

ASYMMETRIC INFORMATION, INVESTMENT OPPORTUNITY, PROFITABILITY, DIVIDEND DAN KEBIJAKAN LEVERAGE PERUSAHAAN MAKANAN MINUMAN

Abdillah Assegaf

Gabungan Pengusaha Nasional Angkatan Sungai, Danau & Penyebrangan (GAPASDAP)

e-mail: abdillah278@gmail.com

ABSTRACT

Pecking order theory is a theory that emphasizes the manager chooses to use retained earnings to fund the company rather than debt and the last alternative new shares issued. This study aims to determine the influence of asymmetric information, investment opportunity, profitability and dividend on the company's leverage. Type of data used are secondary data which are reported in the company's financial ratios during the study period in 2006-2009. Results showed that mean of the variable asymmetric information, investment opportunity, profitability and dividend influence simultaneously to the leverage of company. There is only asymmetric information which is partially significant to influence the company leverage.

Keywords: *asymmetric information, profitability, investment opportunity, dividend, leverage*

PENDAHULUAN

Perkembangan industri makanan dan minuman di Indonesia saat ini berkembang cukup pesat, hal ini ditandai semakin beragamnya jenis makanan dan minuman yang beredar di pasaran. Pada sisi lain, semakin banyaknya *home industry* produk makanan dan minuman menunjukkan bahwa perkembangan industri tersebut tidak dapat dipandang sebelah mata. Apalagi pangsa pasar produk makanan dan minuman ini tidak hanya terbatas untuk kalangan tertentu seperti produk industri lainnya. Faktor lain yang mendukung perkembangan industri makanan dan minuman yaitu ketersediaan bahan baku melimpah di dalam negeri, sehingga tidak perlu menambah biaya untuk melakukan impor.

Sektor makanan dan minuman untuk saat ini memegang peranan yang cukup penting dalam perkembangan industri nasional. Kondisi tersebut mengakibatkan sektor ini menjadi salah satu pilihan para investor sebagai sarana investasi yang menjanjikan. Hal ini ditandai dengan semakin banyaknya perusahaan makanan dan minuman yang *go public* dan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah

cukup besar usahanya, dalam menyerap tenaga kerja dan investasi modal.

Sektor ini berkembang luas secara nasional di seluruh wilayah Indonesia sehingga perkembangan wilayah Indonesia dapat terbantu dengan adanya perusahaan makanan dan minuman. Sektor ini juga menyerap bahan baku hasil pertanian sehingga memudahkan petani untuk memasarkan hasil pertanian dengan harga yang cukup memadai. Alasan-alasan yang dijelaskan diatas mendukung pemilihan sektor industri makanan dan minuman karena merupakan sektor yang paling tahan krisis ekonomi dibanding sektor lainnya. Dalam kondisi krisis atau tidak, sebagian besar produk makanan dan minuman tetap dibutuhkan.

Perusahaan pada dasarnya didirikan untuk menyediakan barang dan jasa yang dibutuhkan oleh masyarakat. Dalam menghasilkan barang dan jasa tersebut, setiap perusahaan memiliki tujuan yang sama yaitu keberhasilan mempertahankan hidup, memperoleh laba dan berkembang. Tercapainya suatu keuntungan optimal guna mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan serta mengembangkannya dimasa yang akan datang. Salah satu faktor utama yang menentukan tercapainya tujuan perusahaan yaitu tersedianya dana atau modal kerja

yang berfungsi untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Investment opportunity besar yang dimiliki oleh perusahaan makanan dan minuman tentu akan membutuhkan sumber dana yang besar pula. Sementara apabila sumber dana internal (laba ditahan) perusahaan sudah tidak bisa memenuhi kebutuhan dana tersebut sehingga membuat kebutuhan terhadap sumber dana eksternal tidak terhindarkan dan ketika memutuskan bahwa kebutuhan tambahan dana diambil dari eksternal perusahaan, maka sesuai dengan konsep *pecking order theory* hutanglah yang akan menjadi pilihan pertama dibandingkan dengan penerbitan saham (dengan adanya *asymmetric information* dan biaya penerbitan (*floatation cost*) tinggi.

Pecking order theory adalah salah satu teori struktur modal yang merupakan konsep pendanaan berdasarkan sebuah “hierarki” pendanaan yaitu perusahaan disarankan untuk mendanai kegiatan investasinya dengan sumber pendanaan yang berasal dari internal perusahaan yaitu laba ditahan dan arus kas yang berasal dari depresiasi, hutang dengan paling rendah risikonya, hutang yang lebih beresiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen dan penerbitan saham biasa sebagai alternatif terakhir sumber pendanaan.

Penerbitan saham biasa menjadi jalan terakhir sumber pendanaan karena perusahaan akan menghadapi masalah *asymmetric information* ketika menerbitkan sahamnya, manajer perusahaan biasanya akan memperoleh informasi yang lebih mengenai keadaan perusahaan daripada investor, sehingga penerbitan saham dianggap kurang baik bagi investor karena manajemen akan menggunakan *private information* ketika *right issue* pada saat harga sahamnya *overpriced*, sehingga akan mengakibatkan harga saham lama turun.

