

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### II.1. STRUKTUR MODAL

Struktur modal merupakan campuran relatif dari hutang dan ekuitas dalam struktur pendanaan jangka panjang perusahaan (Megginson, 1997). Kunci dalam pendanaan perusahaan adalah hutang dan ekuitas. Perusahaan menggunakan pendanaan yang berasal dari hutang dan ekuitas untuk meningkatkan kemampuan perusahaan dalam *capital expenditures*, pengembangan proyek, dan ekspansi operasional perusahaan. Sebenarnya perusahaan bisa saja tidak melakukan pendanaan yang berasal dari hutang ataupun ekuitas, namun untuk mempercepat pertumbuhan perusahaan pembiayaan tidak hanya terbatas pada laba ditahan dari perusahaan.

##### II.1.1. Latar Belakang Struktur Modal

Dalam *perfect market view of capital structure*, dikatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh dalam penilaian perusahaan. Dalam keadaan pasar yang seperti itu nilai perusahaan hanya bergantung kepada uang yang dapat dihasilkan oleh perusahaan di masa yang akan datang. Namun, pada kenyataannya tidak ada bentuk pasar yang bersifat sempurna sehingga sebenarnya *struktur modal* dapat mempengaruhi nilai dari perusahaan. Adapun beberapa alasan mengapa struktur modal berpengaruh pada suatu perusahaan adalah (Emery, Finnerty, dan Stowe, 2007):

1. *An Arbitrage Argument*

Dalam argument ini dinyatakan bahwa suatu perusahaan yang mengobinasikan pendanaannya antara hutang dan ekuitas dapat memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan lain yang sejenis yang tidak melakukan kombinasi atas pendaannya. Hal ini dikarenakan perbedaan nilai pasar antara hutang dan ekuitas. Tingkat bunga hutang yang lebih rendah menyebabkan nilai pasar dari perusahaan yang menggunakan hutang menjadi lebih tinggi. Dengan nilai perusahaan yang tinggi, pemegang saham dimungkinkan untuk mendapatkan

keuntungan dari adanya perbedaan nilai tersebut. Keuntungan tersebut dapat diperoleh dengan cara menjual saham yang memiliki nilai lebih tinggi dan membeli saham dengan nilai yang lebih rendah.

## 2. *Capital Market Imperfections*

Pasar modal dikatakan tidak sempurna karena adanya beberapa hal yaitu ketidaksimetrisan pajak, ketidaksimetrisan informasi, dan biaya transaksi.

### a. Pajak

Dalam poin ini, keberadaan pajak dapat mempengaruhi keputusan dari struktur modal perusahaan. Penggunaan hutang dalam pendanaan perusahaan menimbulkan biaya bunga yang pada akhirnya dapat memberikan keuntungan pajak bagi perusahaan.

### b. Ketidaksimetrisan informasi

Beberapa konflik kepentingan dapat terjadi antara pemberi hutang, pemilik perusahaan, dan para manajer. Ada beberapa teori yang menjelaskan kenapa konflik kepentingan ini terjadi, yaitu:

- *Agency Cost of Debt*

Masalah ini timbul ketika pemegang saham akan mengambil alih kekayaan dari pemberi hutang melalui substitusi aset. Misalnya, pada saat perusahaan mengajukan proposal hutang perusahaan berencana untuk berinvestasi pada proyek yang memiliki resiko kecil. Namun, pada saat telah mendapatkan hutang tiba-tiba perusahaan mengganti inventasi pada proyek yang memiliki resiko tinggi. Hal ini berdampak pada kenaikan *required return* dari hutang dan akan menurunkan nilai sekarang dari hutang tersebut.

