

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Struktur Modal

Prase struktur modal menunjuk pada kumpulan dari utang dan sekuritas ekuitas untuk jangka waktu yang panjang di dalam suatu perusahaan. Masalah struktur modal berkaitan dengan keputusan pendanaan yang dilakukan perusahaan. Manajer harus berhati-hati dalam melakukan keputusan pendanaan karena akan memiliki implikasi pada menurunnya kemakmuran para pemegang saham.

Menurut Gitman (2006:538) struktur modal merupakan kumpulan dana yang dapat digunakan dan dialokasikan oleh perusahaan, dimana dana tersebut diperoleh dari utang jangka panjang dan modal sendiri.

Brigham dan Houston (2007:402) mengemukakan struktur modal itu merupakan campuran atau kumpulan dari utang, saham preferen dan modal sendiri yang digunakan untuk menggalang modal.

Dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan campuran atau kumpulan dana yang berasal dari utang jangka panjang, utang jangka pendek yang bersifat permanen, saham preferen, dan dana yang berasal dari dalam bentuk laba ditahan dan depresiasi.

2.2 Komponen Struktur Modal

2.2.1 Sumber Dana Internal

2.2.1.1 Laba Ditahan

Laba ditahan merupakan modal yang dihasilkan sebuah perusahaan. Akun laba ditahan mencerminkan akumulasi laba atau rugi yang tidak dibagikan sejak berdirinya

perusahaan.¹ Akun ini berlawanan dengan saham modal dan tambahan modal disetor yang berasal dari setoran modal pemegang saham. Laba ditahan merupakan sumber utama distribusi dividen.

Cara untuk mengestimasi biaya laba ditahan adalah dengan mendiskontokan aliran kas atau pendekatan penilaian dividen yang diharapkan akan diterima pemegang saham. Secara teoritis biaya laba ditahan akan lebih rendah daripada biaya modal yang berasal dari saham baru. Hal ini disebabkan karena dalam penjualan saham baru biasanya terdapat biaya emisi atau *flotation cost* yang harus ditanggung perusahaan. Dengan demikian perusahaan akan menerima kas yang lebih kecil dari harga jual saham baru.

2.2.1.2 Depresiasi

Sumber dana lain internal adalah depresiasi. Bagi manajer keuangan dana yang dihimpun dari akumulasi depresiasi merupakan sumber pembiayaan bagi investasi jangka panjang. Hal ini mudah dipahami karena sepanjang dana itu belum dimanfaatkan untuk mengganti aktiva sejenis, maka dapat dipergunakan. Biaya modal yang berasal dari depresiasi ini adalah sama dengan *weighted (marginal) cost of capital*.

2.2.2 Sumber Dana Eksternal

2.2.2.1 Utang Jangka Panjang (*long term-debt*)

Menurut Ormiston (2000:238): “Utang jangka panjang adalah kewajiban yang jatuh tempo melebihi satu tahun di neraca ditampilkan sebagai utang tidak lancar”.

Menurut Husnan (2004:382) terdapat beberapa jenis utang jangka panjang antara lain:

1. Pinjaman Obligasi (*Bond-Payables*)

¹ John J. Wild, K.R. Subrayaman and Robert F. Hasley, “Financial Statement Analysis,” Eight Edition, McGraw-Hill, 2004.

Adalah pinjaman uang dalam jangka waktu yang panjang dimana debitur mengeluarkan surat pengakuan utang yang mempunyai nominal tertentu.

2. Kredit Investasi

Jenis pendanaan ini disediakan oleh perbankan, dan masih banyak dimanfaatkan oleh kalangan pengusaha. Sering kali, suatu klasul dinyatakan bahwa debitur tidak dapat melunasi kredit investasi yang diambilnya lebih cepat dari jangka waktu yang disepakati, membuat tingkat bunga efektif yang ditanggungnya tidak selalu lebih kecil dari tingkat bunga kredit jangka pendek (modal kerja).

3. Hipotek (*Mortgage*)

Hipotek merupakan bentuk utang jangka panjang dengan agunan aktiva tidak bergerak (tanah dan bangunan). Di dalam perjanjian kreditnya disebutkan secara jelas aktiva apa yang dipergunakan sebagai agunan. Dalam peristiwa likuidasi kreditur akan dibayar terlebih dahulu dari hasil penjualan aktiva yang diagunkan tersebut belum cukup, maka sisanya dijadikan kreditur umum.