Implikasi dari *asymmetric information* ini adalah bahwa dalam keadaan normal, perusahaan menggunakan sedikit hutang dan perusahaan harus menjaga *borrowing capacity reserve* (cadangan kapasitas meminjam) yang dapat dipergunakan jika terdapat peluang investasi yang menjanjikan, selain itu biaya penerbitan tinggi menjadi pertimbangan tersendiri bagi perusahaan dalam memilih sumber pendanaan saham. Perusahaan yang memiliki kemampuan tinggi dalam mengelola asetnya dalam menghasilkan *profit* yang berasal dari *investment opportunity* besar dapat memperbesar jumlah

sumber dana internal yang tersedia untuk *reinvestment* dan pembagian *dividend* bagi pemegang saham sehingga akan cenderung menurunkan ketergantungan perusahaan terhadap kebutuhan dana eksternal dalam hal ini hutang. Sebaliknya, bagi perusahaan dengan *profitability* rendah akan cenderung besar ketergantungannya terhadap sumber dana eksternal.

Perusahaan yang memiliki *net cash flow* (*cash earning* dikurangi pengeluaran investasi) positif maka perusahaan tersebut memiliki sumber dana internal yang cukup untuk mendanai kegiatan investasinya. Laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan akan digunakan untuk dua hal, yaitu dibagikan bagi para pemegang saham dalam bentuk *dividend* dan laba ditahan yang digunakan untuk *reinvestment*. Dalam konsep *pecking order theory dividend* bersifat tetap, perusahaan tidak berniat menaikkan dividen kecuali perusahaan percaya bahwa pembayaran *dividend* yang lebih tinggi tersebut mampu dijaga.

Porsi laba bersih yang dibagikan untuk dividen cenderung rendah dan porsi laba bersih untuk laba ditahan yang digunakan untuk *reinvestment* akan tinggi dan tentu saja hal ini akan memperkecil ketergantungan terhadap dana eksternal yang dibutuhkan dalam hal ini hutang. Dengan kata lain kebijakan dividen yang rendah akan menurunkan *leverage* perusahaan. Dengan mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi *leverage*, diharapkan dapat membantu perusahaan makanan dan minuman dalam menentukan bagaimana seharusnya pemenuhan dana harus dilakukan sehingga tujuan perusahaan dapat tercapai.

Myers (1984) pada penelitiannya yang berjudul *capital structure puzzle* telah memberikan gambaran yang lebih jelas tentang konsep *pecking order theory*. Penelitiannya dilakukan pada tahun 1973-1982 pada perusahaan di Amerika Serikat dengan hasil penelitiannya disebut *modified pecking order theory*. Penelitian ini menggunakan variabel-variabel *financial leverage*, *dividend payout ratio*, dan investasi yang mempengaruhi pengambilan keputusan pemilihan alternatif pendanaan secara simultan.

Menurut Myers, pada saat manajer berusaha merealisasikan kesejahteraan pemegang saham lama, maka manajer memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pemegang saham baru yang potensial,

karena itu investor baru akan mengurangi harga yang mau dibayarkan terhadap saham baru dengan asumsi bahwa manajer menggunakan informasi yang dimilikinya dan bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham lama. Jika kondisi ini benar terjadi, maka manajer yang ingin menggunakan sumber pendanaan eksternal dalam hal ini penerbitan saham baru, terpaksa mengeluarkan saham baru yang *undervalued*.

Penelitian yang dilakukan Fama dan French (2000) pada periode tahun 1965-1999 dengan menggunakan sampel lebih dari 3000 perusahaan dan menggunakan variabel *leverage*, *dividend payout ratio*, *profitability*, *size* dan *investment opportunity*. Penelitian ini menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara keuntungan dengan hutang perusahaan yaitu perusahaan yang *profitable* menggunakan *leverage* yang lebih sedikit dan adanya hubungan positif antara *investment opportunity* dengan *leverage* perusahaan dimana ketika perusahaan mendapatkan *investment opportunity* yang besar maka *leverage* yang digunakan besar.

TINJAUAN PUSTAKA

Tujuan manajemen keuangan adalah meningkatkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran pemegang saham meningkat. Untuk mencapai tujuan tersebut diperlukan pengambilan keputusan yang tepat antara lain keputusan tentang kebijakan dividen, keputusan tentang struktur modal (*Leverage*). Pengambilan keputusan yang tepat akan berdampak positif terhadap nilai perusahaan yang tercermin dengan peningkatan harga saham perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2006), *leverage* keuangan (*financial leverage*) merupakan suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan. Pada umumnya ada dua jenis *leverage*, yaitu *leverage* operasi (*operating leverage*) dan *leverage* keuangan (*financial leverage*), yang dimaksud *leverage* dalam penelitian ini adalah *leverage* keuangan (*financial leverage*). *Leverage* keuangan menunjukkan proporsi atas penggunaan utang untuk membiayai investasinya. Semakin rendah *leverage factor* maka semakin rendah

resiko yang dihadapi perusahaan apabila kondisi ekonomi merosot.

Kredit yang diberikan oleh bank untuk pendanaan investasi yaitu kredit jangka panjang. Dana yang terikat pada hutang jangka panjang memiliki resiko yang lebih tinggi atas semakin lamanya dana yang dipinjam oleh pihak debitur (perusahaan). Ada beberapa alasan yang menyebabkan perusahaan lebih memilih berhutang daripada menerbitkan saham baru, *pertama* penggunaan hutang akan mempengaruhi jumlah pajak yang harus di bayar, karena pembayaran bunga atas hutang akan mengurangi jumlah laba bersih sehingga akan mengurangi jumlah pajak yang harus di bayar.

