

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teoritis

1. *Pecking Order Theory*

Pecking Order Theory pertama kali dipresentasikan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958 (Jibrán *et al.*, 2012). *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dibandingkan eksternal perusahaan (Ghosh, 2012:10). Dalam teori ini dijelaskan bahwa terdapat prioritas perusahaan dalam memilih pendanaan. Prioritas tersebut diawali dengan pendanaan internal sebagai pilihan pertama, kemudian jika pendanaan internal masih dirasa kurang maka pilihan kedua perusahaan adalah hutang dan pilihan terakhir jika hutang masih dirasa kurang maka perusahaan akan menerbitkan saham. Penerbitan saham dapat dilakukan melalui *corporate action* salah satunya adalah *right issue*. Pilihan terakhir inilah yang menjelaskan mengapa perusahaan melakukan penerbitan saham kembali atau *right issue*.

Pecking Order Theory berbeda dengan teori *trade-off* dimana dalam teori *trade-off* dijelaskan bahwa perusahaan harus mencapai target hutang mereka. Target hutang yaitu target keseimbangan dimana manfaat yang dapat diberikan hutang haruslah seimbangan dengan biaya yang dikeluarkan dengan adanya hutang tersebut. Salah satu manfaat adanya hutang yaitu untuk menurunkan pajak perusahaan. Namun, dalam *pecking order theory*

hanya menjelaskan kebutuhan pendanaan berdasarkan urutan prioritas pendanaan. Karenanya, dalam *pecking order theory* dapat dijelaskan mengapa perusahaan dapat memiliki profitabilitas tinggi dengan hutang yang rendah.

2. Teori Sinyal

Teori sinyal menurut (Mulatsih dkk, 2009 dalam Dewi dan Putra, 2013) bahwa manajemen sebagai pihak internal perusahaan memiliki banyak informasi nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor sebagai pihak luar perusahaan karenanya jika informasi tersebut diketahui oleh pihak luar maka akan direspon sebagai sinyal dan akan membuar pasar bereaksi. Berita baik perusahaan akan diterima baik namun berita buruk akan direspon negatif oleh pihak luar salah satunya investor. Informasi *corporate action* salah satunya *right issue* merupakan informasi yang berasal dari pihak internal perusahaan. *Right issue* akan menambah modal perusahaan guna menunjang strategi perusahaan. Informasi seperti ini akan direspon baik oleh investor.

3. *Right Issue*

Right issue adalah hak yang diperuntukan kepada para pemegang saham saat ini untuk membeli saham yang akan diterbitkan lagi oleh perusahaan (Dewi dan Rahyuda, 2014). Pemegang saham diperbolehkan menggunakan hak mereka untuk membeli saham ataupun tidak membeli

saham. Hak yang tidak digunakan nantinya akan dipindahkan ke investor lain. Jika pemegang saham lama akan menukarkan hak tersebut maka mereka harus mengeluarkan dana. *Right issue* dapat diartikan sebagai Hak Memesan Terlebih Dahulu (HMETD) yang mana memberikan hak kepada pemegang saham perusahaan terkait untuk dapat ditukarkan menjadi saham biasa (Darmadji dan Fakhrudin, 2006: 26).

Pengertian lain dari *right issue* adalah hak memeli terlebih dahulu oleh pemegang saham lama pada harga tertentu dan dalam waktu kurang dari 6 bulan (Samsul, 2006:84). *Right issue* atau Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) dapat digolongkan menjadi dua jenis yaitu;

- a. Dengan HMETD, yaitu dimana pemegang saham perusahaan memiliki hak dalam membeli saham baru tersebut
- b. Tanpa HMETD, yaitu dimana hak hanya ditawarkan oleh beberapa pihak saja.

Seorang investor yang mendapatkan hak atas *right issue* akan memiliki beberapa opsi yang perlu dilakukan. Terdapat 3 opsi atau pilihan bagi seorang investor yang mendapatkan hak atas *right issue* yaitu:

- a. Menggunakan atau memanfaatkan hak dimana investor membeli saham yang ditawarkan dalam *right issue* dengan cara mengisi formulir atau mekanisme pembelian yang telah disediakan oleh pihak sekuritas.
- b. Menjual hak atas *right issue* dimana investor tidak lagi akan memiliki hak untuk membeli saham yang ditawarkan oleh perusahaan.