Menurut Brigham et.al, (1999:719), terdapat beberapa keuntungan dan kelemahan dari pengguna utang jangka panjang.

Keuntungannya adalah :

1. Biaya utang terbatas, dimana para kreditur tidak ikut menikmati laba perusahaan.
2. Beban utang berupa pembayaran bunga dapat mengurangi beban pajak.
3. Kontrol operasi perusahaan oleh pemegang saham tidak berubah.

Kelemahannya adalah :

1. *Financial risk* perusahaan meningkat sebagai konsekuensi meningkatnya *financial leverage*.

2. Utang memiliki biaya tetap, jika laba perusahaan menurun maka besarnya beban bunga utang harus tetap dibayar dan kemungkinan perusahaan tidak dapat menunaikannya, sehingga dapat menyebabkan kebangkrutan.
3. Utang jangka panjang memiliki waktu jatuh tempo yang ditetapkan, dimana debitur harus membayar utang pokok.
4. Dalam utang jangka panjang, pengawasan akan lebih ketat terhadap perusahaan. Hal ini menyebabkan perusahaan memiliki ruang lingkup terbatas dibanding menerbitkan saham.
5. Tingkat *leverage* yang tinggi akan menyebabkan tingkat pengembalian yang tinggi pula sehingga biaya modal lebih besar.

Jumlah biaya komponen utang jangka panjang yang harus dibayar perusahaan kepada pihak pemberi pinjaman dan pemegang obligasi adalah sebesar tingkat bunga setelah dikurangi pajak, karena bunga merupakan unsur pengurang yang diakui untuk kepentingan pajak.

Biaya utang setelah pajak menurut Brigham et.al, (1999:337) dirumuskan sebagai berikut:

$$K_{DT} = K_D * (1-T)$$

Dimana :

K_{DT} : Biaya utang setelah pajak

K_D : Tingkat bunga utang

T : Tingkat pajak

Selain itu, perusahaan yang menggunakan *leverage* juga menghadapi *financial distress* yang terjadi jika perusahaan janji pembayaran kepada kreditur tidak bisa ditepati yang terkadang bisa mengakibatkan kebangkrutan. Investor mengetahui bahwa perusahaan

yang menggunakan utang mungkin akan mengalami kesulitan dalam keuangan dan investor tersebut khawatir akan *cost of financial distress*. Kekhawatiran itu direfleksikan dari harga pasar sekuritas perusahaan saat ini.

2.2.2.2 Saham Istimewa (*Preferred Stock*)

Sebagai sumber modal jangka panjang perusahaan, saham preferen menduduki posisi antara utang jangka panjang dan saham biasa (Brigham dan Gapenski, (2000:826). Dalam proses likuidasi, pemegang saham preferen juga didahulukan dalam pembayaran hak-haknya sebelum pemenuhan kewajiban kepada pemegang saham biasa (Sartono, 2001).

Saham preferen memiliki beberapa ciri khusus pertama, saham preferen selalu dijual dengan tingkat harga par. Kedua, saham preferen memberikan hak suara kepada para pemegang saham preferen untuk memilih manajer perusahaan jika pada waktu tertentu perusahaan tidak membagikan dividen. Dengan demikian manajer dipaksa untuk selalu berusaha membayar dividen kepada pemegang saham preferen. Saham preferen merupakan bagian dari modal sendiri dan juga memberikan pendapatan yang relatif konstan, disamping itu biaya modal saham preferen cenderung lebih tinggi daripada biaya utang, karena resiko yang dihadapi pemegang saham preferen lebih besar dari resiko pemegang obligasi. Pemegang saham preferen memiliki preferensi prioritas dalam pembagian dividen. Terdapat dua jenis saham preferen, yaitu saham preferen yang kumulatif dan tidak kumulatif.