Kedua, hutang dapat mendorong manajemen perusahaan untuk lebih disiplin dalam berinvestasi secara tepat, sehingga memberi tekanan untuk selalu melakukan perbaikan dalam mewujudkan efisiensi operasional perusahaan (*Brealy* dan *Myers*, 2007). *Ketiga*, penambahan hutang tidak akan mempengaruhi jumlah saham pemilik, dan penggunaan hutang dianggap oleh investor sebagai signal positif, karena dengan kondisi pasar modal yang tidak menentu (bila kondisi pasar modal *bearish*) yang menyebabkan harga saham menjadi *underpriced* maka penambahan hutang merupakan kabar gembira bagi investor karena dengan adanya penambahan hutang menunjukkan bahwa prospek perusahaan baik sehingga mampu menyediakan kas untuk pembayaran hutang.

Penggunaan hutang juga memiliki biaya yang harus di tanggung, yang disebabkan oleh: *pertama*, meningkatnya kemungkinan kebangkrutan yang disebabkan oleh kewajiban membayar hutang yang jatuh tempo, sehingga juga harus dipertimbangkan resiko yang ditanggung (resiko bisnis dan resiko keuangan). *Kedua*, biaya perwakilan dari pemberi modal pinjaman untuk pengendalian tindakan perusahaan. *Ketiga*, biaya yang berkaitan dengan investor yang ingin memperoleh informasi lebih banyak tentang prospek perusahaan dibanding dengan manajer.

Adanya implikasi tersebut kebijakan *leverage* perusahaan tergantung pada seberapa besar kebutuhan perusahaan akan dana eksternal, karena berdasarkan konsep *pecking order theory* perusahaan akan memilih mendanai kegiatan investasinya dengan memilih sumber pendanaan yang berasal dari internal perusahaan kemudian baru

setelah dana internal tidak mampu lagi mencukupi untuk mendanai kegiatan investasinya perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal yang berasal dari hutang, penerbitan sekuritas *hybrid* seperti obligasi konvertibel dan saham preferen, dan juga saham biasa (sebagai alternatif terakhir).

Beberapa penelitian tentang struktur modal terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan dan hasilnya saling kontradiksi. Secara singkat ada dua pandangan yang terus diperdebatkan oleh ahli-ahli keuangan di dunia. Pandangan pertama dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1963) yang mengatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan kedua dikenal dengan pandangan yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan ini diwakili oleh dua teori yaitu *Trade off Theory* dan *Pecking Order Theory*.

Pecking Order Theory merupakan konsep yang menyarankan pada perusahaan untuk menggunakan sumber pendanaan internal perusahaan dan meminimalkan penggunaan sumber dana eksternal. Husnan (2000) berpendapat bahwa perusahaan memilih sumber dana internal daripada eksternal karena dengan begitu perusahaan tidak perlu lagi “transparan” terhadap investor baru sebagai akibat penerbitan saham baru.

Pecking order theory adalah salah satu teori struktur modal yang merupakan konsep pendanaan berdasarkan sebuah “hierarki” pendanaan yaitu perusahaan disarankan untuk mendanai kegiatan investasinya dengan sumber pendanaan yang berasal dari internal perusahaan yaitu laba ditahan dan arus kas yang berasal dari depresiasi, hutang dengan paling rendah risikonya, hutang yang lebih beresiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen dan penerbitan saham biasa sebagai alternatif terakhir sumber pendanaan.

Manajemen perusahaan bisa lebih berkonsentrasi lagi dalam meningkatkan dan memaksimalkan kekayaan pemilik, selain itu dengan pendanaan internal dapat terhindar dari keterbatasan keuangan (*financial distress*) karena penggunaan sumber dana berasal dari internal perusahaan, kemudian pendanaan eksternal dipilih secara berjenjang berdasarkan tingkat resiko yang harus dihadapi.

Financial distress adalah tekanan keuangan yang menyertai penggunaan hutang oleh per-

usahaan. Tekanan keuangan ini terjadi karena perusahaan tidak mampu lagi memenuhi kewajibannya kepada kreditur sehingga perusahaan terancam kebangkrutan. Penggunaan dana internal yang sesuai dengan hierarki atau tingkatan dengan penggunaan laba di tahan dan arus kas yang berasal dari depresiasi sebagai alternatif pertama dalam aktivitas pendanaan karena di dorong oleh keinginan untuk meminimalkan masalah dan biaya yang menyertai pendanaan eksternal.

Masalah dan biaya yang menyertai penggunaan dana eksternal antara lain adalah adanya perjanjian-perjanjian dengan kreditur yang dapat membatasi keputusan pendanaan perusahaan di masa yang akan datang (jika berhutang), atau adanya kecenderungan harga saham lama turun ketika perusahaan menerbitkan saham baru, serta adanya *agency cost* yang menyertainya (manajemen perusahaan harus memberikan laporan pertanggung jawaban pada semakin banyak para pemegang saham dan adanya campur tangan yang semakin besar dari para pemegang saham dan juga adanya konflik kepentingan antara pemegang saham lama dengan pemegang saham baru).

