

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Dalam menjalankan berbagai aktivitasnya, suatu perusahaan tentunya membutuhkan sejumlah dana untuk mendukung pelaksanaan aktivitas tersebut. Untuk memperoleh dana tersebut ada beberapa alternatif sumber dana yang bisa digunakan oleh perusahaan. Perusahaan bisa memperoleh sumber pendanaan melalui hutang atau saham. Besarnya komposisi antara hutang dan saham tersebut, tergantung dari kebijakan perusahaan mengenai *capital structure*nya (struktur modal perusahaan).

Struktur modal keuangan perusahaan dalam pendekatan tradisional menawarkan 2 model mengenai keputusan finansial, yaitu: *trade-off theory* dan *pecking order theory*. Pada *trade-off* model, perusahaan mengidentifikasi optimalisasi hutang dengan menimbang *cost* dan *benefit* dari penggunaan hutang. Teori ini merupakan pengembangan dari teori Modigliani Miller (MM). Teori MM mengemukakan bahwa dengan adanya pajak, penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Teori MM ini dikembangkan menjadi *trade-off theory* dengan memasukkan variabel lain, seperti biaya kebangkrutan dan *non-debt tax shield*. Dalam *trade-off*, perusahaan mengidentifikasikan tingkat hutang optimal dengan membandingkan *benefit* (keuntungan) dan *cost* (biaya) dari penggunaan hutang tersebut, *benefit* yang muncul, meliputi pengurangan pajak atas adanya bunga hutang (*interest*) serta pengurangan masalah *free cash flow* sedangkan *cost* yang mungkin muncul adalah: biaya kebangkrutan yang potensial

muncul serta *agency conflict* yang muncul antara pemegang saham (*stockholder*) dan kreditor pada penggunaan hutang yang optimum, *benefit* dari hutang menutup cost yang ditimbulkan *trade-off* model juga memiliki prediksi yang sama terhadap dividen. Perusahaan memaksimalkan *value* dengan melakukan pemilihan *dividend payout* yang mampu menyeimbangkan benefit dan cost dari dividen yang dibagikan.

Struktur modal merupakan kombinasi dari modal sendiri dan modal asing. Modal sendiri berarti perusahaan menggunakan alternatif pendanaan dengan menerbitkan saham, sedangkan modal asing adalah alternatif pendanaan dengan menggunakan hutang. Sedangkan struktur modal yang optimal adalah suatu kombinasi struktur modal yang dapat memaksimalkan harga saham perusahaan tetapi dalam menentukan struktur modal perusahaan, banyak hal yang harus diperhatikan dan saling mempengaruhi satu dengan yang lainnya. Masalah struktur modal berkaitan dengan keputusan pendanaan. Manajer yang lebih percaya pada pandangan tradisional akan sangat hati-hati dalam melakukan keputusan pendanaan. Kesalahan dalam pembuatan keputusan pendanaan akan memiliki implikasi pada menurunnya nilai perusahaan, yang berarti menurunnya kemakmuran para pemegang saham.

Pecking order theory menjelaskan Perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan karena pihak perusahaan yang *profitable* hanya memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham (Husnan, 1998). Alasan lain, karena penerbitan saham baru dapat ditafsirkan sebagai kabar jelek oleh para pemodal dan membuat harga saham turun. Penafsiran ini disebabkan oleh kemungkinan adanya informasi yang asimetri antara *insiders* dengan *outsiders* (Husnan, 1998).

Model struktur modal dalam lingkup *balancing theories* pada intinya yaitu menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Se jauh manfaat masih besar, hutang akan ditambah tetapi bila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar, maka hutang tidak lagi ditambah. Pengorbanan karena menggunakan hutang tersebut bisa dalam bentuk biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) dan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya kebangkrutan antara lain terdiri dari *legal fee* yaitu biaya yang harus dibayar kepada para ahli hukum untuk menyelesaikan *claim* dan *distress price* yaitu kekayaan perusahaan yang terpaksa dijual dengan harga murah sewaktu perusahaan dianggap bangkrut. Semakin besar kemungkinan terjadi kebangkrutan dan semakin besar biaya kebangkrutannya, semakin tidak menarik penggunaan hutang.