- *Financial Distress dan Bankruptcy Cost*

Dengan adanya unsur hutang pada struktur modal suatu perusahaan, maka ia akan memiliki ekspektasi biaya kebangkrutan. Biaya ini timbul akibat adanya kemungkinan di masa yang akan datang perusahaan tidak dapat membayar kembali hutang yang telah dilakukan.

c. *Transaction Cost*

*Transaction cost* timbul pada saat perusahaan membutuhkan pendanaan yang bersal dari luar perusahaan. Pada saat perusahaan dihadapkan dengan situasi ini, perusahaan akan berfikir apakah biaya yang harus dikeluarkan untuk mendapat pembiayaan yang berasal dari luar akan lebih besar dari keuntungan yang akan dihasilkan nantinya.

### II.1.2. Sumber-sumber Pendanaan Perusahaan

Dalam pemilihan sumber dana, perusahaan dapat memilih pendanaan yang berasal dari luar atau dari dalam perusahaan. Pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan berupa laba ditahan dan pendanaan yang bersal dari luar perusahaan berupa hutang dan saham.

1. Pendanaan internal perusahaan (laba ditahan)

Laba ditahan merupakan representasi dari akumulasi laba bersih perusahaan yang tidak didistribusikan kepada pemegang saham sebagai dividen (Warren, 2005). Jumlah laba ditahan biasanya terbatas, karena adanya perjanjian kepada pemegang saham untuk mendistribusikan sejumlah dividen kepada mereka. Namun, di dalam suatu perusahaan nilai minimum dari laba ditahan sudah ditentukan. Jadi, nilai minimum dari jumlah laba ditahan tersebut tidak boleh didistribusikan sebagai dividen oleh perusahaan. Setelah didapatkan jumlah laba ditahan yang seharusnya dimiliki oleh perusahaan, maka selanjutnya laba ditahan tersebut akan digunakan oleh perusahaan untuk melakukan ekspansi atau memperbaiki kegiatan operasional perusahaan.

2. Pendanaan eksternal perusahaan

a. Hutang

Hutang dalam konteks struktur modal (*debt*) adalah sejumlah uang yang dipinjamkan secara langsung kepada perusahaan yang tidak berhubungan dengan kegiatan operasional perusahaan (Wild, 2007). Hutang dapat dikategorikan menjadi dua jenis berdasarkan jangka waktunya, yaitu hutang jangka pendek dan hutang jangka

panjang. Hutang jangka pendek adalah hutang yang jatuh tempo dalam jangka waktu satu tahun dan dalam laporan keuangan termasuk dalam kewajiban lancar dan hutang jangka panjang adalah hutang yang jatuh tempo lebih dari satu tahun dan dalam neraca terdapat pada kewajiban tidak lancar. Sumber pendanaan yang berasal dari *debt* harus dilunasi kembali oleh perusahaan pada saat jatuh tempo dan biasanya untuk mendapatkan pendanaan dari *debt* perusahaan juga dibebankan sejumlah bunga yang harus dibayarkan.

b. Sekuritas Ekuitas (saham)

Saham adalah sebuah instrumen investasi yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengumpulkan dana dari pihak eksternal, instrumen investasi tersebut membuat para pemilik saham tersebut menjadi pemilik perusahaan. Para pemilik saham berhak mendapatkan dividen sebagai imbal hasil dari investasinya di suatu perusahaan. Ada dua jenis saham berdasarkan prioritas pembagian dividen dan hak suaranya, yaitu saham biasa dan saham preferen.

Pada pandangan dari para pemegang saham untuk pendanaan eksternal perusahaan, *debt* lebih disukai daripada penerbitan ekuitas. Ada dua alasan yang bisa menjelaskan pernyataan tersebut (Wild, 2007):

1. Bunga yang dibebankan pada *debt* sifatnya tetap, dan
2. Bunga yang dibebankan pada perusahaan akan mengurangi pajak yang harus dibayar perusahaan.

