

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Pustaka

1. Tinjauan Penelitian Sebelumnya

Studi empiris mengenai *Corporate Capital Structure* telah banyak dilakukan. 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* dalam membentuk keputusan *leverage*. Dari *balance theory* faktor-faktor yang menentukan keputusan *leverage* adalah *risk business*, *taxes payable*, *target leverage ratio* dan *corporate default premium* serta variable yang perlu dipertimbangkan yaitu *transaction cost*, tingkat bunga dan *intangible asset*. Beberapa variable 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 manage struktur modalnya.

Haris dan Raviv (1991) memberikan ulasan mengenai penelitian ini. Dikatakan banyak literatur yang menitikberatkan mengenai implikasi dari pengujian teori. Sedangkan studi yang secara eksplisit menguji mengenai teori *pecking order* lebih terbatas.

Penelitian lain yang mendukung teori *pecking order* lebih bersifat event study. Dalam kajian ini, diketahui bahwa perusahaan yang melakukan penerbitan saham akan mengalami penurunan nilai saham sampai 3 persen sedangkan perusahaan yang melakukan penerbitan hutang justru tidak memberikan abnormal return.

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 dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan dan aktiva dan risiko perusahaan terhadap struktur modal.

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 beresikupun, penerbitan saham memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap nilai saham.

Pengujian kuantitatif mengenai teori pecking order yang menonjol dilakukan oleh Syham-sunder dan Myers (1999). Mereka melakukan pengujian

pecking order model terhadap *corporate leverage* (dibandingkan dengan *standard target adjustment model*). Mereka menemukan bahwa model *pecking order* mendominasi perilaku *corporate financial* pada 157 sampel perusahaan.

Chirinko dan Singha (2000) dalam Frank dan Goyal (2000) mempertanyakan metode pengujian dari shyam-sunder dan Myers (1999). Sebab apa yang ditemukan Chirinko dan Singha, memberikan kesimpulan yang tidak mendukung perilaku *pecking order* bahkan pada saat perusahaan menerbitkan hutang dan ekuitas dalam proporsi yang tetap. Mereka menyatakan bahwa metode pengujian lain masih perlu dilakukan.

Lebih lanjut Fama dan French (2000) melakukan pengujian terhadap prediksi kualitatif teori *pecking order* dan *trade-off*. Mereka menemukan bahwa banyak perusahaan profitable memiliki proporsi hutang yang rendah. Hal tersebut konsisten dengan teori *pecking order* juga disebutkan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang besar memiliki proporsi hutang yang lebih kecil, sesuai dengan prediksi *trade-off theory*, studi lain dilakukan oleh Frank dan Goyal (2000) dengan pengujian kuantitatif yang berbeda dengan pengujian kualitatif Fama dan French (2000).

Jung, Kim dan Stutz (1996) yang dikutip Frank dan Goyal (2000) melakukan studi terhadap perusahaan di US yang menerbitkan hutang dan saham baru pada periode 1977-1984. Mereka menyimpulkan bahwa faktor *agency*, *market timing*, dan *pecking order theory* yang mendasari pengambilan keputusan penerbitan ekuitas eksternal tersebut. Beberapa perusahaan ditemukan menerbitkan ekuitas pada kondisi yang diprediksikan *pecking order model* akan

menerbitkan hutang. Temuan ini lebih mendukung *agency theory*. Studi lain oleh Helwege dan Liang (1996) menemukan bahwa penggunaan ekuitas eksternal oleh perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1986 tidak sesuai dengan prediksi *pecking order*.

Penelitian empiris telah banyak menemukan banyak faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal: Myers (1984) menyatakan terdapat fenomena dimana perusahaan akan mengikuti pola struktur modal yang ditargetkan atau disebut *Trade-off theory* atau berdasarkan tingkat hirarki risiko atau disebut *pecking order theory*.

Sejumlah penulis termasuk Shyam-Sunder dan Myers (1999) berpendapat bahwa problem mengenai tarik menarik teori-teori mengenai struktur modal hanya dapat diselesaikan dengan melakukan kajian mengenai prediksi spesifik hanya pada satu teori saja dari pada melakukan percobaan pada beberapa teori sekaligus. Pendekatan ini yang mendasari pemikiran dalam penelitian ini.

D. Landasan Teori

1. *Pecking Order Theory*

Pecking order theory merupakan suatu teori yang menyatakan bahwa dalam memutuskan sumber dana untuk suatu proyek, manajer pertama-tama akan memilih sumber dana internal perusahaan, jika sumber dana ini tidak mencukupi maka akan dibelanjai dengan sumber dana dari luar, dalam hal ini kredit atau obligasi, baru jika sumber dana tersebut tidak mencukupi maka akan dikeluarkan

saham baru. Implikasi teori ini adalah bahwa perusahaan tidak menetapkan struktur modal yang optimal tertentu, tetapi perusahaan menetapkan kebijakan prioritas sumber dana. Dan disebut *pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai.

Teori tersebut dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) dan Myers (1984). Teori ini mencoba menjelaskan keputusan pendanaan yang diambil oleh perusahaan yang berbeda dengan pemikiran teori struktur modal yang telah dibahas. Myers dan Majluf menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan (*retained earnings*), kemudian hutang (*debt*), dan modal sendiri (*equity*) eksternal sebagai pilihan terakhir (Weston & Copeland/1995). Secara ringkas teori tersebut menyatakan bahwa (Brealey and Myers, 1991):

- a. perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan).
- b. perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis.
- c. Kebijakan dividen yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang. Apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi (*capital expenditure*), maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.

- d. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling “aman” terlebih dahulu. Yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Teori Pecking order mendasarkan diri pada pemilihan pendanaan menurut resiko. Perilaku manajemen yang tidak mengikuti urutan pendanaan menurut *pecking order theory* merupakan sinyal buruk prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Teori pecking order mengacu pada teori perusahaan yang bertujuan memaksimalkan kemakmuran pemilik.

Dalam artikelnya Myers (1984) berpendapat bahwa terdapat ketidak konsistenan antara *trade-off* dan *pecking order* yang dikemukakan Donaldson (1961). Pada *Trade-off* tidak dibedakan sumber pendanaan ekuitas perusahaan antara *retained earning* dan penerbitan saham baru, sehingga dalam *trade-off theory* tidak dikenal urutan pemilihan sumber dana, hanya menitikberatkan pada *leverage* perusahaan, sedangkan dalam *pecking order* dibedakan antara sumber dari laba ditahan dan penerbitan saham baru, bahkan dalam urutan pemilihan sumber dana laba ditahan memiliki prioritas pertama sedangkan penerbitan saham baru menduduki urutan terakhir.