Penggunaan hutang yang semakin besar akan meningkatkan keuntungan dari penggunaan hutang tersebut, namun semakin besar pula biaya kebangkrutan dan biaya keagenan bahkan lebih besar. Dengan memasukkan pertimbangan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan ke dalam model Modliagni & Miller dengan

pajak, disimpulkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Titik balik tersebut disebut struktur modal yang optimal (Lukas, 1999).

Penelitian sebelumnya yang mengimplikasikan dua teori yakni *pecking order theory* dan *trade off theory* yang telah dilakukan oleh Shyam-Sunder and Myers (1999). Pengujiannya menunjukkan bahwa perusahaan kecil lebih suka untuk menggunakan *pecking order theory* karena kesulitan dalam mengakses sumber-sumber keuangan eksternal dengan mengambil sampel sebanyak 157 industri yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Amerika periode 1981-2000.

Menurut Myers dan Majluf (1984), hipotesis *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external financing*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*. Dan Bayless dan Dlitz (1994) melakukan penelitian tentang teori struktur modal dan penawaran sekuritas dengan tujuan untuk mengidentifikasi secara empiris kekuatan *Balance Theory* dan *pecking order hypothesis*. Dari *balance theory*, faktor-faktor yang menentukan keputusan *leverage* adalah *risk business*, *taxes payable*, *target leverage ratio* dan *corporate default premium* serta variabel yang perlu dipertimbangkan yaitu *transaction cost*, tingkat bunga dan *intangible asset*. Beberapa variabel yang mempengaruhi keputusan *leverage* ditinjau dari *pecking*

order hypothesis adalah jumlah penawaran sekuritas, harga saham, ROA dan S&P 500. Hasilnya adalah bahwa perusahaan berusaha meminimumkan *transactional cost* dan penerbitan sekuritas dengan kondisi pasar yang menguntungkan.

Sementara itu March (1982) seperti dikutip Ghosh dan Cai (1999), menyimpulkan bahwa perusahaan terlibat membuat pilihan instrument pendanaan seperti yang mereka pikirkan mengenai target utang baik itu utang jangka panjang maupun utang jangka pendek. Sementara itu Jalil dan Harris menyimpulkan bahwa target utang perusahaan dipengaruhi perilaku keuangan perusahaan tersebut. Taggart (1980) seperti yang dikutip Ghosh dan Cai (1999) menggunakan *pecking order theory* dalam studinya menemukan bahwa *pecking order theory* lebih valid dibandingkan dengan struktur modal yang optimum. Sedangkan Clagget, Jr (1992) seperti dikutip Ghosh dan Cai (1999) menyimpulkan bahwa *hybrid theory* mengenai struktur modal yang optimal dan *Pecking Order Theory* harus diadakan penelitian lebih lanjut untuk menjelaskan bagaimana perusahaan memanager struktur modalnya.

Pendapat lain diungkapkan oleh Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) yang tidak setuju alasan bahwa *flotation cost* yang menjadi pemicu mengapa perusahaan lebih memilih *internal equity*. Myers dan Majluf (1984) berpendapat bahwa *net benefit* (keuntungan bersih) pendanaan melalui hutang, dalam hal ini *tax shield* dan *risk of financial distress*, dapat menutup *flotation cost*. Myers dan Majluf (1984) mengemukakan alasan yang berbeda, yaitu perusahaan lebih memilih sumber dana internal karena perusahaan ingin memaksimumkan kekayaan *existing shareholder*. *Existing shareholder* tidak akan

menyukai penerbitan saham baru karena hal tersebut justru akan menurunkan harga saham yang dimilikinya. Studi lain yang membuktikan teori tersebut telah dilakukan oleh Marsh (1979 dan 1982), Maulis dan Korwar (1986) dan Mikkelson dan Partch (1986) seperti dikutip dalam Adedeji (1998). Lebih lanjut, Myers dan Majluf beragumen bahwa perusahaan lebih memilih hutang daripada penerbitan saham baru, karena penerbitan hutang tanpa resiko memiliki pengaruh yang kecil terhadap nilai *outstanding shares*. Bahkan untuk hutang yang beresikopun, penerbitan saham memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap nilai saham.