## II.2. TEORI STRUKTUR MODAL

Sebelum menjelaskan lebih lanjut tentang teori struktur modal, pertamanya penulis akan membahas tentang kecenderungan perilaku struktur modal yang terjadi dari seluruh perusahaan yang ada di dunia. Berdasarkan perilaku kecenderungan struktur modal, didapatkan fakta-fakta berikut (Megginson, 1997):

1. Terdapat perbedaan pola struktur modal pada wilayah nasional atau negara yang berbeda. Misalnya, pada negara berkembang perusahaan yang berada di Malaysia, Singapura, Chile, dan Meksiko memiliki rasio hutang yang

lebih rendah dibandingkan perusahaan yang ada di Brazil, India, atau Pakistan. Hal ini masih tidak jelas apa penyebabnya, tapi sejarah, institusi dan budayanya jelas mempengaruhi.

2. Struktur modal juga berpola berdasarkan industrinya, setiap industri memiliki pola yang sama di seluruh dunia. Misalnya, pada seluruh perusahaan yang berada di negara berkembang dapat dilihat bahwa perusahaan yang bergerak di industri utilitas, transportasi, dan perusahaan manufaktur memiliki rasio hutang terhadap ekuitas yang cukup tinggi.
3. Dalam industry, *leverage* memiliki hubungan yang terbalik dengan profitabilitas. Berdasarkan teori keuangan, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi maka rasio utangnya rendah dan sebaliknya, namun hal ini berkebalikan dengan *tax-based theory*.
4. Pajak mempengaruhi struktur modal, tetapi pajak bukan satu-satunya faktor yang mempengaruhi. Penelitian menunjukkan peningkatan pada *income tax rates* akan meningkatkan penggunaan hutang dan sebaliknya. Karena peningkatan hutang dapat mengurangi beban pajak yang harus dibayar oleh perusahaan.
5. Rasio *leverage* memiliki hubungan terbalik dengan *perceived cost of financial distress*-nya. Semakin tinggi tingkat *perceived cost of financial distress* maka perusahaan akan cenderung lebih sedikit menggunakan utang.
6. Pemegang saham secara bervariasi menarik kesimpulan bahwa peningkatan rasio *leverage* sebagai “berita baik” dan penurunan rasio *leverage* sebagai “berita buruk”. Sehingga harga saham akan meningkat ketika ada pengumuman peningkatan *leverage* dan terjadi penurunan harga saham perusahaan ketika terjadi penurunan *leverage*.
7. Perubahan dalam biaya transaksi dari mengeluarkan sekuritas baru hanya mempunyai dampak yang kecil terhadap struktur modal. Disini biaya transaksi hanya memberikan sedikit efek terhadap rasio *leverage* perusahaan. Biaya transaksi hanya berpengaruh terhadap sering-tidaknya perusahaan mengeluarkan hutang atau menerbitkan saham baru, tidak

berpengaruh terhadap pilihan perusahaan dalam menentukan struktur modalnya.

8. Struktur kepemilikan secara jelas dapat mempengaruhi struktur modal, walau hubungan ini masih terlihat ambigu. Bila perusahaan memiliki struktur perusahaan yang semakin terkonsentrasi maka jumlah hutang yang tinggi lebih bisa ditoleransi.
9. Perusahaan yang struktur modalnya kekurangan utang atau ekuitas akan cenderung kembali ke perpaduan awalnya. Terdapat bukti bahwa perusahaan cenderung mempunyai *target leverage zone* sehingga perusahaan akan mengeluarkan ekuitas ketika porsi utang semakin tinggi dan mengeluarkan utang bila porsi utang semakin rendah.

Dari pemaparan fakta di atas, banyak teori yang dibentuk untuk menjelaskan tentang pembentukan struktur modal perusahaan. Namun, ada teori yang paling sering disinggung untuk menjelaskan tentang struktur modal dari suatu perusahaan. Teori tersebut adalah teori yang diungkapkan oleh Modigliani-Miller dan teori *pecking order*. Teori-teori tersebut akan diungkapkan pada pembahasan selanjutnya.