Perusahaan dapat meminimalkan penggunaan sumber dana eksternal dimana manajemen perusahaan harus mengoptimalkan *profitability* perusahaan dengan cara melakukan penyesuaian antara pemanfaatan peluang investasi dengan target *dividend payout ratio* dari perusahaan. Sesuai dengan teori tersebut maka tidak ada target rasio hutang sehingga dapat menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang menghasilkan keuntungan besar umumnya memiliki hutang yang lebih sedikit.

Informasi dalam mekanisme pasar modal menyebar diantara para partisipan pasar yang mencakup emiten, penjamin emisi dan investor. Penyebaran informasi akan menimbulkan: *pertama*, kondisi *symmetric information* yaitu informasi yang menyebar secara merata diantara semua partisipan pasar. *Kedua*, kondisi *Asymmetric information* adalah keadaan muatan informasi antara manajemen dengan investor mengenai kinerja perusahaan, dimana pihak manajemen lebih mengetahui kondisi internal perusahaan. Hal ini dikarenakan oleh pasar persaingan tidak sempurna yang berarti pasar belum dapat menciptakan suatu

kondisi yang memungkinkan informasi dapat dengan mudah diperoleh oleh para investor.

Scott dalam Ujijantho (2005) mengemukakan bahwa ada 2 tipe utama *asymmetric* yang pertama adalah *adverse selection* yaitu bahwa para manajer serta orang-orang dalam lainnya biasanya mengetahui lebih banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan dibandingkan investor sebagai pihak luar. Adanya informasi yang mungkin dapat mempengaruhi keputusan yang akan diambil oleh pemegang saham tersebut tidak disampaikan kepada pemegang saham.

Kedua adalah *Moral hazard* yaitu bahwa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham maupun pemberi pinjaman sehingga manajer dapat melakukan tindakan diluar pengetahuan pemegang saham yang melanggar “kontrak” dan sebenarnya secara etika atau norma mungkin tidak layak dilakukan. Adanya asimetri informasi memungkinkan adanya konflik yang terjadi antara *principal* dan *agent* untuk saling mencoba memanfaatkan pihak lain untuk kepentingan sendiri.

Eisenhardt dalam Ujijantho (2005) mengemukakan tiga asumsi sifat dasar manusia yang pertama manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), yang kedua manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan ketiga manusia selalu menghindari resiko (*risk adverse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut menyebabkan bahwa informasi yang dihasilkan manusia untuk manusia lain selalu dipertanyakan reliabilitasnya dan dapat dipercaya tidaknya informasi yang disampaikan.

Adanya *asymmetric information* antara pihak manajemen dan investor maka penerbitan saham baru hendaknya dilakukan jika manajemen menganggap memiliki *investment opportunity* menguntungkan yang luar biasa dan tidak dapat ditunda lagi sedangkan sumber dana eksternal tidak mencukupi. Atau manajemen berkeyakinan bahwa harga saham baru tersebut *overvalued*. Adanya kemungkinan terjadinya tekanan harga yang membuat harga saham lama perusahaan secara alamiah berpotensi menurun ketika perusahaan menerbitkan saham baru pada saat rencana *right issue* diumumkan karena adanya *asymmetric in-*

formation menjadi suatu persoalan yang layak dipertimbangkan. Akibatnya dalam pembiayaan berdasarkan *pecking order theory* manajemen akan cenderung untuk menggunakan dana internal yang tidak melibatkan pihak luar.

Bila terjadi kekurangan dana dan diharuskan menggunakan dana eksternal akan cenderung menggunakan hutang dibanding dengan penerbitan saham baru. Besarnya perusahaan (*firm size*) merupakan salah satu indikator yang dapat digunakan untuk mengukur tingkat informasi asimetri perusahaan, karena perusahaan yang memiliki kekayaan yang relatif besar akan berusaha membagikan informasi perusahaan pada investor yang bertujuan untuk mengurangi kemungkinan *asymmetric information* yang bisa terjadi antara perusahaan dengan investor.

Penilaian suatu perusahaan dalam bidang keuangan saat ini masih beragam. Disatu pihak, nilai suatu perusahaan ditunjukkan dalam laporan keuangan perusahaan, khususnya Neraca perusahaan yang berisi informasi keuangan masa lalu, sementara di lain pihak beranggapan bahwa nilai perusahaan adalah nilai sekarang dari aktiva yang dimiliki perusahaan, bahkan ada yang beranggapan bahwa nilai suatu perusahaan tercermin dari nilai investasi yang akan dikeluarkan dimasa yang akan datang.

Konsep perusahaan sebagai suatu kombinasi aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi (*investment opportunity*) di masa yang datang (Gaver and Gaver, 1993) dalam Agustina. Aktiva yang dimiliki perusahaan tercermin dalam Neraca suatu perusahaan sedangkan *Investment opportunity* adalah keputusan investasi dalam bentuk pengeluaran modal (*capital expenditures*) yang dilakukan oleh manajer atau nilai investasi yang akan dikeluarkan pada masa yang akan datang.

Proksi *investment opportunity* itu sendiri bervariasi bentuk investasinya Kallapur dan Trombley (1999) dalam Agustina yaitu: Proksi berdasarkan harga (*price-based proxies*), Proksi berdasarkan investasi (*investment based proxies*), Proksi berdasarkan varian (*variance measures*). *Investment opportunity* berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian

dinyatakan dalam harga pasar, kemudian *investment opportunity* berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa kegiatan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai perusahaan. Sedangkan proksi varian mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva.