Studi yang dilakukan oleh Fama (2000) mengemukakan bahwa dalam *tradeoff* model, perusahaan mengidentifikasi tingkat *leverage* yang optimal dengan membandingkan *cost* dan *benefit* dari penggunaan hutang. Brigham (1999: 363) mengemukakan bahwa penggunaan hutang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan. Keuntungan penggunaan hutang adalah (1) biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya hutang efektif menjadi lebih rendah, (2) *debtholder* hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan, (3) *debtholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil. Kerugian penggunaan hutang adalah apabila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapaatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang.

Dari beberapa penelitian yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia ditemukan hasil bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti *pecking order theory*. Sartono (2001) telah menemukan bahwa pada

umumnya para manajer perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti hirarki pendanaan (*pecking order theory*). Studi yang dilakukan oleh Migunda (2001) dengan menggunakan data dari tahun 1994 sampai dengan tahun 1999, telah menemukan bahwa perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti *pecking order hypothesis*. Pangeran (2000) yang meneliti dengan data dari tahun 1991 sampai dengan tahun 1996 memberikan hasil bahwa pemilihan penawaran sekuritas di Indonesia konsisten dengan filosofi pendanaan *pecking order theory*.

Hal ini menarik perhatian penulis untuk mengadakan penelitian yang serupa tapi dengan menggunakan data perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta yakni dalam penelitian ini penulis mengambil data perusahaan makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Jakarta untuk melihat apakah ada pengaruh *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap struktur modal optimal pada perusahaan makanan dan minuman yang *listing* di Bursa Efek Jakarta periode 1999-2002.

Parameter yang digunakan oleh Shyam-Sunder and Myers (1999) yaitu Shyam-Sunder and Myers (1999) lebih memfokuskan pada parameter *ratio* sedangkan Metode analisis yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *multiple regression analysis* (analisis regresi berganda) untuk membuktikan apakah terjadi pengaruh antara *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap struktur modal optimal pada perusahaan makanan dan minuman yang *listing* di Bursa Efek Jakarta periode 1999-2002.

1. Motivasi

Pada penelitian-penelitian yang pernah dilakukan oleh para peneliti luar negeri seperti Shyam-Sunder and Myers (1999) yang hasil pengujiannya menunjukkan bahwa perusahaan kecil lebih suka untuk menggunakan *pecking order theory* karena kesulitan dalam mengakses sumber-sumber keuangan eksternal. Asumsi, tempat yang menjadi objek penelitian, periode waktu dan kondisi pasar yang berbeda ternyata menghasilkan kesimpulan yang berbeda pula.

Ada beberapa alasan peneliti tertarik untuk melakukan penelitian ini. karena peneliti ingin mengetahui apakah ada pengaruh *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap struktur modal optimal. Dugaan ini pernah diteliti oleh Shyam-Sunder and Myers (1999) yang hasilnya membuktikan. perusahaan kecil lebih suka untuk menggunakan *pecking order theory*. Dengan dugaan itu, peneliti ingin membuktikan apakah hal itu dapat terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia terutama perusahaan makanan dan minuman yang *listing* di Bursa Efek Jakarta pada periode 1999 s/d 2002.

2. Perumusan masalah

Berdasarkan uraian yang terdapat dalam latar belakang masalah, maka rumusan masalah yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

“Apakah ada pengaruh yang signifikan antara *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap struktur modal pada perusahaan makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Jakarta periode 1999-2002?”

3. Batasan Masalah

Tanpa adanya batasan-batasan tertentu, penelitian ini terlalu luas dan kompleks, untuk itu penulis memberikan batasan-batasan sebagai berikut.