### **II.2.1. Modigliani-Miller *Capital Structure Irrelevant Proposition***

Teori Modigliani-Miller membentuk dasar untuk pemikiran moderen tentang struktur modal perusahaan. Teori dasar dari Modigliani-Miller menyatakan bahwa dengan ketidakberadaan pajak, *bankruptcy cost*, dan informasi yang tidak asimetris dan pada pasar yang efisien, maka nilai dari perusahaan tidak dipengaruhi oleh bagaimana pendanaan dari perusahaan. Dalam teori ini, penerbitan saham dan hutang pada perusahaan serta kebijakan pembagian dividen dari perusahaan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Sehingga, teori dari Modigliani-Miller sering disebut dengan prinsip struktur modal yang tidak masuk akal (*capital structure irrelevance principle*).

Dalam beberapa penelitian yang dilakukan oleh Modigliani-Miller di tahun yang berbeda (1958, 1961, 1963), didapatkan empat preposisi yang

menjelaskan tentang struktur modal perusahaan. Keempat preposisi tersebut adalah (Villamil, 2001):

1. Pada kondisi yang pasti, rasio hutang terhadap ekuitas tidak berpengaruh pada nilai pasar perusahaan.
2. *Leverage* dari perusahaan tidak memiliki efek pada rata-rata tertimbang dari *cost of capital*,
3. Nilai pasar dari perusahaan tidak dipengaruhi kebijakan dividen perusahaan, dan
4. Para pemegang saham tidak dipengaruhi oleh kebijakan pendanaan perusahaan.

### II.2.2. *The Trade-Off Theory*

Berbeda apa dengan apa yang diungkapkan pada teori Modigliani dan Miller, dimana struktur modal perusahaan tidak mempengaruhi nilai dari perusahaan dengan asumsi yang ada, teori *trade-off* mengungkapkan bahwa pada kondisi bisnis yang sesungguhnya asumsi tersebut tidak mungkin terjadi. Oleh karena itu, pada teori ini diasumsikan bahwa adanya pengaruh struktur modal perusahaan terhadap nilai perusahaan karena adanya:

1. Pajak pendapatan perusahaan,
2. Pajak perorangan atas pendapatan investasi,
3. Biaya kebangkrutan dan *financial distress*,
4. Masalah keagenan antara manajer, pemegang saham, dan pemberi hutang,
5. Biaya perjanjian yang berhubungan dengan adanya perjanjian pendanaan,
6. Karakteristik harta, ketidakpastian pendapatan, dan kumpulan peluang investasi perusahaan,
7. Struktur kepemilikan dan kontrol perusahaan.

Pada teori *trade-off* dijelaskan bahwa dalam membuat keputusan pendanaan perusahaan, manajer biasanya akan mempertimbangkan *trade-off* antara keuntungan pajak dan *cost of financial distress*. Menurut teori ini, target rasio hutang antar perusahaan dapat berbeda satu sama lain. Perusahaan yang memiliki jumlah harta berwujud lebih banyak dan memungkinkan untuk mendapatkan

keuntungan pajak cenderung memiliki rasio tingkat hutang yang tinggi. Sedangkan, perusahaan yang memiliki nilai keuntungan yang rendah dan lebih banyak memiliki harta tak berwujud cenderung memiliki rasio hutang yang rendah. Dengan kata lain, pada teori ini diungkapkan bahwa untuk mendapatkan struktur pendanaan yang optimum perusahaan harus memiliki *present value* dari keuntungan pajak yang lebih besar dibandingkan dengan *present value* dari *cost of financial distress* (Brealey dan Myers, 2004)

### II.2.3. Pecking Order Theory

Teori *pecking order* merupakan teori yang dikembangkan oleh Steward Myers pada tahun 1984. Myers membuat teori ini berdasarkan empat observasi dan/ atau asumsi yang ia lihat pada perilaku pendanaan dari perusahaan-perusahaan yang ada, yaitu:

1. Kebijakan dividen adalah kaku. Pernyataan ini menjelaskan bahwa para manajer akan berusaha menjaga kestabilan nilai dividen per lembar saham pada tingkat biaya berapapun, dan tidak akan meningkatkan atau menurunkan dividen per lembar saham walaupun terdapat perubahan nilai profit pada perusahaan,
2. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam perusahaan (laba ditahan dan depresiasi) dibandingkan dengan pendanaan yang berasal dari luar perusahaan (hutang atau ekuitas),
3. Jika perusahaan harus mendapatkan pendanaan dari luar perusahaan, maka perusahaan akan memilih sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, dan
4. Jika perusahaan membutuhkan perndanaan lebih dari luar perusahaan, maka perusahaan pertama kali akan memilih hutang yang paling aman, lalu hutang yang beresiko, seperti: *convertible securities*, saham preferen, dan terakhir adalah saham biasa.