Keuntungan penggunaan saham preferen adalah pada saham preferen pembayaran dividen relatif lebih fleksibel dibandingkan dengan bunga utang dan ketidakmampuan pembayaran dividen kepada pemegang saham preferen tidak berakibat terlalu buruk dibandingkan dengan ketidakmampuan membayar bunga utang yang dapat mengakibatkan

kebangkrutan, selain itu penggunaan saham preferen dapat meningkatkan *degree of financial leverage*.

Kelemahan dari penggunaan saham preferen adalah biaya modal setelah pajak yang tinggi dibandingkan dengan biaya modal dari utang, selain itu saham preferen tidak dapat digunakan sebagai pengurang pajak, dan pada saham preferen para pemegang saham tidak memiliki hak untuk memaksakan pembayaran dividen.

Menurut Brigham et.al, (1999:377), biaya modal yang ditimbulkan dari penerbitan saham istimewa diformulasikan pada persamaan dibawah ini:

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

Dimana:

- K_p : Biaya modal saham istimewa
 D_p : Dividen saham istimewa
 N_p : Harga pasar saham istimewa

2.2.2.3 Saham Biasa (*Common Stock*)

Saham biasa merupakan sumber dana permanen, karena tertanam dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas selama perusahaan masih menjalankan kegiatan operasional. Saham biasa disebut juga sebagai *variable income security* atau sekuritas dengan penghasilan yang tidak tetap disesuaikan dengan kondisi tinggi rendahnya laba yang diperoleh perusahaan.

Menurut Brigham et.al, (1999:704) saham biasa memiliki keuntungan dan kelemahan dari penggunaan saham biasa.

Keuntungannya adalah:

1. Biaya modal pada saham biasa berupa dividen tunai tidak wajib bayar.

2. Saham biasa memiliki jangka waktu tak terbatas dan perusahaan tidak harus mengembalikan modal saham yang disetor oleh investor.
3. Saham biasa dapat menguatkan posisi perusahaan terhadap kreditur, sehingga perusahaan dapat mengakses bursa utang.
4. Saham biasa lebih mudah dijual daripada surat utang. Hal ini disebabkan (a) saham memiliki tingkat pengembalian yang besar. (b) tingkat pengembalian terlindungi dari inflasi daripada surat utang. (c) tingkat pengembalian berupa *capital gain* dikenai pajak apabila *capital gain* dikenai pajak *capital gain* terealisasi.

Kelemahannya adalah:

1. Penerbitan dan penjualan saham secara otomatis memberikan hak suara kepada investor baru, sehingga dapat mengurangi kendali manajemen perusahaan terhadap perusahaan.
2. Utang memiliki biaya modal yang tetap, sedangkan saham memiliki biaya modal yang fleksibel. Hal ini menyebabkan perusahaan harus berbagi laba yang ada dengan pemegang saham.
3. Biaya untuk menerbitkan saham dan mendistribusikan saham ke pihak lain relatif lebih tinggi daripada biaya menerbitkan dan mendistribusikan obligasi atau biaya untuk mendapatkan utang jangka panjang.
4. Penerbitan saham baru dapat menimbulkan persepsi negatif pada investor, sehingga membuat harga saham menjadi jatuh.

Menurut Brigham et.al, (1999:381), formula untuk mengkalkulasi komponen biaya saham biasa adalah:

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Dimana :

- K_s : Biaya saham biasa
 D_1 : Dividen saham biasa yang dibagikan akhir tahun ini
 P_0 : Harga saham biasa tahun ini
 g : Tingkat pertumbuhan dividen.

Dalam hal ada *flotation cost* (biaya emisi saham baru), maka biaya modal saham baru akan lebih besar dengan biaya modal laba ditahan. Disamping itu faktor lain yang mempengaruhi biaya modal saham baru ini adalah, harga jual saham baru dapat terjadi lebih rendah daripada harga pasar saham sebelum perusahaan mengeluarkan saham baru. Dengan demikian maka modal saham baru memiliki biaya yang paling mahal dibandingkan dengan sumber dan yang lain, oleh sebab itu perusahaan sering menghindari untuk memperoleh tambahan modal (dana) dengan cara mengeluarkan saham baru.