Apabila dibuat 3 kategori sumber pendanaan yaitu retained earning, hutang dan ekuitas, maka laba ditahan tidak mempunyai resiko sama sekali sedangkan ekuitas dan hutang memiliki resiko dimana hutang memiliki resiko yang lebih kecil daripada ekuitas (penerbitan saham baru) sehingga implikasinya adalah apabila

perusahaan memutuskan untuk menerbitkan saham baru (menggunakan ekuitas) dari pada Hutang, Investor akan mensyaratkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan dengan apabila menggunakan hutang. Dari sudut pandang manajemen, *retained earning* merupakan sumber dana yang lebih baik dari pada ekuitas eksternal sehingga perusahaan yang menganut pecking order akan menggunakan laba ditahan terlebih dahulu, dan jika tidak mencukupi maka hutang dipergunakan dan kemudian ekuitas.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan –perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena perusahaan mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena perusahaan 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 *asymmetric information signaling* ini menyatakan bahwa tingkat informasi yang berbeda antara *insiders* atau pihak manajemen dan *outsiders* atau Pihak pemodal (pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak

daripada para pemodal) sedemikian rupa hingga *insiders* bertindak sebagai penyampai informasi mengenai nilai perusahaan pada *outsiders*. Model tersebut memprediksi bahwa perubahan bauran antara hutang dan modal sendiri suatu perusahaan memuat informasi mengenai nilai saham.

Sebagai contoh, Ross (1977) menyatakan bahwa peningkatan *leverage* memuat informasi yang positif berkaitan dengan kapasitas perusahaan untuk menyediakan hutang dalam jumlah yang lebih besar. sebaliknya penurunan *leverage* memberikan signal informasi yang negatif. Fama (1985) menyatakan bahwa perusahaan yang mengumumkan kesepakatan hutang dengan bank memberikan signal informasi yang positif. Hal ini disebabkan karena *bankers* mengetahui rahasia informasi *insiders* dan tidak akan menyetujui hutang jika diperoleh informasi yang negatif selama proses peminjaman. Sebaliknya, perusahaan yang mengumumkan pengurangan hutang dari bank memuat informasi *insiders* yang tidak menguntungkan dari tindakan *bankers*.

Lucas dan McDonald (1990) menyatakan bahwa pasar menduga adanya *overvaluation* pada saham saat manajer mengumumkan penawaran saham. Signal negatif yang terima *outsiders* dapat dikurangi bila keunggulan informasi yang dimiliki oleh *insiders* dikurangi (Hull, 1999). Karena adanya informasi yang asimetri, pada awal dekade 1960-an Gordon Donaldson juga menyimpulkan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan dana dengan urutan: 1. Laba ditahan dan dana dari depresiasi, 2) Hutang, dan 3) Penjualan saham baru (Lukas, 1994).

2. Trade-off Theory (Balancing Theory)

Teori ini menyatakan 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 financial distress* dan *agency problem*. Model “trade-off” karena struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan keuntungan penggunaan hutang dengan biaya *financial distress* dan *agency problem*.

Model struktur modal dalam lingkup *balancing theories* pada intinya yaitu menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih besar, hutang akan ditambah. Tetapi bila 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. Hal ini disebabkan karena dengan adanya biaya kebangkrutan, biaya modal sendiri akan naik dengan tingkat yang makin cepat. Sebagai akibatnya, meskipun memperoleh manfaat penghematan pajak dari penggunaan hutang yang besar,

akhirnya akan *di penalty* oleh kenaikan biaya modal sendiri yang tajam, sehingga berakhir dengan menaikkan biaya perusahaan.

DeAngelo dan Masulis (1980) juga membahas mengenai biaya kebangkrutan saat membuktikan dampak perubahan komposisi hutang terhadap harga saham. DeAngelo dan Masulis (1980) menunjukkan bahwa *abnormal returns* pada hari pengumuman dan sehari setelah pengumuman dari perusahaan-perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang, ternyata positif. Sedangkan perusahaan yang menurunkan *leverage* ternyata memperoleh *abnormal returns* yang positif berarti bahwa keuntungan yang diperoleh para pemodal lebih besar dari keuntungan yang seharusnya. *Abnormal returns* yang positif bagi perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang berarti bahwa peningkatan *leverage* dinilai memberikan manfaat bagi pemodal dalam bentuk penghematan pajak.

Disamping itu DeAngelo dan Masulis (1980) juga menunjukkan bahwa nampaknya manfaat dari penghematan pajak lebih besar dari kerugian karena kemungkinan munculnya biaya kebangkrutan (Husnan, 1998). Biaya lain yang timbul adalah biaya keagenan yaitu biaya yang muncul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Ada kemungkinan pemilik perusahaan yang menggunakan hutang melakukan tindakan yang merugikan kreditor, sebagai misal perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek berisiko tinggi. Biaya keagenan ini antara lain terdiri dari biaya kehilangan kebebasan karena kreditor melindungi diri dengan perjanjian-perjanjian pada saat memberikan kredit, dan

biaya memonitor perusahaan untuk menjamin perusahaan menaati perjanjian yang dibebankan pada perusahaan dalam bentuk bunga hutang yang lebih tinggi (Lukas, 1999).

Contoh lain yang mengadakan pembahasan mengenai *balancing theories* seperti Kraus dan Litzenberger (1972), Kim (1982), Ross (1985), dan Leland (1994) pada intinya membuktikan bahwa peningkatan DER (*Debt Equity Ratio*) sesungguhnya menyebabkan peningkatan biaya yang berkaitan dengan *leverage*. Peningkatan nilai perusahaan pada akhirnya akan berhenti. Masih dalam lingkup *balancing theories*, model optimal yang dinamik dari Fischer, Heinkel, dan Zechner (1989), serta Mauer dan Triantis (1994) tidak mendukung struktur modal yang statis.

Meskipun demikian, kebijakan pendanaan dinamik yang optimal masih dicirikan dengan *trade-off* antara manfaat *corporate tax shield* dari hutang dan biaya hutang (Hull, 1999). 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 MM 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).

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 manage struktur modalnya.

3. Keputusan Pendanaan (*financing decision*)

Fungsi Keuangan merupakan salah satu fungsi penting dalam kegiatan perusahaan. Dalam mengelola fungsi keuangan, salah satu unsur yang perlu diperhatikan adalah seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana yang digunakan untuk mengembangkan usaha dan operasi perusahaannya.

Keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana, baik itu yang berasal dari dalam (internal) maupun dari luar (eksternal) perusahaan. Dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur, pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kreditur merupakan hutang bagi perusahaan atau metode pembelanjaan dengan utang (*debt financing*) sedangkan dana yang diperoleh dari para pemilik perusahaan merupakan modal sendiri perusahaan. Proporsi atau bauran dari penggunaan modal sendiri dan utang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan. Utang merupakan salah satu alternatif sumber dana bagi perusahaan, dimana penggunaan utang pada saat tertentu (keadaan ekonomi baik) akan lebih menguntungkan perusahaan dibandingkan dengan modal sendiri, karena akan menurunkan biaya modal dan meningkatkan tingkat pengembalian bagi pemegang saham (*return on equity*).

Keputusan Pendanaan (*financing decision*) perusahaan menyangkut keputusan tentang bentuk dan komposisi yang akan dipergunakan oleh perusahaan. Masalah pendanaan merupakan jawaban atas pertanyaan berikut (1) berapa banyak hutang dan modal sendiri yang akan dipergunakan, Apakah hutang yang ditarik dalam bentuk hutang jangka panjang, atau dapat dikonversikan menjadi modal

sendiri, dan apakah modal sendiri akan diperoleh dengan jalan menambah keuntungan atau menerbitkan saham. Pemenuhan kebutuhan dari perusahaan tersebut dapat disediakan dari sumber internal atau melalui sumber *external* perusahaan (Riyanto, 1995).

