

BAB I

PENDAHULUAN

I.1. LATAR BELAKANG

Tujuan utama dari setiap perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan untuk para pemegang sahamnya. Dalam memaksimalkan nilai perusahaan, manajer perusahaan harus mengambil keputusan-keputusan yang tepat supaya setiap aktivitas yang dilakukan dapat menambah nilai perusahaan. Untuk menjalankan aktivitas perusahaan dibutuhkan pendanaan yang cukup, sehingga perusahaan dapat bekerja secara maksimal. Keputusan struktur pendanaan memiliki peran yang signifikan dalam manajemen keuangan perusahaan karena adanya pengaruh keputusan tersebut pada resiko maupun tingkat pengembalian bagi pemegang saham. Memilih lebih banyak pendanaan dari hutang menimbulkan beban bunga yang tinggi, mengurangi laba, dan menekan pendapatan per saham, dan yang paling penting, dapat membahayakan keberadaan perusahaan karena adanya *bankruptcy cost*. Di lain pihak, kebijakan konservatif dengan lebih banyak modal sendiri dapat mengurangi laba bersih yang dimiliki perusahaan dalam meningkatkan tingkat pengembalian terhadap pemegang saham dimana komponen ekuitas yang lebih tinggi menyebabkan pendapatan per lembar saham yang lebih rendah. Perusahaan harus memilih keputusan yang tepat tentang sumber pendanaan untuk setiap aktivitasnya supaya nilai dari perusahaan menjadi maksimal.

Keputusan pendanaan perusahaan dapat dijelaskan melalui teori tentang struktur modal. Dalam sebuah perusahaan, yang dimaksud dengan struktur modal adalah jumlah spesifik campuran antara hutang dan modal sebuah perusahaan untuk mendanai kegiatan operasionalnya (Abor, 2007). Ada dua teori yang sering disinggung untuk menjelaskan *capital structure* dari perusahaan. Teori pertama diungkapkan oleh Modigliani dan Miller (1958 dan 1963), teori mendasar dari pemikiran mereka adalah nilai dari perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur pendanaan perusahaan (dengan asumsi: pada saat tidak terdapat pajak, tidak terdapat *bankruptcy cost*, tidak terdapatnya *asymmetric information*, dan pada

pasar yang efisien). Namun, pada periode berikutnya, muncul beberapa pembuktian yang menyatakan bahwa teori tersebut tidak relevan untuk menjelaskan *capital structure* dari perusahaan yang berada pada struktur pasar yang sebenarnya (Watson dan Wilson, 2002).

Teori kedua yang sering digunakan dalam menjelaskan struktur modal perusahaan adalah teori *pecking order* yang diungkapkan oleh Myers dan Majluf (1984), teori tersebut menyatakan bahwa sebuah perusahaan akan lebih senang untuk mendanai kebutuhannya dengan dana yang berasal dari dalam perusahaan, atau sering disebut dengan *retained earnings*. Lalu, ketika masih terjadi defisit dalam pendanaannya perusahaan akan mencari sumber pendanaan dari eksternal perusahaan, dimulai dari hutang, kemudian *hybrid securities* seperti *convertible bonds*, dan yang terakhir adalah mengeluarkan saham baru. Teori tersebut muncul dari adanya ketidaksimetrisan informasi antara *external shareholders* dengan orang dalam perusahaan yang memiliki informasi lebih tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya dan ketidaksempurnaan pasar yang mempengaruhi sisi penawaran dari pendanaan, seperti ketersediaan dan biaya yang berbeda atas berbagai sumber pendanaan (Stiglitz dan Weiss, 1981). Di dalam penelitian yang dilakukan oleh Stiglitz dan Weiss (1981), mereka mengobservasi adanya bukti empiris yang tidak konsisten dengan kebijakan pendanaan yang dipengaruhi oleh *trade-off* dari keuntungan dan kerugian dari ketidaksempurnaan pasar, pajak, biaya dari *financial distress*, dan biaya keagenan. Sementara, Donaldson (1961) mengungkapkan bahwa kebijakan pendanaan perusahaan lebih baik dijelaskan berdasarkan perilaku, sehingga dari hasil penelitiannya didapatkan bahwa struktur modal perusahaan lebih dapat dijelaskan oleh teori *pecking order* dibandingkan dengan keinginan perusahaan dalam mencapai tingkat *leverage* yang tinggi.