Kenaikan permintaan pasar terhadap produk makanan dan minuman maka tentu saja akan meningkatkan *investment opportunity*, dan *investment opportunity* dapat terlaksana jika tersedia dana yang mencukupi sebab kendatipun sebagian *investment opportunity* tersebut dapat dibiayai dengan sumber dana internal perusahaan, perusahaan kemungkinan tetap menggunakan sumber dana eksternal.

Berdasarkan konsep *pecking order theory* jika jumlah laba ditahan tidak cukup mendanai investasi maka bagaimanapun juga perusahaan akan tetap memerlukan sumber dana dari luar dalam hal ini hutang, sehingga terdapat hubungan negatif antara *investment opportunity* dengan *leverage* tapi harus juga dipertimbangkan bahwa untuk mendapatkan sumber dana dari luar seperti hutang dan saham diperlukan biaya yang besar, prosedur yang rumit dan diperlukan waktu yang relatif lama untuk mendapatkannya. Belum lagi konsekuensi-konsekuensi yang ditimbulkan dari penerbitan hutang tersebut.

Profitability menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba dengan penjualan, aktiva dan modal yang dipergunakan. Laba bersih (laba dikurangi pengeluaran investasi) yang dihasilkan dapat digunakan untuk 2 kepentingan yaitu untuk pembayaran *dividend* pada para pemegang saham atau untuk mendanai kegiatan investasi dengan laba ditahan. Profitabilitas merupakan hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusan perusahaan. Rasio profitabilitas mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Profitabilitas merupakan faktor yang seharusnya mendapat perhatian penting karena untuk dapat melangsungkan hidupnya, suatu perusahaan harus berada dalam keadaan yang menguntungkan (*profitable*). Tanpa adanya keuntungan (*profit*), maka akan sulit bagi perusahaan untuk menarik modal dari luar.

Dalam melakukan analisis perusahaan, di samping melihat laporan keuangan perusahaan, juga bisa dilakukan dengan menggunakan analisis rasio keuangan. Van Horne, Wachowics (2005), menjelaskan rasio profitabilitas adalah “ rasio keuangan yang menghubungkan laba dengan penjualan investasi pada perusahaan “. Rasio profitabilitas terbagi lagi menjadi dua jenis rasio, yaitu: rasio profitabilitas yang terkait dengan penjualan, dan rasio yang berkaitan dengan investasi.

Profitability yang besar mempunyai pengaruh yang besar terhadap perilaku *leverage* perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2006) perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan memungkinkan perusahaan mempunyai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal (laba ditahan). Pendapat Brigham dan Houston tersebut didukung oleh *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih penggunaan modal yang berasal dari laba ditahan kemudian yang kedua berasal dari hutang dan yang terakhir adalah penerbitan saham baru.

Dapat disimpulkan bahwa semakin besar *profit* sebuah perusahaan yang diiringi dengan penurunan biaya investasi akan menghasilkan *net cash flow* (*cash earning* dikurangi pengeluaran investasi) yang positif. Hal ini akan membuat kebutuhan sumber dana eksternal semakin berkurang karena perusahaan bisa mendanai kegiatannya dengan sumber dana internal perusahaan sehingga perusahaan tidak terlalu tergantung pada sumber pendanaan eksternal. Dengan kata lain terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan *leverage*.

Dividen adalah laba bersih yang disisihkan untuk dibagikan kepada pemegang saham. Ada 2 jenis *dividend* (Brigham dan Houston, 2006) yaitu dividen tunai yaitu dividen yang dibagikan dalam bentuk kas atau uang tunai, dan dividen saham yaitu dividen yang dibayarkan dalam bentuk tambahan lembar saham dan bukan berupa uang.

Tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik dalam hal ini jumlah *dividend* yang diterima oleh para pemegang saham sebagai pemilik. Menurut Brigham dan Gapenski (1996) terdapat 2 elemen kunci yang terkait kebijakan dividen yaitu *target payout*

policy dan *dividend stability policy*. Target *pay-out policy* menyangkut berapa bagian dari pendapatan yang harus dibagikan sebagai *dividend* sedangkan *dividend stability policy* menyangkut kebijakan pembayaran *dividend* apakah dalam jumlah yang tetap dan stabil ataukah bervariasi dimana semuanya tergantung pada kebutuhan internal perusahaan.

Kebijakan *dividend* perusahaan berhubungan dengan masalah penggunaan laba yang dibagikan kepada para pemegang saham sehingga permasalahan utama yang dihadapi dalam kebijakan *dividend* adalah mengenai pemilihan waktu yaitu kapan laba harus dibagikan sebagai *dividend* dan kapan laba harus dibagikan sebagai *retained earning* (laba ditahan) untuk sumber pendanaan investasi dan tentu saja secara proporsional. Sepintas, para pemegang saham akan merasa senang apabila bagian dari laba bersih yang dibagikan sebagai *dividen* ini semakin besar, berarti laba bersih yang ditahan semakin kecil, padahal pendanaan dengan menggunakan laba ditahan mempunyai *cost of equity* yang paling rendah dibandingkan dengan sumber pendanaan lainnya.