Sumber internal perusahaan merupakan sumber dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri didalam perusahaan, misalnya dana yang berasal dari keuntungan yang tidak dibagikan atau keuntungan yang ditahan di dalam perusahaan (*retained earnings*). Dana tersebut juga dapat dihasilkan dari penjualan aktiva perusahaan yang dianggap tidak produktif oleh perusahaan. Apabila perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dan sumber internal (*internal financing*). Selain sumber internal, perusahaan dapat pula menyediakan dana dan sumber internal, yaitu sumber dana yang berasal penerbitan berbagai bentuk sekuritas, seperti saham biasa, *preffered stock*, penjualan obligasi, maupun dana yang berupa kredit dari bank.

Keputusan pendanaan merupakan salah satu dari dua keputusan keuangan lainnya (keputusan investasi dan kebijakan dividen) yang diambil oleh manajer keuangan. Tujuan keputusan keuangan ini adalah memaksimumkan nilai perusahaan karena dengan memaksimumkan nilai perusahaan (atau harga saham bagi perusahaan yang sudah *go public*) berarti memaksimumkan kemakmuran pemilik perusahaan. Keputusan pendanaan tersebut berupa struktur modal bila dana yang tertanam bersifat jangka panjang, atau struktur finansial bila dana yang tertanam bersifat jangka pendek maupun jangka panjang.

Dalam penelitian ini, peneliti lebih menekankan pada apakah ada pengaruh *pecking order theory* dan *Trade-off Theory* terhadap struktur modal yang merupakan perimbangan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri (Riyanto, 1997) karena keputusan pendanaan tersebut ditujukan untuk membiayai investasi jangka panjang. Struktur modal menjadi isu yang penting karena berdasarkan teori-teori struktur modal yang akan dibahas, disimpulkan bahwa bauran pendanaan mempengaruhi nilai perusahaan secara langsung. Hal ini memotivasi manajer keuangan untuk mencapai struktur modal yang optimal

Ada dua sumber pendanaan dalam perusahaan, yaitu dana *intern* dan dana *ekstern*. Dana *intern* adalah dana yang diperoleh dari penahanan pendapatan perusahaan. Maksudnya adalah laba perusahaan yang akan dibagikan ke investor atau pemilik modal tidak diberikan, laba ini digunakan oleh perusahaan untuk penambahan modal maupun untuk penggantian aktiva tetap. Sedangkan dana *ekstern* adalah dana yang diperoleh dari luar perusahaan, seperti meminjam uang dari bank, penjualan obligasi, dan penjualan saham (emisi saham baru). Dana *intern* yang diperoleh perusahaan dari laba disebut laba ditahan (*retained earning*).

Untuk itu berikut akan dibahas mengenai teori-teori struktur modal dalam kaitannya dengan teori *trade-off* dan teori *pecking order* sebagai model dari struktur modal berdasarkan ruang lingkupnya yang melandasi penelitian peneliti.

3. Teori struktur modal optimal (*optimal capital structure theory*)

Biaya Utang, modal sendiri dan saham peferen didasarkan atas teori tentang resiko dan keuntungan (*risk return*). Pengaruh *leverage* terhadap biaya modal

adalah dicapainya *financing mix* yang optimal yang dapat meminimumkan biaya modal keseluruhan, sehingga akan memaksimumkan nilai perusahaan. Dalam menentukan kebijakan struktur modal perusahaan seringkali mengalami kesulitan dalam menetapkan perimbangan yang optimal antara utang dan modal sendiri. Biasanya seorang manajer akan melakukan *judgement* terhadap analisis *kuantitatif* yang dilakukan dan lebih memfokuskan perhatian pada penentuan tingkat utang yang dianggap aman (*prudent*) bagi perusahaan.

Hal tersebut dikarenakan kemungkinan timbulnya *financial distress* sebagai akibat ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya terhadap kreditur ini berarti perusahaan akan menggunakan utang dengan resiko keuangan pada tingkat yang mampu dikendalikan (*manageable*) oleh perusahaan atau tingkat utang yang akan melindungi perusahaan dari *financial distress* (Brigham & Gapensky, 1999)

Dihadapkan pada beberapa alternatif pendanaan yang ada, setiap perusahaan diharapkan mampu mengkombinasikan antara utang dan modal sendiri agar diperoleh suatu struktur modal yang optimal. Brigham & Gapensky (1999) mengatakan bahwa struktur modal yang optimal mempunyai *debt ratio* yang akan meminimumkan WACC. Pada tingkat *debt ratio* dengan WACC minimum tersebut, *financing cost* atau *cost of capital* akan menjadi minimal pula. Struktur modal yang optimal tersebut dapat dijelaskan dengan *tradeoff theory* antara *tax benefit* dan *expected bankruptcy cost* dari penggunaan utang oleh perusahaan. Semakin besar proporsi utang akan semakin besar perlindungan pajak yang diperoleh, tetap semakin besar pula biaya kebangkrutan yang mungkin timbul. Oleh karena itu,

tradeoff theory mengatakan bahwa struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan penggunaan utang (*tax shield benefit of leverage*) dengan biaya *financial distress*.

Struktur modal adalah merupakan perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri yang bersifat permanen, hutang jangka pendek, saham preferen dan saham biasa (Riyanto, 1984: hal 224). Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Struktur modal merupakan masalah yang penting dalam pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan perusahaan karena secara langsung berakibat terhadap biaya modal, keputusan tentang *capital budgeting* dan harga pasar. Struktur modal yang terbaik haruslah memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham. Setiap modal yang dipakai oleh perusahaan selalu mempunyai biaya. Biaya tersebut bersifat *eksplisit* (artinya nampak dan dibayar oleh perusahaan), dan bisa juga bersifat *implisit* (tidak nampak, bersifat *opportunistic*, atau disyaratkan oleh pemodal). Bagi dana yang berbentuk hutang, maka biaya dana mudah diidentifikasi, yaitu biaya bunganya. Sedangkan bagi dana yang berbentuk modal sendiri, biaya dananya tidak nampak karena dalam bentuk tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemodal. Tingkat keuntungan ini belum tentu lebih kecil dari tingkat bunga.

Dalam struktur modal akan dihadapkan pada risiko keuangan (*financial risk*). Risiko keuangan ini mencakup kemungkinan terjadi insolvensi dan juga

variasi laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa, apabila perusahaan memperbesar proporsi hutang, pembiayaan dengan *leasing* (*lease financing*), dan saham preferen (*preferred stock*) dalam struktur modalnya, maka beban tetap akan meningkat dan akibatnya probabilitas terjadi insolvensi kas semakin besar.