Untuk menguji apakah *pecking order* dapat diidentifikasi lebih baik, Syham-Sunder dan Myers (1999) membuat permodelan defisit pendanaan dengan perubahan hutang. Ide ini muncul karena seharusnya dalam kondisi normal, nilai defisit pendanaan akan saling menyesuaikan dengan perubahan hutang

perusahaan. Sebagai hasil keputusannya, jika terjadi perbedaan sensitifitas koefisien regresi dari jumlah hutang jangka panjang terhadap nilai defisit pendanaan maka struktur modal perusahaan mengikuti pola teori *pecking order*. Dalam penelitiannya, Syham-Sunder dan Myers (1999) menemukan bahwa teori *pecking order* dapat menjelaskan keputusan struktur modal pada perusahaan Amerika. Namun, masalah dari pengujian keberadaan teori *pecking order* dengan menggunakan permodelan Syham-Sunder dan Myers (1999) mulai timbul, ketika terlontar beberapa kritikan dari permodelan yang dibuat oleh mereka, salah satunya berasal dari Chirinko dan Singha (2000). Mereka menyarankan agar dibuat alternatif uji yang dapat menjelaskan struktur modal atas hipotesis yang ada, karena dalam permodelan yang dibuat oleh Syham-Sunder dan Myers (1999) mereka menemukan kesulitan yang cukup serius dalam mengevaluasi keberadaan teori *pecking order*. Sebagai contoh, penerbitan ekuitas akan dilakukan terlebih dulu dari pada penerbitan hutang, walaupun dengan jumlah proporsi yang lebih kecil. Dalam keadaan ini, walaupun hirarki dalam teori *pecking order* dapat diterima, namun pada kenyataannya teori tersebut tidak terjadi. Selain itu, Watson dan Wilson (2002) menyatakan bahwa dalam menguji keberadaan teori *pecking order* sulit di uji hanya dengan menggunakan satu variabel bebas, yaitu variabel *financial leverage*.

Permasalahan yang timbul dari permodelan Syam-Sunder dan Myers (1999), menyebabkan Watson dan Wilson (2002) membuat sebuah uji permodelan baru atas keberadaan teori *pecking order*. Mereka membuat sebuah analisis regresi dimana variabel terikat merupakan tingkat pertumbuhan aktual dari seluruh perusahaan dan variabel bebasnya terdiri dari perubahan relatif dari setiap sumber pendanaan perusahaan. Dengan memfokuskan pada bagaimana pengaruh perubahan dari setiap sumber pendanaan terhadap perubahan jumlah harta perusahaan, maka kita dapat mengidentifikasi lebih lanjut apakah pola dari koefisien yang diestimasi konsisten dengan hirarki yang ada di teori *pecking order*.

Pembuktian keberadaan teori *pecking order* sudah pernah dilakukan oleh Pramawijaya (2006), Adrianto (2007), dan Linardo (2008) dengan menggunakan permodelan yang dibuat oleh Frank dan Goyal (2003). Hasil penelitian mereka menemukan temuan yang berbeda, dimana dapat disimpulkan bahwa teori *pecking order* tidak dapat digeneralisasikan dalam menjelaskan teori struktur modal untuk seluruh kondisi perusahaan. Dari penelitian sebelumnya disarankan supaya untuk penelitian selanjutnya digunakan periode yang lebih panjang dan memasukkan faktor ekuitas perusahaan untuk mendapatkan gambaran yang menyeluruh mengenai perilaku pendanaan perusahaan (Linardo, 2008). Sehingga, pada penelitian kali ini penulis ingin mencari tahu kembali tentang keberadaan teori *pecking order* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2001-2007 dengan menggunakan dua bentuk permodelan. Pertama, penulis akan menguji perubahan dari tiga sumber pendanaan terbesar secara akuntansi (laba ditahan, penerbitan ekuitas, dan hutang) dengan menggunakan permodelan yang dilakukan oleh Watson dan Wilson (2002). Kedua, penulis akan mempelajari tentang peran dari hutang jangka panjang dalam memenuhi deficit perusahaan, dengan menggunakan persamaan *flow fund deficit* yang dilakukan oleh Shyam-Sunder dan Myers (1999).

I.2. PERUMUSAN MASALAH

Dalam kondisi seperti saat ini, dimana semakin berkembangnya pasar modal di Indonesia dan relatif murah biaya bunga yang harus dibayar untuk mendapatkan fasilitas pendanaan dari luar perusahaan seperti kredit yang diberikan oleh perbankan Indonesia serta semakin tingginya ketidaksimetrisan informasi yang terjadi di pasar modal maka penulis akan meneliti:

1. Menganalisis apakah teori *pecking order* dapat menjelaskan perilaku struktur modal perusahaan non-keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2001-2007?
2. Apakah perusahaan lebih memilih hutang jangka panjang atau penerbitan ekuitas dalam membiayai defisit perusahaan untuk pendanaan harta bersihnya?
3. Apakah terjadi perbedaan pola struktur modal dari industri yang berbeda?