Orde ini merefleksikan motivasi dari manajer keuangan untuk mempertahankan kendali atas perusahaan, mengurangi biaya keagenan dari ekuitas, dan untuk menghindari reaksi negatif dari pasar atas pengumuman penerbitan ekuitas (Hawawini & Viallet, 1999).



Kemudian, Myers dan Majluf (1984) melanjutkan penelitiannya dan membuat dua asumsi kunci tentang perilaku manajer di suatu perusahaan, yaitu:

1. Manajer memiliki informasi yang lebih baik tentang kesempatan investasi yang dihadapkan oleh perusahaan ketimbang para investor, dan
2. Manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan dari para pemegang saham yang lama.

Dari asumsi di atas, coba kita pikirkan jika perusahaan ingin menggunakan kemungkinan pertumbuhan yang ia miliki dengan membuat investasi baru. Perusahaan pasti membutuhkan pendanaan yang cukup untuk melakukan investasi tersebut, yaitu dengan mengeluarkan ekuitas baru. Namun, dalam penentuan nilai dari ekuitas tersebut perusahaan dan investor mungkin tidak memiliki hasil penilaian yang sama. Hal ini dikarenakan penilaian yang dilakukan oleh perusahaan menggunakan informasi yang lebih banyak tentang kesempatan yang akan didapatkan oleh perusahaan atas investasi tersebut dibandingkan dengan informasi yang digunakan oleh investor untuk melakukan penilaian ekuitas. Keadaan dimana manajer memiliki informasi yang lebih banyak dari pada investor disebut dengan terjadinya informasi yang tidak simetris antara manajer dan investor. Berdasarkan alasan tersebut maka lahirlah teori *pecking order*, karena adanya perbedaan persepsi nilai dari manajer dan investor dimana penilaian oleh investor akan lebih rendah dibandingkan dengan penilaian yang dilakukan oleh perusahaan maka perusahaan kemudian berpikir daripada perusahaan mendapatkan kerugian atas diskon dari nilai ekuitas sebenarnya maka lebih baik perusahaan melakukan pendanaan atas investasinya dari pendanaan internal perusahaan yang bebas dari ketidak simetrisan informasi. Lalu, perusahaan akan memilih sumber pendanaan selanjutnya yang berasal dari hutang dimana hutang tersebut memiliki resiko yang lebih rendah dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru (Fama dan French, 2002).

Dua asumsi yang dipegang oleh teori *pecking order* membantu kita untuk menjelaskan tentang perilaku dari manajer keuangan. Perilaku tersebut bisa dilihat karena adanya reaksi pasar atas pengumuman dari hutang dan pengumuman dari ekuitas. Pengumuman atas penerbitan hutang biasanya mendapatkan reaksi positif

dari pasar. Hal ini disebabkan oleh adanya anggapan bahwa di masa mendatang perusahaan akan mampu mengembalikan nilai hutangnya (perusahaan akan memiliki profitabilitas yang cukup tinggi). Sedangkan, jika terjadi pengumuman penerbitan ekuitas, pasar akan beranggapan bahwa perusahaan merasa bahwa nilai sahamnya *overvalued* dan perusahaan dianggap mengambil keuntungan dari peluang pasar yang ada. Sehingga, jelas bahwa kenapa perusahaan memilih penerbitan ekuitas sebagai sumber pendanaan terakhir bagi struktur modal perusahaan.