Aspek kedua dalam risiko keuangan menyangkut penyebaran relatif dari laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa. Semakin besar *leverage factor* berarti semakin besar beban tetap yang harus dibayarkan kepada kreditur. hal ini akan berpengaruh terhadap laba yang tersedia bagi pemegang saham, karena sebagian laba harus digunakan untuk membayar beban tetap tersebut. Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal yang tidak baik, dan mempunyai utang yang sangat besar akan memberikan beban yang berat kepada perusahaan yang bersangkutan (Riyanto, 1995).

a. Struktur modal pada pasar modal sempurna dan tidak ada pajak

Pasar modal yang sempurna adalah pasar modal yang sangat kompetitif. Dalam pasar tersebut antara lain tidak dikenal biaya kebangkrutan, tidak ada biaya transaksi, bunga simpanan dan pinjaman sama yang berlaku untuk semua pihak. Sebagai tambahan, diasumsikan tidak ada pajak penghasilan (*income tax*). Tentu saja asumsi-asumsi tersebut tidak akan dijumpai dalam dunia nyata, tetapi analisis kita mulai dari keadaan yang ketat tersebut, baru kemudian dilonggarkan.

Asumsi-asumsi lain untuk mempermudah analisis adalah sebagai berikut.

laba operasi yang diperoleh setiap tahunnya dianggap konstan, dan tidak diperlukan penambahan modal kerja untuk menjalankan operasi perusahaan. Demikian juga, dana penyusutan cukup untuk mengganti aktiva tetap yang disusut. Asumsi ini berarti bahwa perusahaan tidak merubah keputusan investasinya.

semua laba yang tersedia bagi pemegang saham dibagikan sebagai dividen. Ini berarti kita tidak memasukkan kerumitan faktor kebijakan dividen.

hutang yang dipergunakan bersifat permanen. Ini berarti bahwa hutang yang jatuh tempo akan diperpanjang lagi. asumsi ini hanya untuk mempermudah perhitungan biaya hutang (*cost of debt*) dan membuat hutang dan modal sendiri *comparable*.

pergantian struktur hutang dilakukan secara langsung. Artinya, apabila perusahaan menambah hutang, maka modal sendiri dikurangi, dan sebaliknya.

1. Pendekatan tradisional

1. Pendekatan ini berpendapat bahwa dalam pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak, nilai perusahaan atau biaya modal perusahaan bisa diubah dengan cara mengubah struktur modalnya (B/S). dengan menggunakan pendekatan ini bisa diperoleh struktur modal yang optimal, yang memberikan biaya modal keseluruhan yang terendah dan memberikan harga saham yang tinggi.
2. Hal ini disebabkan karena berubahnya struktur modal baik untuk modal sendiri maupun pinjaman perubahan struktur modal ini disebabkan karena resiko yang rendah semakin besar rasio hutang perusahaan, semakin besar pula resiko financial yang ditanggung, yaitu resiko tidak mempunyai perusahaan memenuhi kewajiban membayar bunga dan angsuran.

Demikian pula halnya dengan modal sendiri, semakin besar rasio modal perusahaan, pemodal akan menuntut imbalan yang lebih besar dalam bentuk keuntungan yang diisyaratkan. Jadi pendekatan ini menyiratkan bahwa biaya modal tidak bebas dari struktur modal perusahaan dan terdapat suatu struktur modal yang optimal.

Perusahaan yang menganut pendekatan tradisional berpendapat bahwa dalam pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak, nilai perusahaan (atau biaya modal perusahaan) bisa dirubah dengan cara merubah struktur modalnya (yaitu B/S). pendapat ini dominan sampai dengan awal tahun 1950-an.

2. Pendekatan Modigliani dan Miller atau Teori Pie

Dalam artikel dua orang ekonom Modigliani dan Miller (selanjutnya disingkat MM) menunjukkan bahwa pendapat pendekatan tradisional adalah tidak benar. Modigliani dan Miller menunjukkan kemungkinan munculnya proses *arbitrase* yang akan membuat harga saham (atau nilai perusahaan) yang tidak menggunakan hutang maupun yang menggunakan hutang, akhirnya sama. Proses *arbitrase* muncul karena investor selalu lebih menyukai investasi yang memerlukan dana yang lebih sedikit tetapi memberikan penghasilan bersih yang sama dengan resiko yang sama pula. Biaya hutang (k_d) selalu lebih kecil dari biaya modal sendiri (k_{eu}). Hal tersebut disebabkan karena pemilik modal sendiri menanggung risiko yang lebih besar dari pemberi kredit dan perusahaan berada dalam pasar modal yang sangat kompetitif. Hal tersebut disebabkan oleh (1)

penghasilan yang diterima oleh pemilik modal sendiri bersifat lebih tidak pasti dibandingkan dengan pemberi kredit, (2) dalam peristiwa likuidasi pemilik modal sendiri akan menerima bagian paling akhir setelah kredit-kredit dilunasi. Dalam keadaan perusahaan memperoleh hutang dari pasar modal yang kompetitif, $k_d < k_e$. Jadi tidaklah benar apabila perusahaan menghimpun dana murah. Semua sumber pendanaan mempunyai biaya, dan untuk modal sendiri justru biayanya lebih mahal dibandingkan dengan dana pinjaman. Modigliani dan Miller menunjukkan bahwa dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, maka keputusan pendanaan (*financing decision*) menjadi tidak relevan. Artinya penggunaan hutang ataupun modal sendiri akan memberi dampak yang sama bagi kemakmuran pemilik perusahaan.

Pada mulanya Model Ini menyatakan ketidakrelevanan keputusan struktur modal terhadap nilai perusahaan didalam dunia yang tanpa pajak (tidak ada struktur modal yang optimal). Dapat disimpulkan, jika hutang yang digunakan bertambah, risiko perusahaan juga bertambah sehingga biaya modal sendiri atau keuntungan yang diisyaratkan pada modal sendiri juga bertambah, jadi penggunaan hutang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan karena keuntungan dari biaya hutang yang lebih kecil ditutup dengan naiknya biaya modal sendiri. Model ini menimbulkan reaksi dari kalangan praktisi, yang kemudian membuahkan revisi model MM dengan memasukkan faktor pajak perusahaan, biaya kebangkrutan, dan kesulitan keuangan. Dengan adanya pajak ini berarti penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi

pembayaran pajak. hal ini berarti bahwa keputusan tentang struktur modal perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan.

b. Pasar modal sempurna dan ada pajak

Dalam keadaan ada pajak, MM berpendapat bahwa keputusan pendanaan menjadi relevan. Hal ini disebabkan oleh karena pada umumnya bunga yang dibayarkan (karena menggunakan hutang) bisa dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak (bersifat *tax deductible*). Dengan kata lain, apabila ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama, tetapi yang satu menggunakan hutang (dan membayar bunga) sedangkan satunya tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan (*income tax*) yang lebih kecil. Karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka tentunya nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

c. biaya modal (cost of capital)

Modal adalah dana yang digunakan untuk membayar pengadaan aktiva dan operasi perusahaan. Modal terdiri atas item-item yang ada disisi kanan suatu neraca keuangan, yaitu utang, saham biasa, saham preferen dan laba ditahan. Perhitungan biaya penggunaan modal ini sangatlah penting dikarenakan maksimalisasi nilai perusahaan mengharuskan biaya-biaya termasuk biaya modal diminimumkan, keputusan penganggaran modal membutuhkan suatu estimasi tentang biaya modal dan keputusan-keputusan keuangan lainnya (seperti leasing&modal kerja) juga

memerlukan estimasi biaya modal. Biaya modal ini haruslah dihitung berdasarkan suatu basis setelah pajak (*after tax basis*) karena arus kas setelah pajak adalah arus kas yang paling relevan untuk keputusan investasi.