- a. Obyek penelitian adalah tujuh perusahaan makanan dan minuman yang *listing* di Bursa Efek Jakarta yang sahamnya akan dijadikan sampel penelitian dipilih dengan kriteria tertentu. Adapun kriterianya sebagai berikut:
 1. Sampel pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *listing* pada Bursa Efek Jakarta dan melaporkan laporan keuangan lengkap perusahaan manufaktur dipilih karena penelitian akan lebih relevan apabila dilakukan pada jenis industri yang sama, mengingat karakteristik antar industri berbeda satu sama lain.
 2. Perusahaan yang menyampaikan laporan lengkap minimal selama periode 1999-2002.
 3. Perusahaan yang memiliki data lengkap mengenai *dividend payout ratio*, *leverage* dan investasi sebagai data yang mewakili proxy dari *pecking order theory* dan tabulasi data mencakup informasi tentang biaya hutang, biaya modal sendiri, total hutang, total aktiva, laba sebelum pajak yang akan dicari hasilnya dengan memasukkan kedalam formula WACC, sebagai data yang mewakili proxy dari *trade-off theory*.
 4. Perusahaan yang dipilih merupakan perusahaan yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta dan berkapitalisasi besar dengan *market capitalization* sebesar satu setengah triliun atau lebih.

Perusahaan yang memenuhi kriteria diatas adalah PT Ades Alfindo PutraSetia, PT Aqua Golden Mississippi, PT Delta Djakarta, PT Fast Food Indonesia, PT

Indofood Sukses Makmur, PT Multi Bintang Indonesia, PT. Ultra Jaya Milk Industry & Trading Company Tbk.

Industri makanan Dan minuman dipilih karena merupakan industri yang memiliki sensitivitas rendah Dan lebih bertahan terhadap kritis, pada saat krisis makanan Dan minuman tetap diperlukan untuk konsumsi.

- b. Penelitian menggunakan data historis dengan periode penelitian yang dibatasi dari periode tahun 1999 sampai tahun 2002. penentuan Periode penelitian karena dalam periode ini kondisi perekonomian telah menunjukkan perbaikan dan telah menunjukkan *spread positive*.
- c. Data tersebut diambil dari laporan keuangan (*financial statement*) tahunan *Indonesian Capital Market Directory* periode 1999 s/d 2002 (ICMD 2003).
- d. Alat analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah alat yang telah digunakan pada penelitian sebelumnya adalah dengan menggunakan metode *multiple regression analysis (analisis regresi berganda)*. Data akan dianalisis dengan menggunakan metode *broad cross section analysis*.

4. Manfaat Penelitian

Penelitian yang dilakukan diharapkan dapat bermanfaat bagi:

- a. bagi penulis, sebagai sarana untuk mempraktekkan teori dan pengetahuan yang diperoleh di bangku kuliah dan menambah wawasan penulis mengenai pengaruh *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap struktur modal optimal perusahaan-perusahaan di Indonesia

yang *listing* di Bursa Efek Jakarta terutama perusahaan makanan dan minuman yang *listing* di Bursa Efek Jakarta;

- b. bagi investor, membantu dalam mengambil keputusan yang tepat untuk membeli atau menjual saham dengan melihat efek pengaruh dari *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap struktur modal optimal perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta;
- c. bagi peneliti lain, sebagai referensi peneliti lain yang hendak melakukan penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap struktur modal optimal perusahaan;
- d. bagi pembaca lain, agar pembaca dapat memperluas wawasan pengetahuan mengenai konsep pengaruh *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap struktur modal optimal perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta.