- c. Investor mengabaikan hak atas *right issue* dimana tindakan ini akan membuat hilangnya hak setelah *distribution date* berlalu.

Terdapat beberapa aspek yang perlu diperhatikan oleh seorang investor dalam menghadapi *right issue* (Cakti, 2013). Aspek-aspek tersebut adalah sebagai berikut:

- a. Banyaknya hak yang diperoleh ditentukan oleh rasio *right issue*. Jika suatu *right issue* dilakukan dengan rasio 1:2 maka investor akan mendapatkan hak sebanyak 2 lembar saham baru untuk setiap satu lembar saham lama yang telah dimiliki.
- b. *Distribution date* merupakan tanggal dimana saham *right issue* perusahaan diperdagangkan. Selain itu, dalam kurun waktu tersebut merupakan waktu dimana investor dapat menebus hak mereka. *Distribution date* berlaku selama satu hari perdagangan bursa.
- c. *Cum date* atau *cumulative date* merupakan tanggal terakhir dimana investor dapat mendaftarkan diri mereka untuk mendapatkan hak atas *right issue* dengan cara membeli saham perusahaan terkait. Misalnya, jika tanggal *cum date* PT XYZ adalah 15 Januari 201X maka hanya investor pemilik atau pemegang saham PT XYZ sampai tanggal 15 Januari 201X saja yang mendapatkan hak atas *right issue*.
- d. *Ex date* atau *Expired date* merupakan tanggal dimana investor sudah tidak bisa lagi mendapatkan hak atas *right issue*. Misal jika tanggal *cum date* PT XYZ adalah tanggal 15 Januari 201X dan tanggal *ex date* adalah 16 Januari 201X maka pada tanggal 16 Januari 201X adalah hari

pertama investor tidak bisa lagi mendaftarkan diri mereka untuk mendapatkan hak *right issue*.

- e. *Recording date* merupakan tanggal pencatatan kepemilikan saham dalam rekening efek.
- f. *Distribution date* merupakan saham dibagi oleh investor (bagi investor yang menebus hak *right issue* saja dengan cara membelinya).

4. Kinerja Keuangan Perusahaan

Kinerja merupakan hasil kerja secara kualitas dan kuantitas yang dicapai oleh seorang pegawai dalam menjalankan tugasnya sesuai dengan tanggung jawab yang telah diberikan (Nazaruddin dan Basuki, 2016:192). Hasil kerja secara kualitas dapat disajikan dengan cara narasi atau mendeskripsikan performanya. Hasil kerja secara kuantitas dapat dianalisis secara matematik.

Kinerja atau *performance* dapat diartikan sebagai hasil atau *output* yang diperoleh dari adanya suatu proses (Nurlaila, 2010:71). Nilai suatu proses dapat dilihat pada kinerja dari proses itu sendiri. Penilaian kinerja memerlukan analisis dari suatu proses. Kinerja dalam suatu organisasi merupakan hasil atau *performance* dari proses yang dilakukan oleh organisasi tersebut. Di dalam organisasi dikenal tiga jenis kinerja yaitu;

- a. Kinerja strategik merupakan hasil yang diperoleh dari strategi yang dibuat oleh manajer perusahaan.

- b. Kinerja administratif berkaitan dengan hubungan antar unit kerja.
- c. Kinerja operasional perusahaan berkaitan dengan efektifitas organisasi dalam menggunakan sumber daya.

Kinerja merupakan hasil yang berupa kualitas maupun kuantitas yang dicapai seseorang atau organisasi dalam melaksanakan tanggung jawab yang diberikan (Mangkunagara, 2002:22). Kinerja menurut definisi diatas dapat diartikan bahwa kinerja memiliki dua jenis, yaitu;

- a. Kinerja keuangan berkaitan dengan kinerja suatu individu maupun organisasi yang dapat diukur dari kegiatan ekonomi yang dapat dikuantitatifkan. Misalnya perbandingan tingkat penjualan dari tahun ke tahun.
- b. Kinerja non-keuangan berkaitan dengan kinerja suatu individu maupun organisasi yang tidak dapat diukur dengan angka. Misalnya kepuasan pelanggan atas pelayanan yang diberikan oleh pegawai.