1. Biaya utang (*cost of debt*)

Biaya utang (k_d) menunjukkan seberapa besar biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan karena utang yang dipergunakannya. Biaya utang ini merupakan biaya utang sebelum pajak. Dalam menghitung WACC, biaya utang yang relevan adalah biaya utang setelah pajak (*after tax cost of debt*)

$$K^*d = k_d (1-T)$$

Dimana:

K^*D = Biaya utang setelah pajak

T = pajak (tax)

Hal tersebut didasari pada kenyataan bahwa utang menimbulkan biaya bunga yang akan menurunkan jumlah penghasilan yang dikenai pajak (*tax deductible*). Dengan demikian penggunaan utang dapat mengurangi pajak yang harus dibayar. Ini merupakan salah satu keuntungan menggunakan utang dibandingkan modal sendiri.

2. biaya saham preferen (*cost of preferred stock*)

Biaya saham preferen (k_p) adalah sama dengan tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pembeli saham preferen tersebut

$$K_p = \frac{D_p}{P_n}$$

dimana :

K_p = biaya saham preferen

D_p = dividen saham preferen

P_n = harga saham preferen bersih yang diterima perusahaan

3. biaya laba ditahan (cost of retained earning)

Suatu perusahaan dapat memperoleh modal sendiri melalui laba ditahan (retained earning) dan menerbitkan saham biasa baru. Biaya laba ditahan (k_s) adalah sama dengan tingkat keuntungan yang diisyaratkan. Investor pada saham biasa perusahaan yang bersangkutan. Hal tersebut karena jika laba ditahan maka laba tersebut akan dibagikan dalam bentuk deviden. Oleh karena itu, pemegang saham mensyaratkan keuntungan paling tidak sebesar keuntungan yang dapat diperoleh pemegang saham pada alternatif investasi yang memiliki resiko yang sama dengan resiko perusahaan.

Ada tiga pendekatan untuk menaksir besarnya k_s , yaitu:

1. pendekatan CAPM (Capital Asset Pricing Model)

$$K_s = K_{rf} + (K_M - K_{rf}) \cdot b_i$$

Dimana:

K_s = Tingkat keuntungan yang disyaratkan pada saham perusahaan i

K_{rf} = Bunga bebas resiko

K_M = tingkat keuntungan yang disyaratkan pada portofolio pasar.

b_i = beta saham perusahaan i

2. pendekatan DCF (Discounted Cash Flow)

$$P_o = \frac{D_1}{(1+k_s)} + \frac{D_2}{(1+k_s)} + \dots + \frac{D_\alpha}{(1+k_s)}$$

Dimana:

Po = harga saham pada awal periode

D1 = Dividen akhir periode

Ks = tingkat keuntungan yang disyaratkan pada saham perusahaan i

3. pendekatan Bond yield plus risk premium

Ks = tingkat keuntungan obligasi perusahaan + premi resiko

Membeli saham biasa pada umumnya lebih beresiko dari pada membeli obligasi yang memberikan penghasilan tetap dan relatif lebih pasti. Oleh karena itu investor yang membeli saham biasa mengharapkan suatu premi resiko diatas tingkat keuntungan obligasi. Premi resiko ini besarnya tergantung kepada kondisi perusahaan dan kondisi perekonomian.

4. Biaya saham biasa baru (cost of issuing common stock)

Biaya saham baru (external equity capital) atau ke lebih tinggi dari biaya ditahan (ks) karena penjualan saham baru memerlukan biaya peluncuran atau emisi saham (floatation cost). Biaya ini akan mengurangi penerimaan perusahaan dan penjualan saham.

Untuk menaksir besarnya biaya saham biasa baru dengan memperhitungkan biaya emisi saham dapat digunakan Gordon Model sebagai berikut:

$$K_e = \frac{D_1}{P_o(1-p)} + g$$

Dimana :

K_e = biaya saham biasa baru

P_o = harga jual saham

F = biaya Emisi (floatation cost)

$D1$ = Dividen Saham pada $t-1$

G = pertumbuhan dividen

5. Biaya Modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*)

Setelah menghitung tiap-tiap biaya modal, berikutnya dapat dicari biaya modal secara keseluruhan dengan biaya modal rata-rata tertimbang atau WACC (*Weighted Average Cost of Capital*)

$$WACC = \frac{E}{V} \cdot K_e + \frac{D}{V} \cdot K_d (1-TC)$$

Keterangan:

$V = E + D$; D = Hutang (*Debt*); E = Modal Sendiri (*Equity*)

V = *Total Cost of Capital*

K_e = Biaya Modal Sendiri

K_d = Biaya Hutang

TC = Pajak

WACC = Biaya Modal Rata-Rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*)

d. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal

1. Masalah struktur modal merupakan masalah yang penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya struktur modal suatu perusahaan akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi finansial perusahaan.
2. Struktur modal merupakan cerminan dari kebijakan perusahaan dalam menentukan jenis *securities* yang dikeluarkan. Struktur modal suatu

perusahaan di pengaruhi oleh banyak faktor dan faktor-faktor yang utama adalah (Husnan, 1993:hal 269-271) :

3. lokasi distribusi keuntungan
4. lokasi distribusi keuntungan adalah seberapa besar nilai yang diharapkan (*Expected Value*) dari keuntungan perusahaan. Semakin besar *Expected Value* keuntungan, dengan penyimpangan yang sama, maka semakin kecil mendapat kerugian sehingga perusahaan semakin berani dalam menggunakan modal asing, apabila faktor lainnya sama.
5. stabilitas dari *earning*
6. Variabilitas perusahaan dapat dijadikan ukuran bagi risiko bisnis. Kreditur cenderung bersedia memberikan pinjaman kepada perusahaan yang memiliki *earning* yang stabil.
7. kebijakan dividen
8. banyak perusahaan menggunakan kebijakan yang stabil, yaitu membayarkan dividen dalam jumlah yang konstan. Implikasi kebijakan semacam ini akan langsung dirasakan manajer keuangan, yaitu harus menyediakan dana untuk membayar jumlah dividen yang tetap ini. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat *leverage-nya*, semakin besar kemungkinan perusahaan tidak bisa membayar dividen dalam jumlah yang tetap.
9. pengendalian (*control*)
10. Dalam beberapa peristiwa, perusahaan mungkin memilih menggunakan *leverage* yang agak tinggi dari pada mengeluarkan saham

baru meskipun mungkin pengeluaran saham baru lebih menguntungkan, hal ini disebabkan karena adanya keseganan membagi kepemilikan (yang berarti juga "*control*") perusahaan dengan orang lain. Sebab bisa terjadi pihak yang semula memiliki sebagian besar saham, dengan adanya pengeluaran saham baru akan menjadi berkurang bagiannya dan dengan demikian akan berkurang pula penguasaan atas perusahaan.