Teori *pecking order* lebih superior dibandingkan dengan model *trade-off* (J. Liesz, 2001). Hal tersebut dikarenakan model *trade-off* lebih melakukan pendekatan secara statis atas keputusan pendanaan, yaitu berdasarkan target dari struktur modal. Sedangkan, teori *pecking order* lebih menjelaskan secara dinamis tentang struktur pendanaan perusahaan pada kondisi apapun. Struktur modal perusahaan merupakan fungsi dari arus kas internal dengan *net present value* positif dari peluang investasi yang tersedia (Copeland dan Weston, 1988). Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi dan memiliki tingkat pertumbuhan yang relatif rendah akan memiliki tingkat rasio hutang terhadap ekuitas yang rendah. Hal ini disebabkan karena perusahaan merasa tidak akan mendapatkan insentif dari penerbitan hutang. Teori *pecking order* dapat menjelaskan tentang tindakan dari manajerial perusahaan serta dapat menjelaskan juga tentang reaksi pasar modal terhadap kenaikan hutang atau penurunan hutang yang dilakukan oleh perusahaan. Hal-hal tersebut dapat dijelaskan oleh teori *pecking order*, namun tidak dapat dijelaskan oleh model *trade-off*.

#### **II.2.4. The Signaling Theory**

Teori ini dibuat oleh Ross *et al.* (1979), yang menyatakan bahwa pembentukan struktur modal dari perusahaan dipengaruhi adanya masalah ketidaksimetrisan informasi antar manajer yang mengetahui secara baik tentang kondisi perusahaan dan para pemegang saham yang tidak terlalu mengerti tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Kondisi ini membuat seorang manajer berusaha untuk menginformasikan kepada para pemegang saham bahwa kondisi

perusahaannya baik, dengan pengumuman tersebut para manajer mengharapkan supaya nilai dari harga saham perusahaan naik. Namun, karena seluruh manajer perusahaan akan mengabarkan kondisi perusahaan yang baik, walaupun sebenarnya tidak baik maka pemegang saham akan tidak terpengaruh dengan informasi yang dimiliki oleh manajer dan menilai harga saham dari seluruh perusahaan sama (tidak ada yang lebih baik).

Berdasarkan perilaku tersebut, maka ada sebuah cara yang dapat dilakukan oleh para manajer untuk menunjukkan kepada para pemegang saham bahwa kondisi perusahaannya memang benar-benar baik. Strategi yang dapat diambil oleh perusahaan dengan kondisi baik harus merupakan strategi yang sulit ditiru dan menghasilkan biaya banyak bagi perusahaan yang tidak berkondisi baik, sehingga tidak memungkinkan pada perusahaan tersebut untuk meniru strategi yang dilakukan oleh perusahaan yang berkondisi baik. Salah satu kebijakan finansial yang dapat ditempuh oleh perusahaan adalah dengan memberikan insentif bagi para manajer untuk memberi sinyal dengan cara mengubah struktur modal perusahaan, sehingga sebagian besarnya akan terdiri dari hutang (Ross, 1977). Dengan cara ini maka dapat dipastikan bahwa perusahaan yang prospeknya buruk tidak akan melakukan hal yang sama karena biaya yang harus mereka keluarkan cukup besar dan jika dipaksakan akan menimbulkan risiko kebangkrutan bagi perusahaan.

### **II.3. PENELITIAN SEBELUMNYA**

Banyak penulis yang sudah meneliti tentang keberadaan teori *pecking order*, salah satunya adalah Frank dan Goyal (2003), mereka menguji tentang teori *pecking order* pada perusahaan publik di Amerika periode 1971-1998. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan menghadapi ketidakcukupan pendanaan internal untuk mendanai investasi mereka. Sehingga, sejumlah pendanaan eksternal diutuhkan oleh mereka, namun dari pilihan pendanaan eksternal yang ada jumlah hutang tidak mendominasi jumlah ekuitas. Sehingga, pada penelitiannya Frank dan Goyal (2003) menemukan bahwa jumlah penerbitan ekuitas sejalan dengan kenaikan penerbitan ekuitas, namun untuk

penerbitan hutang nilainya tidak signifikan terhadap defisit pendanaan. Berbeda dengan yang diungkapkan oleh Frank dan Goyal (2003), Graham dan Harvey (2001) menemukan bahwa penerbitan hutang lebih besar dari pada penerbitan ekuitas akan terjadi pada perusahaan yang lebih kecil. Mereka juga menemukan bahwa keputusan untuk menerbitkan ekuitas tidak mempengaruhi nilai ekuitas tersebut menjadi *undervalued*.