Dalam (Yakobus dan Ediningsih, 2009) dijelaskan bahwa kinerja perusahaan merupakan evaluasi bagaimana perusahaan dipandang berhasil atau tidak dalam menjalankan usahanya. Dalam mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan diperlukan alat yang disebut dengan rasio. Subramanyam dan Wild (2010:44-45) menjelaskan bahwa terdapat rasio-rasio yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja suatu perusahaan diantaranya rasio likuiditas, rasio struktur modal dan *leverage*, rasio tingkat pengembalian investasi, rasio kinerja operasi, rasio pemanfaatan asset, dan

rasio ukuran pasar. Setiap rasio memiliki kegunaan dan interpretasi masing-masing.

Rasio likuiditas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek. Rasio ini memiliki manfaat untuk mengukur resiko suatu perusahaan. Semakin buruk rasio likuiditas maka akan semakin berisiko perusahaan tersebut karena perusahaan semakin tidak mampu dalam memenuhi kewajiban jangka pendek mereka.

Rasio struktur modal atau rasio *leverage* merupakan rasio yang digunakan untuk mengetahui atau mengukur seberapa besar asset perusahaan yang didanai oleh hutang. Rasio ini memberikan informasi tentang proporsi hutang dan modal yang dimiliki oleh perusahaan.

Rasio tingkat pengembalian investasi merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat pendapatan atau *earning* yang dihasilkan dari suatu investasi. Rasio ini biasa digunakan oleh investor untuk menilai kelayakan perusahaan. Investasi yang dilakukan oleh perusahaan dapat berupa investasi dana atau kas maupun asset tetap.

Rasio kinerja operasi merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat profitabilitas perusahaan. Rasio ini berguna untuk mengukur kegiatan inti perusahaan atau kegiatan operasional perusahaan.

Rasio pemanfaatan asset mengukur bagaimana perusahaan dalam memanfaatkan asset dalam menghasilkan penjualan atau pendapatan. Asset

merupakan sumber daya perusahaan untuk menghasilkan profitabilitas. Sehingga perusahaan yang tergolong bagus adalah perusahaan yang dapat memanfaatkan asset secara efektif dan efisien.

Rasio ukuran pasar mengukur kinerja saham perusahaan yang dihubungkan dengan laba per lembar saham. Rasio ini mengukur kinerja perusahaan yang dikaitkan dengan kinerja saham perusahaan sehingga terdapat faktor fundamental dalam menilai kinerja saham perusahaan.

B. Hasil Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

1. Perbedaan *Operating Cash Flow Ratio* Sebelum dan Sesudah *Right Issue*

Operating Cash Flow merupakan arus kas dihasilkan dari kegiatan inti perusahaan (Amuzu, 2010). Rasio ini menunjukkan kas yang diterima oleh perusahaan dari pelanggan. Kas dalam arus kas operasi merupakan arus kas yang diterima dari pelanggan dari adanya kegiatan inti perusahaan. Tiap perusahaan memiliki kegiatan inti yang berbeda.

Pembayaran hutang perusahaan akan meningkatkan nilai *operating cash flow ratio* (Amuzu, 2010). Kas yang didapatkan dari arus kas operasi tidak akan terlalu digunakan untuk melunasi hutang perusahaan. *Operation Cash Flow Ratio* didapatkan dari jumlah arus kas operasi dibagi dengan jumlah kewajiban lancar (Subramanyam dan Wild, 2013:259). Nilai rasio *operating cash flow* didapatkan dari membagi arus kas operasi dengan kewajiban lancar. Saat nilai arus kas operasi semakin banyak, maka nilai

rasio *operating cash flow* akan semakin tinggi. Sukwadi dalam Simanullang dan Daljono (2014) menyatakan bahwa perusahaan menggunakan dana yang didapatkan dari kegiatan *right issue* dengan tujuan mengurangi tingkat hutang mereka. Jika kewajiban lancar semakin sedikit maka nilai rasio *operating cash flow* akan tinggi.