2.3 Teori Struktur Modal

2.3.1 Teori Struktur Modal Irrelevansi Modigliani-Miller (*Modigliani-Miller Proposition*)

Selama ini teori struktur modal didasarkan pada perilaku investor dan bukannya studi formal secara matematis. Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) memperkenalkan model struktur modal secara matematis, *scientific*, dan atas dasar penelitian yang terus-menerus. Sebelum teori MM belum adanya teori struktur modal

yang diterima secara umum.² Teori ini berpendapat bahwa di dalam pasar yang efisien pilihan struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai suatu perusahaan. Artinya perusahaan yang memiliki komposisi utang yang tinggi atau rendah akan memiliki nilai perusahaan yang sama. Teori MM memiliki asumsi-asumsi yang mendasarinya, yaitu:³

1. Seluruh asset fisik dimiliki oleh perusahaan.
2. Pasar modal adalah friksional. Tidak adanya pajak perusahaan ataupun pribadi, sekuritas dapat dijual atau dibeli dengan biaya yang rendah dan secara cepat, dan tidak adanya biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*).
3. Perusahaan hanya dapat menerbitkan dua tipe sekuritas, yaitu ekuitas yang beresiko (*risky equity*) dan utang yang bebas resiko (*risk-free debt*).
4. Baik individu maupun perusahaan dapat meminjam atau meminjamkan pada tingkat bunga bebas resiko.
5. Investor memiliki ekspektasi yang sama mengenai perkembangan keuntungan perusahaan di masa depan.
6. Tidak adanya pertumbuhan, sehingga arus kas dibayarkan secara terus-menerus dengan jumlah yang sama (*perpetuity*).
7. Seluruh perusahaan dapat diklasifikasikan menjadi satu dari beberapa “kelas hasil yang ekuivalen (*equivalent return class*)” dimana hasil dari saham seluruh perusahaan pada kelas tersebut proporsional, dan berkolerasi sempurna dengan seluruh perusahaan yang berada dalam kelas tersebut.

² Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal., “Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt,” Review paper, December 2007, p.1-85.

³ Megginson, William L., “Corporate Finance Theory”, New York Addison-Wesley, 1997.

Pertama kali MM memperkenalkan teori struktur modal dengan asumsi tidak adanya pajak pendapatan perusahaan. Dengan asumsi ini maka MM secara matematis mengajukan dua proposisi.⁴

Proposisi I

Nilai suatu perusahaan adalah kapitalisasi laba operasi bersih atau laba sebelum bunga dan pajak dengan tingkat kapitalisasi yang konstan sesuai dengan tingkat resiko perusahaan atau dapat dituliskan sebagai berikut:⁵

$$V_L = V_U = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{EBIT}{K_{SU}}$$

Dimana :

- V_L : Nilai perusahaan yang menggunakan utang
- V_U : Nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang
- EBIT : Laba sebelum bunga dan pajak
- WACC : *Cost of capital* untuk perusahaan yang menggunakan utang
- K_{SU} : *Cost of equity* untuk perusahaan yang tidak menggunakan utang

Berdasarkan persamaan diatas dapat dilihat bahwa nilai perusahaan yang memiliki utang sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki utang. Artinya, nilai perusahaan tidak tergantung atau tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Implikasi lainnya adalah bahwa biaya modal rata-rata tertimbang sama (*WACC*) dengan biaya modal sendiri (K_{SU}) untuk perusahaan yang tidak memiliki *leverage*. Dengan demikian preposisi pertama ini

⁴ Eugene F. Brigham and Louis C. Gapenski, "Financial Management : Theory and Practice," Seventh Edition, The Dryden Press, New York, N.Y. The Dryden Press, 1994

⁵ Ibid.

sama dengan pendekatan laba operasi (*NI*). MM secara tidak langsung menentang pendapat laba bersih dan untuk pendukung pendapatnya MM menggunakan pendekatan arbitrase.⁶

Proposisi II

Dalam preposisi kedua ini MM berpendapat bahwa biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* didalam kelas yang sama ditambah dengan premium resiko. Besar kecilnya premium resiko tergantung atas selisih antara biaya modal sendiri dan biaya utang perusahaan yang tidak memiliki *leverage* dikalikan dengan besarnya utang, atau dapat dituliskan sebagai berikut:

$$K_{SL} = K_{SU} + \text{Premium Resiko} = K_{SU} + (K_{SU} - K_D) (D/S)$$

Dimana :

