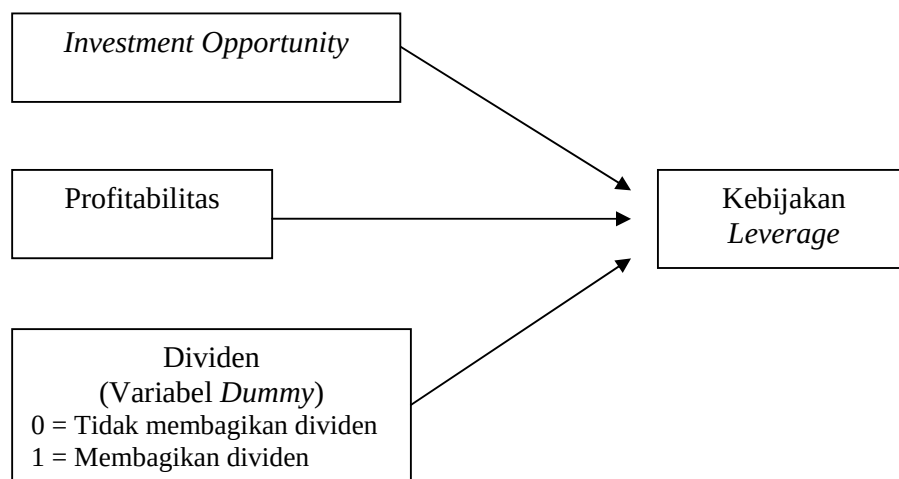
Berdasarkan masalah dan kajian teori yang telah penulis uraikan sebelumnya dan untuk mengarahkan penulisan proposal ini, maka diperlukan suatu kerangka konseptual yang akan menjadi acuan nanti. Istilah *leverage* digunakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menggunakan aset atau dana yang mempunyai beban tetap (*fixed cost assets or funds*) untuk memperbesar tingkat penghasilan (*return*) bagi pemilik perusahaan. *Leverage* dipengaruhi oleh beberapa faktor, diantaranya *Investment Opportunity*, *Profitability*, dan Dividen.

Investment Opportunity menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. *Investment Opportunity* dapat mempengaruhi kebijakan *leverage* suatu perusahaan. Dimana semakin tinggi *Investment Opportunity*, maka *leverage* perusahaan akan rendah, dan sebaliknya. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi menunjukkan bahwa nilai perusahaan lebih banyak ditentukan oleh *intangible asset* sehingga cenderung kesulitan untuk mendapatkan utang dari pihak luar.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Profitabilitas memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan *leverage* suatu perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, maka *leverage* perusahaan tersebut akan menurun. Dan sebaliknya, semakin rendah profitabilitas suatu perusahaan, maka *leverage* perusahaan tersebut akan meningkat.

Dividen merupakan distribusi laba terhadap para pemegang saham dalam bentuk aktiva atau saham perusahaan penerbit. Dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan *leverage* suatu perusahaan. Hal ini disebabkan karena pembayaran dividen yang makin besar akan mengurangi kas perusahaan, sehingga manajemen perlu mencari tambahan dana untuk menjaga agar struktur pendanaan tetap optimal. Perusahaan dapat memperoleh tambahan dana yaitu dengan cara berhutang.

Berdasarkan hal diatas dan untuk tercapainya penelitian ini, dengan didukung tinjauan penelitian terdahulu, maka secara skematis kerangka konseptual dalam penelitian digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Konseptual

D. Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan penelitian dan tinjauan kepustakaan yang telah dijelaskan , maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut :

1. *Investment opportunity* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan *leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009
2. Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan *leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009
3. Pembayaran dividen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan *leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan uraian dan penjelasan dalam BAB IV tentang hasil penelitian dan pembahasan, maka penulis dapat menyimpulkan bahwa :

1. Variabel *investment opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009
2. Variabel profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009
3. Variabel dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2009
4. Variabel *investment opportunity*, profitabilitas, dan dividen secara bersama-sama mempengaruhi variabel *leverage*. Hasil penelitian diperoleh bahwa *Adjusted R²* sebesar 0,170 yang berarti bahwa variabel *leverage* dipengaruhi oleh variabel *investment opportunity*, profitabilitas dan dividen sebesar 17.0% sedangkan sisanya sebesar 83.0% dipengaruhi oleh variabel lainnya.

B. Saran

Berdasarkan kesimpulan diatas, maka saran ataupun masukan yang dapat penulis berikan adalah sebagai berikut :

1. Bagi perusahaan, perusahaan harus mempertimbangkan kebijakan *leverage* nya dengan baik dengan memperhatikan faktor-faktor yang dapat mempengaruhinya, terutama *investment opportunity* yang dimiliki perusahaan. Karena dengan *investment opportunity* yang besar dan mempengaruhi *leverage* secara positif, belum tentu akan menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.
2. Bagi investor yang akan menanamkan sahamnya pada perusahaan manufaktur agar dapat memperhatikan seberapa besar risiko suatu perusahaan yang dapat dilihat dari *leverage* perusahaan tersebut.
3. Bagi peneliti selanjutnya, sebaiknya melakukan penelitian dengan menggunakan variabel lain seperti ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *Non-Debt Tax Shield*.

DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Agus, Sartono. 2001. **Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi**, edisi4. Yogyakarta : BPFE-Yogyakarta
- Arief, Sritua. 1993. **Metodologi Penelitian Ekonomi**. Yogyakarta : BPFE-UGM
- Brigham, F Eugene dan Joel, F Houston. 2001. **Manajemen Keuangan** edisi kedelapan Buku II. Jakarta : Gelora Aksara Pratama
- Dede, Setyabudi. 2007. **Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Keputusan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2004**. Skripsi S1. Universitas Islam Indonesia : Yogyakarta.
- Dwi Armaya. 2010. **Pengaruh *Financial Leverage* dan *Total Assets TurnOver* terhadap *Earning Per Share* pada perusahaan perkebunan dan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2009**. Skripsi S1. Universitas Sumatera Utara : Medan.
- Fitri, Mega Mulianti. 2010. **Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan**. Thesis. Universitas Diponegoro: Semarang
- Frydenberg, Stein. 2004. ***Theory of Capital Structure – A Review***. (Online). <http://www.ssrn.co.id/>. (Akses tanggal 13 Oktober 2010).
- Husein, Umar. 1996. **Metode Penelitian untuk Skripsi dan Tesis Bisnis**. Jakarta : PT. Raja Garfindo Persada.
- Idris. 2008. **Aplikasi Model Analisis Data Kuantitatif dengan Program SPSS**. Edisi revisi III. Padang : Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Padang
- Imam, Ghozali. 2005. **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Kewon J Arthur, dkk. 2000. **Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Buku 2**. Jakarta : Salemba Empat.
- Leny S Dachi. 2010. **Pengaruh *Profitability* Dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Dividen Kas Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia**. Skripsi S1. Universitas Sumatera Utara : Medan