Data yang digunakan untuk menghitung *operating cash flow ratio* diperoleh di laporan keuangan. Informasi mengenai arus kas operasi perusahaan dapat diperoleh dalam laporan keuangan perusahaan di bagian laporan arus kas. Sedangkan, informasi mengenai kewajiban lancar dapat diperoleh dalam laporan keuangan perusahaan di bagian laporan posisi keuangan konsolidasian.

Jika arus kas dari aktivitas operasi meningkat maka angka *operation cash flow ratio* akan semakin baik dengan catatan kewajiban tetap. Jika *right issue* digunakan oleh perusahaan untuk melunasi kewajiban sehingga jumlah kewajiban perusahaan berkurang maka angka *operation cash flow ratio* akan semakin baik dengan catatan arus kas operasi tetap.

Peneliti telah melakukan survei jurnal *online* dan *offline* internasional maupun nasional, namun belum menemukan riset-riset yang menggunakan rasio *operation cash flow* sebagai pengukur kinerja keuangan perusahaan yang melakukan *right issue*. Pengembangan teori dari variabel ini menggunakan teori yang berasal dari Subramanyam dan Wild (2013), Amuzu (2010).

Dengan pertimbangan teori yang dijelaskan oleh Amuzu (2010) dan logika pemikiran menjadikan hipotesis memiliki satu arah. Dari uraian diatas, maka dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut;

H1: Terdapat perbedaan *Operating Cash Flow Ratio* sebelum dan sesudah *Right Issue*

2. Perbedaan *Debt to Equity Ratio* (DER) Sebelum dan Sesudah *Distribution Date Right Issue*

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan rasio yang mengukur struktur modal perusahaan yang didapat dari total kewajiban dibagi dengan ekuitas pemegang saham (Subramanyam dan Wild, 2013;44). Rasio ini menunjukkan perbandingan antara kewajiban dan ekuitas perusahaan. Aset yang dimiliki oleh perusahaan berasal dari modal sendiri dan hutang atau pinjaman. Dengan adanya rasio DER proporsi antara modal dan hutang akan terlihat dengan jelas.

Teori lain menyebutkan hubungan antara hutang dengan *right issue*. Penelitian yang dilakukan oleh Sukwadi dalam Simanullang dan Daljono (2014) menyatakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan dana yang diperoleh dari kegiatan *right issue* dengan tujuan untuk mengurangi tingkat hutang perusahaan. Namun, dalam praktiknya perusahaan tidak hanya

menggunakan dana dari *right issue* untuk melunasi hutang saja, namun juga untuk melakukan ekspansi atau membeli asset.

Penelitian yang dilakukan oleh (Yakobus dan Ediningsih, 2009) menyatakan bahwa terdapat perbedaan DER sebelum dan sesudah *Right Issue*. Sampel yang digunakan oleh penelitian tersebut adalah sebanyak 14 perusahaan yang melakukan *Right Issue*. Dalam penelitian tersebut nilai signifikan untuk variabel DER adalah sebesar 0.023 atau dibawah 0.05 tingkat *alpha*. Penelitian yang dilakukan oleh (Simanullang dan Daljono, 2014) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan *Debt to Equity Ratio* sebelum dan sesudah *right issue*. Populasi dari penelitian tersebut menggunakan perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.

Penelitian yang dilakukan oleh (Aprianti, 2015) menyatakan bahwa terdapat perbedaan DER sebelum dan sesudah *right issue*. Hal ini mengindikasikan bahwa dana yang diperoleh dari *right issue* digunakan untuk melunasi kewajiban perusahaan.

Pelunasan hutang yang dilakukan oleh perusahaan akan mempengaruhi nilai dari *Debt to Equity Ratio*. Hutang yang semakin sedikit akan memperbesar proporsi modal terhadap hutang. Karenanya, jika perusahaan cenderung menggunakan kas yang didapatkan dari kegiatan *right issue* untuk melunasi hutang perusahaan, maka nilai DER akan cenderung turun.