11. risiko kebangkrutan

12. Dalam prakteknya suatu perusahaan dihadapkan pada tingkat bunga yang meningkat semakin cepat setelah melewati suatu tingkat *leverage* tertentu, karena kreditor khawatir tentang kebangkrutan perusahaan. Jadi tingkat bunga pinjaman akan berbeda dengan jumlah yang cukup besar karena adanya risiko kebangkrutan ini, dengan demikian perusahaan mungkin akan memutuskan untuk tidak melanggar "batas" tersebut.

Selain faktor-faktor diatas, struktur modal perusahaan juga dipengaruhi faktor-faktor lain, yaitu:

1. tingkat bunga

Pada waktu perusahaan merencanakan pemenuhan kebutuhan modal sangat dipengaruhi oleh tingkat bunga yang berlaku pada waktu itu. Tingkat bunga akan mempengaruhi pemilihan jenis model apa yang akan ditarik, apakah perusahaan akan mengeluarkan saham atau obligasi.

2. stabilitas *earning*

Stabilitas dari besarnya *earning* yang akan diperoleh akan menentukan apakah perusahaan tersebut dibenarkan untuk menarik modal atau tidak. Suatu perusahaan yang mempunyai *earning* stabil akan dapat memenuhi kewajiban finansialnya sebagai akibat penggunaan modal asing. sebaliknya, perusahaan yang memiliki *earning* yang tidak stabil akan menanggung resiko tidak dapat membayar beban bunga atau angsuran hutangnya pada tahun-tahun atau keadaan yang buruk. Perusahaan "*public utilities*" misalnya mempunyai *earning* yang stabil berkesempatan untuk memperoleh pinjaman yang lebih besar dibandingkan perusahaan industri barang-barang mewah.

3. susunan dari aktiva.

Kebanyakan dari perusahaan industri, dimana sebagian besar dari modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed assets*), akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari yang permanen, yaitu modal sendiri, sedang modal asing sifatnya adalah sebagai pelengkap. Dan perusahaan yang sebagian besar dari aktiva terdiri dari aktiva lancar akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan dananya dengan hutang jangka panjang.

4. kadar resiko dari aktiva

Kadar resiko dari aktiva didalam perusahaan adalah tidak sama. Semakin panjang jangka waktu penggunaan aktiva didalam perusahaan, makin besar derajat resikonya.

5. besarnya jumlah modal yang dibutuhkan

Apabila jumlah modal yang dibutuhkan sekiranya dapat dipenuhi hanya dari satu sumber saja maka tidak perlu dicari sumber lain. Sebaliknya apabila

jumlah modal yang dibutuhkan sangat besar sehingga tidak dapat dipenuhi dari satu sumber saja, maka perlu dicari sumber lain.

6. sifat manajemen

Sifat manajemen akan mempunyai pengaruh langsung dalam pengambilan keputusan mengenai cara pemenuhan dana. Seorang manajer yang optimis mempunyai keberanian menanggung risiko yang lebih besar (*risk seeker*) dan akan lebih berani membiayai pertumbuhan penjualan dengan dana yang berasal dari utang dibandingkan dengan manajer yang pesimistik dan serba takut untuk menanggung risiko (*risk averter*) akan lebih suka membiayai pertumbuhan penjualan dengan dana yang berasal dari sumber intern atau dengan modal saham.

7. besarnya suatu perusahaan

Pada perusahaan yang besar dimana sahamnya tersebar sangat luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhan untuk membiayai pertumbuhan penjualan dibanding dengan perusahaan kecil.

Investor dari perusahaan dengan *leverage* (struktur modal) tinggi akan menuntut *return* yang tinggi karena semakin bertambahnya resiko *financial* yang harus ditanggung investor, kreditur menghendaki perusahaan melakukan pengungkapan keuangan secara lebih komprehensif. Untuk memastikan bahwa perusahaan dapat memenuhi kewajibannya dalam mengembalikan pinjaman dan sekaligus bunga atasnya. Struktur finansial perusahaan mencerminkan cara bagaimana aktiva-aktiva perusahaan dibelanjai, dengan demikian struktur financial

tercermin pada keseluruhan pasiva dalam neraca yaitu kewajiban dan modal. Struktur finansial mencerminkan pula perimbangan baik dalam artian absolut maupun relatif antara keseluruhan modal asing (baik jangka pendek maupun jangka panjang) dengan jumlah modal sendiri (Riyanto, 1996; p.22).

Faktor yang mempengaruhi struktur finansial adalah ukuran (*size*) perusahaan, variabilitas pendapatan (*variability of income*) dan *operating leverage*. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar modal yang ditanam pada berbagai jenis usaha, lebih mudah bagi perusahaan untuk masuk ke pasar modal, memperoleh penilaian kredit yang tinggi dan sebagainya, yang kesemuanya itu akan mempengaruhi keberadaan total aktiva (jumlah kekayaannya). Sedangkan besarnya pendapatan atau keuntungan menentukan jumlah hutang yang dapat dipinjam karena pendapatan tersebut dapat dijadikan jaminan untuk memenuhi pembayaran beban tetap (bunga) dan besarnya hutang pokok. Semakin stabil keuntungan perusahaan akan semakin besar kemungkinan perusahaan untuk memenuhi kewajiban tetapnya. Jadi perusahaan seperti itu dapat membiayai kegiatannya dengan proporsi yang lebih besar (Husnan, 1996; p.21).

Malone (1987) juga menyarankan agar perusahaan yang memiliki *ratio* hutang terhadap modal yang tinggi sebaiknya mengungkapkan informasi yang lebih banyak untuk menghilangkan adanya peningkatan dalam hal pembatasan mengenai surat berharga dan perjanjian yang dibuat antara pihak luar dengan perusahaan. Semakin besar *ratio* hutang terhadap modal (*leverage*) perusahaan, semakin besar kemungkinan *transfer* (pemindahan) kemakmuran dan kreditur kepada pemegang saham dan manajer. Oleh karena itu perusahaan yang

mempunyai ratio hutang terhadap modal yang tinggi akan mempunyai kewajiban lebih untuk memenuhi kebutuhan informasi kepada kreditur jangka panjang (Wallace, 1995; p.44).

Dalam landasan teori ini akan dijelaskan secara khusus mengenai “*struktur modal dalam lingkup pecking order theory dan trade-off theory*” dan hubungan *pecking order theory* dan *trade-off theory* terhadap teori struktur modal. Pada dasarnya penelitian ini adalah untuk membuktikan apakah ada pengaruh teori “*pecking order*” dan teori “*Trade-off*” terhadap struktur modal.

Struktur modal dalam lingkup “*pecking order theory* dan *trade-off theory*” dapat dilihat dari Kombinasi *Balancing Theory* dan *pecking order theory* yakni : Dengan mengkombinasikan *Balancing theory* dan *pecking order theory* dapat disimpulkan mengenai perilaku perusahaan sebagai berikut:(Brigham&Gapenski, 1996)

- a. penggunaan hutang memberikan keuntungan karena adanya pengurangan pembayaran pajak akibat bunga hutang. Oleh karena itu perusahaan sebaiknya menggunakan hutang dalam struktur modalnya.
- b. Namun demikian, biaya kebangkrutan dan biaya keagenan membatasi penggunaan hutang. Lewat dari suatu titik tertentu, biaya tersebut menutup keuntungan penggunaan hutang.
- c. Karena adanya informasi yang asimetri, perusahaan cenderung memelihara kemungkinan berhutang untuk dapat mengambil keuntungan dari kesempatan investasi yang baik tanpa harus menerbitkan saham baru pada harga yang turun akibat *bad signaling*.