Penggunaan laba ditahan adalah sumber pendanaan yang mempunyai *cost of equity* yang paling rendah sehingga ketika semakin besar jumlah investasi dalam suatu periode tertentu maka semakin kecil *dividend* yang dibagikan karena laba yang dihasilkan dialokasikan untuk laba ditahan yang digunakan untuk mendanai kegiatan investasi sehingga akan mengurangi penggunaan *leverage*. Dengan kata lain kebijakan *dividend* mempunyai hubungan positif dengan perilaku *leverage* perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif yang menggunakan hipotesis. Dalam proses analisis data, penelitian kuantitatif biasanya menggunakan penghitungan statistik. Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data sekunder. Data dalam penelitian ini bersumber dari laporan keuangan perusahaan yang diterbitkan oleh ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*), yakni laporan keuangan perusahaan manufaktur yang *go public* di BEI yang diterbitkan secara lengkap dan berturut-turut

per 31 Desember pada periode penelitian yaitu tahun 2006-2009.

Populasi penelitian yaitu perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI. Periode pengamatan selama 4 tahun yang mencakup tahun 2006, 2007, 2008, 2009 sebanyak 19 perusahaan, dari jumlah tersebut akan diambil sampel dengan menggunakan teknik pengambilan sampel *purposive sampling*. Kriteria *pertama*, perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI serta menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember. *Kedua*, perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI yang memberikan *dividen* kepada para pemegang saham selama periode penelitian

Berdasarkan kriteria diatas, sampel perusahaan meliputi PT Aqua Golden Misisipi Tbk (AQUA), PT Delta Jakarta Tbk (DLTA), PT Smart Tbk (SMAR), PT Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI), PT Fast Food Indonesia Tbk (FAST), PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF) dan PT Mayora Indah Tbk (MYOR)

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda. Bentuk umum regresi linier berganda secara matematis dirumuskan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \varepsilon_{it}$$

- β_0 : *Intercept* dari persamaan regresi
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Koefisien parameter
 Y_{it} : *Leverage* perusahaan i pada tahun t
 X_{1it} : *Asymmetric information* perusahaan i pada tahun t
 X_{2it} : *Profitability* perusahaan i pada tahun t
 X_{3it} : *Investment opportunity* perusahaan i pada tahun t
 X_{4it} : *dividend* perusahaan i pada tahun t.
 ε_{it} : kesalahan pengganggu perusahaan i pada tahun t

Analisis ini digunakan dengan alasan dapat menerangkan ketergantungan suatu variabel *dependent* dengan satu atau lebih variabel *independent*. Analisis ini juga dapat menduga besar atau arah dari pengaruh tersebut serta mengukur derajat keakuratan hubungan antara satu variabel *depen-*

dent dengan satu atau lebih variabel *independent*. Kemudian melakukan pengujian hipotesis uji statistik yang meliputi uji t test untuk parsial dan F test untuk uji fungsional.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil pengolahan data, dapat dituliskan besarnya nilai dari persamaan regresi yang terbentuk sebagai persamaan estimasi. Diketahui Y adalah *leverage* perusahaan, X1 adalah *asymmetric information*, X2 adalah *profitability*, X3 adalah *investment opportunity* dan X4 adalah *dividen*. Berdasarkan persamaan garis regresi yang terbentuk dan nilai-nilai dari koefisien regresi masing-masing variabel bebas, maka besarnya nilai dari intersep (bo) dan nilai koefisien (bx) dari keempat variabel bebas X, dalam persamaan regresi yang terbentuk dapat dijelaskan bahwa nilai dari koefisien konstanta bo sebesar -5,427. Hal ini berarti bahwa terjadi penurunan *leverage* sebesar -5,427, apabila keempat variabel bebas X tersebut sama dengan nol. Nilai koefisien regresi variabel *asymmetric information* (X1) se-

besar 0,486 sehingga *asymmetric information* dapat meningkatkan *leverage* perusahaan sebesar 0,486 satuan bila faktor tersebut naik sebesar 1 satuan, apabila variabel lainnya dianggap tetap. Nilai koefisien regresi variabel *profitability* (X2) sebesar -0,894 sehingga *profitability* perusahaan dapat menurunkan *leverage* perusahaan sebesar -0,894 satuan bila faktor tersebut naik sebesar 1 satuan, apabila variabel lainnya dianggap tetap. Nilai koefisien regresi variabel *investment opportunity* (X3) sebesar -0,337 sehingga *investment opportunity* perusahaan dapat menurunkan *leverage* perusahaan sebesar -0,337 satuan bila faktor tersebut naik sebesar 1 satuan, apabila variabel lainnya dianggap tetap. Nilai koefisien regresi variabel *dividend payout ratio* (X4) sebesar -0,087 sehingga *dividend payout ratio* perusahaan dapat menurunkan *leverage* perusahaan sebesar -0,087 satuan bila faktor tersebut naik sebesar 1 satuan, apabila variabel lainnya dianggap tetap.

Hipotesis yang sudah dirumuskan kemudian harus diuji. Pengujian ini akan membuktikan H₀ atau H₁ yang akan diterima, jika H₁ diterima maka H₀ ditolak.

Tabel 1 Hasil Uji F

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	2,573	4	,643	25,851	,000(a)
Residual	,572	23	,025		
Total	3,145	27			

Berdasarkan hasil dari uji F pada pengujian analisis linier berganda yang telah dilakukan di dapat hasil dari tabel ANOVA diatas menunjukkan *p-value* $0,000 < 0,05$ berarti signifikan. Signifikan di sini berarti H₁ diterima dan H₀ ditolak, artinya variabel *profitability*, *investment opportunity* set,

dividend dan *asymmetric information* berpengaruh secara simultan atau bersama-sama terhadap variabel *leverage* pada 7 perusahaan makanan dan minuman di BEI yang menjadi sampel penelitian.