Dari uraian diatas, maka dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut;

H2: Terdapat perbedaan *Debt to Equity Ratio* sebelum dan sesudah *Right Issue*

3. Perbedaan *Return on Assets* (ROA) Sebelum dan Sesudah *Right Issue*

Return on Assets (ROA) merupakan rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur hubungan antara laba dengan investasi asset yang dibutuhkan untuk menghasilkan laba (Lindo dalam Diminica et al, 2012). Perusahaan menggunakan asset mereka untuk menghasilkan pendapatan/laba. Asset yang digunakan dapat berupa mesin, bangunan, maupun asset tak berwujud seperti merk.

Return on Assets (ROA) didapatkan dari laba bersih yang dibagi dengan rata-rata total asset perusahaan (Subramanyam dan Wild, 2013;44). Angka ROA akan semakin tinggi jika nilai penyebut (laba bersih) semakin besar dibandingkan dengan nilai pembilang (rata-rata total asset).

Informasi-informasi yang dibutuhkan untuk menghitung rasio *Return on Asset* dapat ditemukan dalam Laporan Keuangan. Laba bersih

dapat ditemukan dalam dalam Laporan Laba Rugi. Nilai asset perusahaan dapat ditemukan dalam Laporan Posisi Keuangan.

Penelitian yang dilakukan oleh (Yakobus dan Ediningsih, 2009) menyatakan bahwa nilai ROA berbeda signifikan antara sebelum dan sesudah *right issue*. Penelitian tersebut menggunakan populasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indoensia pada tahun 2001-2003.

Dari uraian diatas, maka dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut;

H3: Terdapat perbedaan *Return on Assets* sebelum dan sesudah *Right Issue*

4. Perbedaan *Net Profit Margin* Sebelum dan Sesudah *Right Issue*

Net Profit Margin (NPM) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat kinerja operasi suatu perusahaan yang didapatkan dari laba bersih dibagi dengan penjualan (Subramanyam dan Wild, 2013;45). Rasio ini mengungkapkan seberapa banyak laba bersih yang dapat dihasilkan dari penjualan/pendapatan yang didapatkan oleh perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh (Yakobus dan Ediningsih, 2009) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan secara signifikan *Net Profit Margin* sebelum dan sesudah *Right Issue*. Populasi dari penelitian tersebut adalah

perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 1997 hingga 2001. Penelitian yang dilakukan oleh (Khajar, 2010) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan rasio *Net Profit Margin* sebelum dan sesudah adanya *right issue*. Penelitian yang dilakukan oleh (Aprianti, 2015) menyatakan bahwa terdapat perbedaan NPM sebelum dan sesudah *right issue*.

Dari uraian diatas, maka dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut;

H4: Terdapat perbedaan *Net Profit Margin* sebelum dan sesudah *Right Issue*

5. Perbedaan *Asset Turnover* Sebelum dan Sesudah *Right Issue*

Asset Turnover atau *Total Assets Turnover Ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat efisiensi perusahaan dalam menggunakan asset mereka (Hofstrand, 2013). ATO menilai kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan asset untuk menghasilkan penjualan. Sedangkan, ROA menilai kembalian investasi atas asset yang dilihat dari laba bersih.

Assets Turnover (ATO) merupakan rasio yang menunjukkan aktivitas perusahaan yang diperoleh dari membagi penjualan dengan total aktiva (Khajar, 2010). Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat perusahaan dalam memanfaatkan asset mereka. Selain itu, rasio ini

menjelaskan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan asset mereka untuk menghasilkan pendapatan.

Penelitian yang dilakukan oleh (Khajar, 2010) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan secara signifikan *aset turnover* sebelum dan sesudah perusahaan melakukan *right issue*. Penelitian tersebut menguji perbedaan kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan dua periode sebelum dan sesudah untuk mengukur perbedaan.

Penelitian yang dilakukan oleh (Aprianti, 2015) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan ATO sebelum dan sesudah *right issue*. Hal ini disebabkan karena dana yang diperoleh dari *right issue* tidak diinvestasikan untuk membeli asset namun digunakan untuk melunasi kewajiban perusahaan.