Metode yang sering digunakan perusahaan dalam menentukan struktur modalnya adalah dengan menbandingkan rasio hutang perusahaan dengan rasio hutang industri. Dalam kaitannya dengan rasio hutang target ini, Scoot dan Johnson (1982) dalam surveinya terhadap para manajer keuangan (Fortune 1000 company) menunjukkan bahwa kebanyakan manajer keuangan menggunakan *leverage benchmark* dalam menyusun struktur modal perusahaan dan *leverage* industri sangat mempengaruhi keputusan mereka.

Schwartz dan Aronson (1967), Scoot (1972), dan Scoot dan Martin (1975), dan Titman dan Wessels (1988) menyatakan secara statistik bahwa rasio *leverage* antar industri di Amerika Serikat sangat berbeda. Taggart (1977), Marsh (1982), Jalilvand dan Harris (1984), serta Campbell (1988) menunjukkan bahwa manajer cenderung berperilaku untuk mengejar rasio hutang target. Campbell (1988) juga menemukan bahwa reaksi harga saham terhadap *convertible bond calls* dan *equity for debt swaps* sangat berkaitan dengan apakah suatu perusahaan mendekati atau menjauhi *leverage* industri. konsisten dengan ekspektasi, perusahaan-perusahaan yang mendekati norma tersebut akan memperoleh reaksi positif dari pasar modal, sebaliknya perusahaan-perusahaan yang menjauhi norma tersebut akan memperoleh reaksi negatif dari pasar modal (Billingsley, Smith, dan Lamy, 1994).

4. Dividen

Suatu perusahaan yang menjual saham (*stock*) akan dibeli oleh para calon pemegang saham (*investor*), hal ini dikarenakan ada tiga hal yang diinginkan oleh *investor* yaitu hak kepemilikan atas perusahaan, dividen, dan *capital gain*. Dividen

fungsi dari profitabilitas (*profitability*), resiko bisnis (*bussiness risk*), investasi (*investment*), pertumbuhan (*growth*). Hubungan antara kebijakan dividen dengan fungsi di atas adalah sebagai berikut:

$$\text{Kebijakan dividen} = f(\text{profitabilitas}, \text{resiko bisnis}, \text{investasi}, \text{pertumbuhan})$$

+ + - - -

Jika profitabilitas perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan juga meningkat, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan profitabilitas adalah searah (positif). Jika resiko bisnis perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan menurun, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan hutang adalah berlawanan arah (negatif). Jika investasi perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan menurun, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan investasi adalah berlawanan arah (negatif). Jika pertumbuhan perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan menurun, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan pertumbuhan adalah berlawanan arah (negatif) (Sukmawati, 2000).

(*investment*), pertumbuhan (*growth*). Hubungan antara kebijakan dividen dengan fungsi di atas adalah sebagai berikut:

$$\text{Kebijakan dividen} = f(\overset{+}{\text{profitabilitas}}, \overset{+}{\text{resiko bisnis}}, \overset{-}{\text{investasi}}, \overset{-}{\text{pertumbuhan}})$$

Jika profitabilitas perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan juga meningkat, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan profitabilitas adalah searah (positif). Jika resiko bisnis perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan menurun, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan hutang adalah berlawanan arah (negatif). Jika investasi perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan menurun, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan investasi adalah berlawanan arah (negatif). Jika pertumbuhan perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan menurun, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan pertumbuhan adalah berlawanan arah (negatif) (Sukmawati, 2000).

Jika profitabilitas perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan juga meningkat, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan profitabilitas adalah searah (positif). Jika resiko bisnis perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan menurun, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan hutang adalah berlawanan arah (negatif). Jika investasi perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan menurun, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan investasi adalah berlawanan arah (negatif). Jika pertumbuhan perusahaan meningkat maka jumlah dividen yang akan dibagikan menurun, dan sebaliknya. Hubungan antara dividen dengan pertumbuhan adalah berlawanan arah (negatif) (Sukmawati, 2000).

Jika perusahaan mengalami keuntungan maka perusahaan akan bagi dividen tapi jika perusahaan mengalami kerugian maka perusahaan berhak untuk tidak membagi dividen. Informasi mengenai dividen menyebabkan investor harus memprediksi *future earning* untuk mengetahui nilai perusahaan, maka dividen dihubungkan dengan *future profitability* perusahaan (lihat misal, Bhattacharya, 1979, 1980; Miller dan Rock, 1985; Jensen, Solberg, dan Zorn, 1992). Secara teori,

semakin besar profitabilitas yang dapat dihasilkan oleh perusahaan maka jumlah dividen yang akan dibagi semakin meningkat, tetapi semakin kecil profitabilitas yang dapat dihasilkan oleh perusahaan maka jumlah dividen yang akan dibagikan akan menurun. Dividen fungsinya tidak hanya tergantung dari profitabilitas, aspek-aspek lainnya seperti yang telah dijelaskan diatas yaitu: resiko bisnis, investasi, dan pertumbuhan harus dipertimbangkan. Jadi, jika jumlah dividen yang akan dibagikan menurun hal tersebut bisa jadi dikarenakan perusahaan akan melakukan investasi ke proyek baru yang lebih menguntungkan.

Myers (1984) menyatakan bahwa *pecking order theory* tidak memberikan alasan mengapa perusahaan membagikan deviden tetapi pada saat perusahaan memilih untuk membagikan deviden, konsep *pecking order* seharusnya ikut dipertimbangkan terutama jika penerbitan ekuitas (saham baru) membutuhkan biaya yang tinggi, pembagian deviden yang memiliki profitabilitas rendah, tetapi memiliki kesempatan investasi yang tinggi dan memiliki hutang yang tinggi sehingga *dividen payout ratio* berkorelasi negatif terhadap kesempatan investasi dan leverage. Myers (1984) juga menambahkan biasanya deviden bersifat sticky, mengabaikan fluktuasi *net cash flow* yang sebagian besar diserap oleh hutang.

5. *Financial Leverage*

Leverage dapat didefinisikan sebagai penggunaan aktiva atau dana dimana untuk penggunaan tersebut perusahaan harus menutup biaya tetap atau membayar beban tetap. Kalau pada *operating leverage*, penggunaan aktiva dengan biaya tetap adalah dengan harapan bahwa revenue yang dihasilkan oleh penggunaan aktiva itu

akan cukup untuk menutup biaya tetap dan biaya variabel maka pada *financial leverage* penggunaan dana dengan beban tetap itu adalah dengan harapan untuk memperbesar pendapatan perlembar saham biasa. ($EPS = \text{Earning per share}$).