I.3. TUJUAN PENELITIAN

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Menganalisis apakah teori *pecking order* dapat menjelaskan perilaku struktur modal perusahaan non-keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2001-2007.
2. Menjelaskan apakah pendanaan defisit perusahaan lebih cenderung menggunakan hutang jangka panjang atau melakukan penerbitan ekuitas.
3. Menjelaskan apakah terjadi perbedaan pola struktur modal dari industri yang berbeda.

I.4 MANFAAT PENELITIAN

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi perusahaan, bank, investor, akademisi, dan pihak lain yang berkepentingan. Dengan memahami keberadaan *pecking order theory* dalam pembentukan struktur modal dari usaha kecil menengah, maka diharapkan:

1. Investor

Jika teori *pecking order* didukung, maka berarti perusahaan memiliki jumlah pendanaan internal yang cukup bagi investasinya. Hal ini dapat memberikan sinyal yang positif kepada investor (yang motif investasinya adalah benar-benar untuk mendapatkan dividen) bahwa perusahaan tersebut akan meningkatkan kesejahteraan dari investor. Hal ini sejalan dengan *signaling theory*, dimana ketika perusahaan menggunakan laba ditahan dan hutang lebih memberikan sinyal positif kepada investor, ketimbang ketika perusahaan menerbitkan ekuitas (saham) baru.

2. Akademisi

Dapat menggambarkan relevansi teori *pecking order* perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI.

3. Kreditor

Jika teori *pecking order* didukung, maka kreditor bisa mengetahui kemampuan perusahaan dalam melakukan pendanaan secara internal. Sehingga, kreditor dapat menganalisis kemampuan bayar perusahaan atas hutang yang diajukan kepada kreditor.

I.5. RUANG LINGKUP PENELITIAN

1. Wilayah dan Objek Penelitian

Objek dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Selanjutnya, dari seluruh perusahaan tersebut akan dilakukan seleksi untuk mendapatkan sample yang cocok dalam penelitian ini. Adapun kriteria perusahaan yang dapat dijadikan sample adalah:

1. Perusahaan merupakan perusahaan yang sudah tercatat di BEI sebelum tahun 2000,
2. Perusahaan bergerak di industri non-keuangan,
3. Perusahaan harus memiliki nilai pendapatan bersih yang positif selama periode penelitian, dan
4. Perusahaan harus memiliki nilai laba ditahan yang positif selama periode penelitian.

2. Variabel dan Waktu Pengambilan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu berupa laporan keuangan dari perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2001-2007.

I.6. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini akan difokuskan pada pengujian keberadaan teori *pecking order* dalam menjelaskan struktur modal perusahaan di Indonesia. Adapun hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

- Apakah terdapat perubahan sumber pendanaan secara akuntansi, dan mengikuti pola dari teori *pecking order*?
- Apakah perusahaan lebih memilih hutang jangka panjang atau penerbitan ekuitas dalam membiayai deficit perusahaan untuk pendanaan harta bersihnya?
- Apakah terjadi perbedaan pola struktur modal dari industri yang berbeda?

Dalam penelitian ini, penulis akan melakukan beberapa langkah penelitian seperti langkah penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Vidal dan Ugedo (2007), yaitu dengan menggunakan permodelan yang dibuat oleh Watson dan Wilson (2002) dan Syham- Sunder dan Myers (1999) dengan menggunakan metode pemodelan panel data.

I.7. SISTEMATIKA PENULISAN

Penulisan skripsi ini dibagi dalam lima bab, yang akan disusun sebagai berikut:

BAB I. PENDAHULUAN

Bab ini menguraikan latar belakang, permasalahan, ruang lingkup pembahasan, tujuan & manfaat penelitian, serta sistematika penulisan atas penelitian ini.

BAB II. LANDASAN TEORI

Bab ini meninjau teori – teori tentang struktur modal, dan teori yang menjelaskan tentang pembentukan struktur modal. Bab ini juga meninjau penelitian – penelitian berkaitan yang telah dilakukan sebelumnya.

BAB III. METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan tentang data-data pendukung penelitian, sumber data, metode analisa data, dan model-model penelitian yang digunakan penulis dalam penelitian ini.

BAB IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini menguraikan hasil pengolahan data berdasarkan model penelitian serta analisa hipotesa.

BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi hasil analisis dan pembahasan serta kesimpulan dan saran bagi penelitian selanjutnya. Penulis juga akan menguraikan kesulitan-kesulitan yang dihadapi selama penyusunan skripsi ini dan kekurangan-kekurangan dalam penelitian.