Jika perusahaan dapat memanfaatkan aset secara efektif untuk menghasilkan penjualan maka nilai dari ATO akan membaik. Perusahaan dengan aset yang banyak belum tentu dapat menghasilkan penjualan yang layak jika dibandingkan dengan kepemilikan aset mereka.

Dari uraian diatas, maka dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut;

H5: Terdapat perbedaan *Asset Turnover* sebelum dan sesudah *Right Issue*

6. Perbedaan *Price Earning Ratio* Sebelum dan Sesudah *Right Issue*

Price Earning Ratio (PER) menunjukkan harga saham yang investor rela untuk dibayarkan untuk laba perusahaan. PER merupakan rasio dari

harga saham perusahaan untuk laba per saham perusahaan. *Price Earning Ratio* (PER) merupakan rasio yang digunakan untuk menunjukkan kinerja saham suatu perusahaan yang diperoleh dari harga saham dibagi dengan laba per lembar saham (Khajar, 2010). Semakin besar nilai PER maka semakin mahal harga suatu saham.

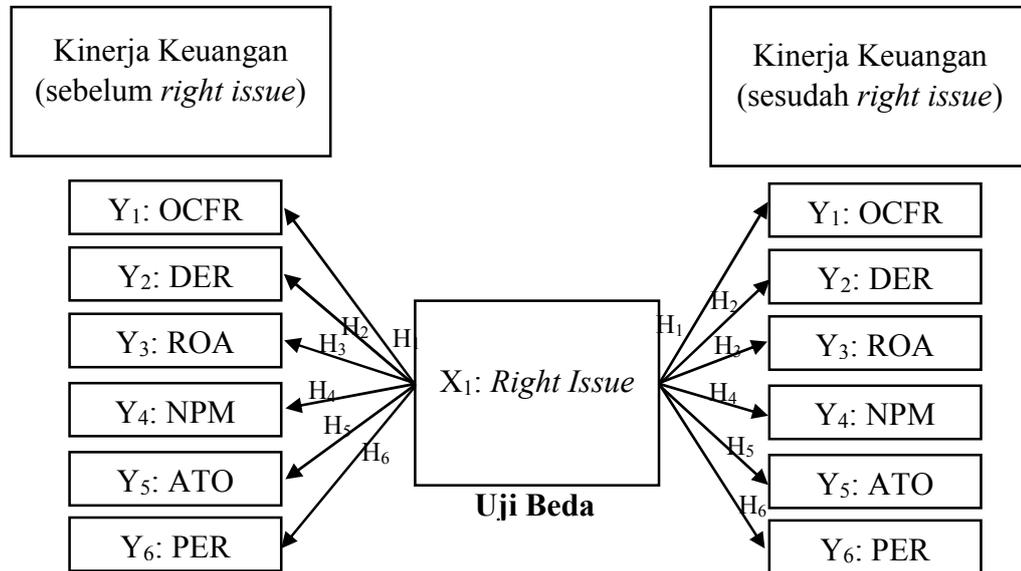
Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh (Khajar, 2010) menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan *Price Earning Ratio* sebelum dan sesudah *Right Issue*. Hal ini menunjukkan bahwa adanya perbedaan kinerja saham perusahaan.

Jika harga saham perusahaan tinggi sedangkan laba per saham rendah, maka akan menghasilkan nilai PER yang tinggi. Nilai PER yang tinggi menandakan nilai saham perusahaan yang mahal dengan kata lain investor tidak menyukainya. Jika harga perusahaan rendah dengan nilai laba per saham tinggi, maka akan menghasilkan nilai PER yang rendah.

Dari uraian diatas, maka dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut;

H6: Terdapat perbedaan *Price Earning Ratio* sebelum dan sesudah *Right Issue*

C. Model Penelitian



Gambar 2.1.

Model Penelitian

Berdasarkan model penelitian di atas dapat dijelaskan bahwa fokus dari penelitian ini adalah menganalisis perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah *distribution date right issue*. Dalam penelitian ini, menggunakan *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Return on Assets* (ROA), *Net Profit Margin* (NPM) dan *Price Earning Ration* (PER).