Masalah *financial leverage* baru timbul setelah perusahaan menggunakan dana dengan beban tetap, seperti hanya masalah operating leverage baru timbul setelah perusahaan dalam operasinya mempunyai biaya tetap, perusahaan yang menggunakan dana dengan beban tetap dikatakan menghasilkan leverage yang menguntungkan (*favorable financial leverage*) atau efek yang positif kalau pendapatan yang diterima dari penggunaan dana tersebut lebih besar daripada beban tetap dari penggunaan dana itu.

Kalau perusahaan dalam menggunakan dana dengan beban tetap itu menghasilkan efek yang menguntungkan dana bagi pemegang saham biasa (pemilik modal sendiri) yaitu dalam bentuknya memperbesar EPS-nya, dikatakan perusahaan itu menjalankan *trading on the equity*. Dengan demikian trading in equity dapat didefinisikan sebagai penggunaan dana yang disertai dengan beban tetap dimana dalam penggunaannya dapat menghasilkan pendapatan yang lebih besar daripada beban tetap tersebut. *Financial Leverage* itu merugikan (*unfavorable leverage*) kalau perusahaan tidak dapat memperoleh pendapatan dari penggunaan dana tersebut sebanyak beban tetap yang harus dibayar. Salah satu tujuan dalam pemilihan berbagai alternatif metode pembelanjaan adalah untuk memperbesar pendapatan bagi pemilik modal sendiri atau pemegang saham biasa.

Kebutuhan dana suatu perusahaan dapat sepenuhnya dipenuhi dengan saham biasa, atau sebagian dengan saham biasa dan sebagian lain dengan saham

preferen atau obligasi, dimana dua sumber dana yang terakhir adalah disertai dengan beabn tetap (dividen saham preferen dan bunga). Untuk menentukan *income effect* dari berbagai perimbangan (*mix*) atau berbagai alternatif metode pembelanjaan terhadap pendapatan pemegang saham biasa (pemilik modal sendiri) perlulah diketahui tingkat EBIT (*Earning Before Interest&Tax*) yang dapat menghasilkan EPS (*Earning Per Share*) yang sama besarnya antara berbagai perimbangan atau alternatif pemenuhan dana tersebut. Tingkat EBIT yang dapat menghasilkan EPS yang sama besarnya pada berbagai perimbangan pembelanjaan (*financing Mix*) dinamakan *Indifference Point* atau *Break Even Point* dalam *financial leverage*.

Prediksi *pecking order* terhadap leverage lebih rumit. Pada bentuk sederhana, hutang biasanya bertambah apabila investasi melebihi laba ditahan dan akan turun apabila investasi tidak lebih besar daripada laba ditahan sehingga prediksinya adalah pada tingkat investasi yang sama, hutang akan lebih rendah pada perusahaan yang *profitable*, dan pada posisi profitabilitas yang sama, hutang akan besar pada perusahaan yang memiliki investasi yang lebih besar.

Pada model yang lebih kompleks, oleh Myers (1984) dikemukakan bahwa perusahaan sebaiknya mempertimbangkan pendanaan saat ini dalam mempertimbangkan pendanaan dimasa depan, antara lain dengan menjaga tingkat hutang pada kisaran rendah apabila diprediksi dimasa depan akan membutuhkan investasi yang semakin meningkat kecuali apabila perusahaan akan menerbitkan saham untuk mencukupi kebutuhan pendanaan. Singkatnya, perusahaan dengan *expected investment* tinggi akan menggunakan *current leverage* rendah. Yang

menjadi pertanyaan adalah bagaimana perusahaan (dengan *pecking order*) menjaga hutang tetap rendah disaat investasi selalu lebih besar daripada *earning*nya. Perusahaan harus menetapkan kebijakan *dividend payout ratio* yang rendah.. untuk perusahaan yang sudah *Go Public* dapat mengeluarkan saham untuk mengantisipasi investasi dimasa depan, dengan konsekuensi *financing cost* yang tinggi.

6. Hubungan *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi.

Perilaku *pecking order* dapat disebabkan oleh kebijakan deviden perusahaan yang mempengaruhi penggunaan laba ditahan. Jumlah deviden masa lalu mempengaruhi pembayaran deviden saat ini melalui proses penyesuaian terhadap keuntungan yang diperoleh. Jika pembayaran deviden masa lalu besar, maka shareholder akan mengharapkan deviden yang lebih besar pada masa yang akan datang. Sehingga akan mendorong dilakukannya penerbitan hutang yang lebih besar yang mengarah pada rasio *leverage* yang lebih tinggi. Singkatnya, perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang tinggi akan memiliki *leverage* yang relatif lebih tinggi dibanding dengan yang memiliki rasio deviden rendah.

Teori *pecking order* mengatakan bahwa perusahaan akan menggunakan hutang jika ekuitas internal yang ada tidak mencukupi kebutuhan investasi. Dalam jangka pendek, perusahaan akan menggunakan hutang untuk membayar deviden. Tetapi apabila kebutuhan dana berlangsung terus menerus maka perusahaan akan menyesuaikan *dividend payout ratio* dengan tingkat *earning* yang baru. Dengan demikian, terlihat adanya hubungan antara deviden dan *leverage*. Informasi

asimetri menyebabkan perilaku manajemen dalam menentukan kebijakan deviden. Easter Brook (1984) dalam Adedeji (1998) menyatakan bahwa deviden merupakan alat bagi *shareholder* untuk mendorong manajemen mendapatkan sumber dana yang paling *kompetitif*. Peningkatan deviden merupakan sinyal positif bagi investor sedangkan deviden akan mempengaruhi *retained earning*, sehingga besarnya ekuitas internal yang ada akan mempengaruhi besar deviden yang dibagi perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang besar akan membagikan deviden dalam bagian yang kecil. Dengan demikian, terlihat hubungan antara *dividend payout ratio* dan investasi. Studi yang dilakukan oleh Baskin (1989), Allen (1993) dan Adedeji (1998) menunjukkan adanya hubungan positif antara *leverage* dan investasi. Dalam teorinya, disebutkan adanya kecenderungan perusahaan memilih sumber pendanaan mengikuti urutan resiko setelah ekuitas internal tidak mencukupi, maka digunakan ekuitas eksternal dari hutang sampai penerbitan *common stock* sebagai “*Last Resort*”.

Investasi akan mempengaruhi *leverage* jika ekuitas internal tidak lagi mencukupi kebutuhan investasi. Besarnya hutang tergantung pada seberapa besar kesempatan investasi yang dimiliki, semakin besar investasi semakin besar pula hutang, sehingga jelas adanya hubungan *financial leverage* dan investasi. Pada dasarnya terhadap 2 mekanisme keterkaitan antar 3 variabel; mekanisme pertama adalah manajemen dapat mengurangi investasi untuk membayar deviden tanpa menambah hutang (*investment financed dividend*), yang kedua adalah *stockholder* dapat memperoleh deviden tanpa mengurangi investasi dengan hutang (*debt financed dividend*).

C. Pembentukan Hipotesis Penelitian

Berdasarkan landasan teori di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

Ha : ada pengaruh *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap struktur modal pada perusahaan makanan dan minuman yang *listing* di Bursa Efek Jakarta periode 1999-2002.