5. Keaslian Penelitian

Penelitian yang berkaitan dengan *pecking order theory* dan *trade-off theory* telah dilakukan oleh beberapa peneliti diantaranya yaitu:

- a. Shyam Sunder Dan Myers (1999) meneliti tentang pengaruh *pecking order theory* Dan *trade-off theory* terhadap struktur modal dengan mengambil sampel sebanyak 157 industri yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Amerika periode 1981-2000. Hasil pengujiannya menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara teori pecking order Dan teori trade-off terhadap struktur modal pada industri yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Amerika.

b. Hermeindo Kaoro (2000) melakukan penelitian dengan judul analisis Leverage dan deviden dalam lingkungan ketidak pastian: pendekatan *Pecking Order Theory* dan *Balancing theory*. Penelitian dilakukan terhadap 83 perusahaan manufaktur publik. Variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut meliputi: struktur modal, deviden, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan dan aktiva dan resiko perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan deviden tidak relevan dengan kebijakan pendanaaan. *Pecking order theory* berlaku relevan dengan dibuktikannya oleh signifikannya pengaruh dari variable deviden, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan dan aktiva dan risiko perusahaan terhadap struktur modal.

Penelitian ini merupakan replika dari penelitian-penelitian sebelumnya. Penelitian ini juga memiliki karakteristik tertentu yang berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, Karakteristik penelitian ini adalah:

A. Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya. Perbedaannya hanya pada objek penelitian dan periode penelitian yang dijadikan sampel. Pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Shyam-Sunder dan Myers (1999) sampelnya menggunakan 157 data Industri yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Amerika pada periode 1981-2000. Sedangkan pada penelitian ini, peneliti menggunakan tujuh data perusahaan makanan dan minuman yang aktif diperdagangkan dan *listing* di Bursa Efek Jakarta pada periode 1999-2002.

B. Penelitian mengambil periode pengamatan selama empat tahun.

Yakni dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2002. Rentang waktu periode amatan tersebut belum pernah diteliti sebelumnya.

C. Data yang digunakan dalam penelitian diambil dari laporan keuangan (*financial statement*) tahunan *Indonesian Capital Market Directory* 2003.

B. Tujuan Penelitian

Tujuan akhir yang hendak dicapai adalah sebagai berikut:

Untuk mengetahui pengaruh yang signifikan antara *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap struktur modal optimal pada perusahaan makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Jakarta atau dengan kata lain Untuk mengetahui besarnya pengaruh antara *pecking order theory* dan *trade-off theory* terhadap struktur modal pada perusahaan makanan dan minuman yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan penjelasan latar belakang di atas, maka tesis ini diberi judul: “

PENGUJIAN *PECKING ORDER THEORY* DAN *TRADE OFF THEORY* TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA INDUSTRI MAKANAN DAN MINUMAN YANG *LISTING* DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 1999-2002.”

C. Sistematika Penulisan

Penelitian ini disajikan dalam bentuk sistematika:

Bab I : Pendahuluan

Dalam bab pendahuluan dibahas tentang latar belakang penelitian yang terdiri dari motivasi, permasalahan yang diteliti, batasan masalah, manfaat penelitian, dan keaslian penelitian, serta tujuan penelitian dan sistematika penelitian.

Bab II : Tinjauan Pustaka dan landasan teori

Bab ini yang berisi tinjauan pustaka berisi konsep *pecking order theory*, *tradeoff theory*, keputusan pendanaan (*financial decision*), pengertian struktur modal, pendekatan dan model-model dalam teori struktur modal, faktor-faktor yang mempengaruhi teori struktur modal, konsep kombinasi *balancing theory* dan *pecking order theory* dan penelitian sebelumnya, landasan teori, pembentukan hipotesis penelitian serta ikhtisar bahasan.

Bab III: Metodologi Penelitian

Dalam bab ini berisi pembahasan tentang data penelitian, populasi dan penentuan Sampel, Data yang dibutuhkan serta Teknik Analisis Data.

BAB IV: Analisis Data

Bab ini berisi pengolahan dan analisis data serta hasil penafsiran hasil penelitian.

BAB V : Kesimpulan dan Riset Anjuran

Bab ini berisi kesimpulan dan riset anjuran memberikan hasil akhir dari penelitian. Bab ini berisi kesimpulan penelitian mengenai hasil survei dan riset anjuran sebagai bahan pertimbangan untuk mencapai kemajuan yang diharapkan.