Penelitian keberadaan teori *pecking order* dalam pembentukan struktur modal juga pernah dilakukan oleh Vidal dan Udego (2005), mereka menguji keberadaan teori tersebut pada perusahaan yang ada di Spanyol. Mereka membagi perusahaan ke dalam tiga kategori berdasarkan ukuran perusahaan, yaitu perusahaan besar, menengah, dan kecil. Pada perusahaan besar ditemukan bahwa teori *pecking order* tidak dapat menjelaskan pembentukan struktur modal mereka, namun pada perusahaan kecil ditemukan bahwa teori *pecking order* dapat menjelaskan struktur modalnya. Hal ini disebabkan karena pada perusahaan kecil menghadapi *financial gap* dan *knowledge gap* untuk mendapatkan sumber pendanaan eksternal dan mengakses pasar modal.

Berdasarkan penelitian dari Yau, Lau, dan Liwan (2008) didapatkan bahwa teori *pecking order* tidak terbukti pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Kuala Lumpur. Walaupun terdapat proporsi hutang yang cukup tinggi, namun hubungan antara jumlah hutang dan defisit pendanaan berbanding terbalik. Hasil dari penelitian mereka berbanding terbalik dengan hasil penelitian yang disimpulkan oleh Frank dan Goyal (2003). Mereka berpendapat bahwa kondisi ini terjadi karena kedua penelitian ini mengambil sampel pasar yang berbeda, dimana sampel yang digunakan oleh Frank dan Goyal (2003) adalah perusahaan yang terdapat di Amerika Serikat, dimana pasar Malaysia tidak sedewasa pasar Amerika Serikat. Selain itu mereka berpendapat bahwa korelasi negative antara hutang dan defisit pendanaan disebabkan oleh krisis ekonomi yang dihadapi oleh Malaysia pada tahun 1997. Krisis ekonomi tersebut membuat para investor di Malaysia menjadi *risk averse*, dan memiliki kekhawatiran lebih jika perusahaan tidak bisa membayar hutang-hutangnya.

Beberapa penelitian tentang keberadaan teori *pecking order* dalam menjelaskan perilaku struktur modal perusahaan di Indonesia telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Pramawijaya (2006) menemukan bahwa perilaku *leverage* di sektor pertambangan, industri dasar dan kimia dan manufaktur konsisten dengan teori *pecking order*. Adrianto (2007) menemukan bahwa pada perusahaan Indonesia yang terdaftar pada indeks LQ-45, defisit pendanaan internal tidak memiliki respon satu-satu (*one to one relationship*) terhadap perubahan tingkat hutang jangka panjang, sehingga mengindikasikan bahwa defisit pendanaan internal tidak selalu didanai dari hutang. Saham masih sangat mungkin diterbitkan, bahkan ketika perusahaan masih memiliki kapasitas untuk menerbitkan hutang. Dengan demikian, ia menyimpulkan bahwa bukti empiris pada perusahaan-perusahaan LQ45, yang relatif memiliki masalah asimetri informasi yang lebih rendah daripada perusahaan terbuka lainnya, belum dapat dibuktikan. Sebagai suatu teori keuangan yang telah diterima secara luas, teori *pecking order* belum dapat dibuktikan sesuai pada seluruh kondisi perusahaan. Linardo (2008) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki rata-rata asset lebih banyak cenderung lebih baik dalam mengikuti teori *pecking order* daripada perusahaan yang memiliki rata-rata asset lebih sedikit.