Tabel 2 Hasil Uji t

	B	Std. Error	Beta	T	Sig.	Tolerance	VIF
(Constant)	-5,427	,815		-6,657	,000		
Asymmetric information	,486	,064	,810	7,627	,000	,702	1,425
Profitability	-,894	,515	-,175	-1,736	,096	,780	1,282
Investment opportunity	-,337	,279	-,114	-1,205	,240	,891	1,122
Dividen Payout Ratio	-,087	,099	-,082	-,873	,392	,894	1,119

Berdasarkan hasil dari uji t pada pengujian analisis linier berganda yang telah dilakukan

didapat hasil untuk variabel *asymmetric information* menunjukkan *p value* $0,000 < 0,05$ berarti

signifikan, Signifikan di sini berarti H_1 diterima dan H_0 ditolak, artinya variabel *asymmetric information* berpengaruh terhadap variabel *leverage* secara parsial. Sedangkan dilihat dari nilai *unstandardized coefficient* nya sebesar 0,486 berarti setiap kenaikan *asymmetric information* sebesar 1 satuan yang dialami oleh perusahaan makanan dan minuman menaikkan *leverage* perusahaan makanan dan minuman sebesar 0,486.

Variabel *profitability* menunjukkan *p value* $0,096 > 0,05$ berarti tidak signifikan, artinya variabel *profitability* tidak berpengaruh terhadap variabel *leverage* secara parsial. Sedangkan dilihat dari nilai *unstandardized coefficient* nya sebesar -0,894 berarti setiap kenaikan *profit* sebesar 1 satuan yang dialami oleh perusahaan makanan dan minuman menurunkan *leverage* perusahaan makanan dan minuman penelitian sebesar 0,894.

Variabel *investment opportunity set* (*ios*) menunjukkan *p value* $0,240 > 0,05$ berarti tidak signifikan, artinya variabel *investment opportunity set* (*ios*) tidak berpengaruh terhadap variabel *leverage* secara parsial. Sedangkan dilihat dari nilai *unstandardized coefficient* nya sebesar -0,337 berarti setiap kenaikan *Investment opportunity set* (*IOS*) sebesar 1 satuan yang dialami oleh perusahaan makanan dan minuman menurunkan *leverage* perusahaan makanan dan minuman sebesar 0,337.

Pada variabel *dividend* menunjukkan *p value* $0,392 > 0,05$ berarti tidak signifikan, artinya variabel *dividend* tidak berpengaruh terhadap variabel *leverage* secara parsial. Sedangkan dilihat dari nilai *unstandardized coefficient* nya sebesar -0,087 berarti setiap kenaikan *dividend* sebesar 1 satuan yang dialami oleh perusahaan makanan dan minuman menurunkan *leverage* perusahaan makanan dan minuman sebesar 0,087.

Koefisien Determinasi (R^2) ini merupakan nilai yang menunjukkan besarnya pengaruh variabel X terhadap variabel Y. Koefisien R sebesar 0,904, menyatakan besarnya derajat keeratan hubungan antara variabel bebas *asymmetric information* (X_1), *profitability* (X_2), *investment opportunity* (X_3) dan *dividend* (X_4) dengan variabel terikat *leverage* (Y), sangat kuat karena mendekati angka 1. Koefisien Determinasi (Adjusted R Square = r^2) sebesar 0,786, menyatakan besarnya pengaruh

variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y), Artinya sebesar 78,6% *leverage* perusahaan (Y) dipengaruhi oleh keempat variabel bebas, Sedangkan sisanya sebesar 21,4% dipengaruhi oleh faktor lain diluar penelitian.

Berdasarkan hasil analisis data dan pengujian hipotesis, menjelaskan bahwa variabel *asymmetric information*, *profitability*, *investment opportunity* dan *dividend* secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel *leverage*. Besarnya koefisien determinasi adjusted sebesar 0,786 atau 78,6%, hal ini dapat diinterpretasikan bahwa tinggi rendahnya *leverage* perusahaan makanan dan minuman, 78,6% ditentukan oleh tinggi rendahnya *asymmetric information*, *profitability*, *investment opportunity* dan *dividend*, sedangkan 21,4% sisanya ditentukan oleh variabel-variabel lain yang tidak tercakup dalam model regresi.

Asymmetric information mempunyai hubungan signifikan positif terhadap *leverage*, yang berarti bahwa perusahaan yang memiliki *asymmetric information* yang besar menyebabkan tambahan *leverage* yang besar pula, hal ini dikarenakan pihak kreditur akan memberikan bunga yang lebih besar terhadap perusahaan yang memiliki *asymmetric information* yang besar dibandingkan perusahaan yang memiliki *asymmetric information* lebih kecil. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menyebutkan bahwa *asymmetric information* menjadi pertimbangan utama bagi perusahaan dalam menetapkan seberapa besar *leverage* yang akan digunakan.

Profitability memiliki nilai *unstandardized coefficients* -0,894 berarti bahwa variabel *profitability* berpengaruh negatif terhadap variabel *leverage*, semakin besar *profit* yang dihasilkan perusahaan maka semakin rendah *leverage* yang digunakan. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih penggunaan modal yang berasal dari laba ditahan kemudian yang kedua berasal dari hutang dan yang terakhir adalah penerbitan saham baru. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (2002) yang menyebutkan bahwa semakin besar *profit* yang dihasilkan perusahaan semakin rendah *leverage* yang digunakan karena perusahaan akan lebih

memilih penggunaan laba ditahan sebagai sumber pendanaan internal (laba ditahan).

Secara teoritis dikatakan bahwa semakin tinggi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai investasi, sehingga semakin memungkinkan perusahaan meminjam dana dari kreditur. Hasil dari penelitian ini, didapat bahwa *investment opportunity* tidak berpengaruh signifikan, namun memiliki nilai negatif terhadap *leverage*, dalam teori *pecking order theory* pengaruh antara kesempatan pertumbuhan dan hutang diperkirakan negatif. Teori ini mengemukakan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk menggunakan modalnya sendiri daripada menggunakan dana dari pihak eksternal.

Variabel *dividend* menunjukkan *p value* $0,392 > 0,05$ berarti tidak signifikan, artinya variabel *dividend* tidak berpengaruh terhadap variabel *leverage* secara parsial, sedangkan dilihat dari nilai *unstandardized coefficient* nya sebesar $-0,087$ berarti setiap kenaikan *dividend* sebesar 1 satuan yang dialami oleh perusahaan makanan dan minuman menurunkan *leverage* perusahaan manufaktur sebesar $0,087$. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Myers (1996) yang menyebutkan bahwa kebijakan *dividend* tidak berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan karena *dividend* bersifat *sticky* (fluktuasi *dividend* relative rendah) dan *leverage* bersifat *stochastic* (tidak terdefinisi dengan baik), sehingga berfluktuasi tergantung pada peluang investasi dan sumber dana internal yang diperoleh perusahaan.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan diatas dapat diketahui bahwa *profitability*, *investment opportunity*, *asymmetric information* dan *dividend* berpengaruh secara simultan terhadap *leverage*. *Asymmetric information* berpengaruh signifikan secara parsial terhadap variabel *leverage*, yang berarti bahwa perusahaan yang memiliki *asymmetric information* yang besar menyebabkan tambahan *leverage* yang besar pula. Hal ini dikarenakan pihak kreditur akan memberikan bunga yang lebih besar terhadap perusahaan yang memiliki *asymmetric informa-*

tion yang besar dibandingkan persusahaan yang memiliki *asymmetric information* lebih kecil. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menyebutkan bahwa *asymmetric information* menjadi pertimbangan utama bagi perusahaan dalam menetapkan seberapa besar *leverage* yang akan digunakan. Sedangkan untuk 3 variabel yang lain yaitu *profitability*, *investment opportunity* dan *dividend* berpengaruh tidak signifikan terhadap *leverage*.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustina M.V Norpratiwi. 2004. *Analisis Korelasi Investment Opportunity SET Terhadap Return Saham (Pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan)*. STIE YKPN Yogyakarta
- Brealey, Myers dan Marcus. 2007. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan* Jilid 1. Edisi Kelima. Alih bahasa Yelvi Andri Zaimur. Erlangga. Jakarta.
- Brigham F, Eugene and Houston F, Joel. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10 terjemahan. Salemba Empat. Jakarta
- Brigham F, Eugene and Gapenski C, Louis. 1996. *International Financial Management*. Fifth edition. Philadelphia: The Dryden Press. Harcourt Brale College
- Fama, Eugene F, and French, Kenneth R. 2000. *Testing Trade-off and Pecking Order Theory Predictions about Dividend and Debt, Working Paper*. University of Chicago
- Gitman, Lawrence J and Joehnk, Michael D. 2008. *Fundamental of Investing*. Boston. Thomson Stele Inc
- Gujarati, Damodar. 2003. *Ekonometrik Dasar*. Terjemahan. Erlangga. Jakarta
- Husnan, Suad. 2001. *Pembelanjaan Perusahaan (Dasar-Dasar Manajemen Keuangan)*. Yogyakarta. Liberty
- Kallapur, Sanjay dan Mark A Trombley. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Bussiness Finance & Accounting* 26. April/May:505-519
- Modigliani, Franco and Miller, Merton H. 1963. *The Cost of Capital Corporate*.

- Myers, Stewart C. 1984. "The Capital Structure Puzzle". *Journal of Finance* No.39. page 575-592
- Djakman, Chaerul dan Halomoan, Gina. 2001. "Pengujian Pecking Order Hypothesis pada Emiten di Bursa Efek Jakarta 1994 dan 1995". *Jurnal Riset Akutansi Indonesia*. Vol.4 No.3 September 2001.
- Santoso, Singgih. 2004. *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. Jakarta. PT Elex Media Komputindo
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta. BPFE (Badan Penerbitan Fakultas Ekonomi)
- Titman, Sheridan and Roberto, Wessels. 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*. Vol. XLIII, No. 1. March, p:1-19
- Ujiyantho, Arif. 2005. *Asimetri informasi dan manajemen laba*. Suatu Tinjauan dalam Hubungan Keagenan.
- Van Horne, James C and John M, Wachowics, 2005. *Fundamentals of Financial Management*. Buku Pertama Edisi 12. Alih Bahasa oleh Heru Sutoro. Salemba Empat. Jakarta.