K_{SL} : *Cost of equity levered firm*

K_{SU} : *Cost of equity unlevered firm*

K_D : *Constant cost of debt*

D : Nilai pasar utang perusahaan

S : Nilai pasar ekuitas perusahaan

Dari preposisi kedua ini, Modigliani-Miller berpendapat bahwa apabila utang perusahaan semakin besar maka biaya modal sendiri juga semakin besar. Hal ini disebabkan karena risiko yang dihadapi oleh pemilik modal sendiri semakin besar dengan demikian pemilik modal sendiri meminta tingkat keuntungan yang semakin besar.

⁶ Sartono, Agus, "Manajemen Keuangan", Teori dan Aplikasi Edisi 3, BPFE Yogyakarta, Januari 1998.

Dari dua preposisi ini secara implicit MM berpendapat bahwa semakin besar utang yang digunakan dalam struktur modal tidak akan meningkatkan nilai perusahaan. Akhirnya dapat disimpulkan bahwa dalam kondisi tidak ada pajak, nilai perusahaan dan biaya modal rata-rata tertimbang tidak dipengaruhi oleh struktur modal.

Modigliani-Miller Dengan Adanya Pajak

Modigliani dan Miller juga mengembangkan kedua preposisi tersebut dengan kondisi ada pajak penghasilan perusahaan. Dalam kondisi ada pajak penghasilan, perusahaan memiliki *leverage* akan memiliki nilai lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan tanpa *leverage* kenaikan nilai perusahaan terjadi karena pembayaran bunga atas utang merupakan pengurang pajak oleh karena itu laba operasional yang mengalir kepada investor menjadi semakin besar.

Proposisi I

Nilai perusahaan yang dimiliki *leverage* adalah sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan nilai perlindungan pajak. Adapun nilai perlindungan pajak ini adalah sebesar pajak penghasilan perusahaan dikalikan dengan utang perusahaan. Persamaan pada proposisi I ini menjadi:

$$V_L = V_U + TD$$

Proposisi II

Dalam kondisi ada pajak penghasilan, MM berpendapat bahwa biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan premium resiko. Besarnya premium resiko

ini tergantung atas besarnya hutang dan selisih atas biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* dan biaya hutang.

$$K_{eL} = K_{eu} + (K_{eu} - K_d)(1-T) (D/E_L)$$

Dari persamaan diatas tampak bahwa identik dengan kondisi tidak ada pajak, hanya bedanya sekarang ada (1-T) dalam persamaan tersebut. Karena (1-T) pasti lebih kecil dari satu, maka pengaruh pajak ini mengakibatkan biaya modal sendiri akan meningkat dengan tingkat kenaikan yang semakin kecil. Sehingga biaya modal rata-rata tertimbang akan menurun dan kemudian akan meningkat pada titik tertentu.

2.3.2 Teori *Trade-off*

Teori *trade-off* muncul dari perdebatan mengenai teori irrelevansi Modigliani-Miller.⁷

Teori *trade-off* mengemukakan bahwa rasio utang optimal perusahaan ditentukan oleh *trade-off* antara keuntungan dan kerugian dari meminjam, investasi aset perusahaan, dan perencanaan investasi. Perusahaan akan mensubstitusi utang dengan ekuitas atau ekuitas dengan utang hingga nilai perusahaan maksimal. Keuntungan menggunakan utang, yaitu *tax-shelter effect* yang muncul ketika perusahaan membayar beban bunga utang maka akan mengurangi pendapatan kena pajak perusahaan, sehingga pajak yang dibayarkan perusahaan lebih kecil (*tax shield*).

Kraus dan Litzenberger (1973) memberikan suatu pernyataan klasik bahwa tingkat optimal utang (*leverage*) merefleksikan *trade-off* antara *tax benefit* dan *deadweight costs of bankruptcy*. Menurut Myers (1984), perusahaan yang mengikuti teori *trade-off* akan menentukan target *debt-to-value ratio* dan secara perlahan-lahan akan menuju target

⁷ Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal., "Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt," "Review paper, December 2007, p.1-85.

tersebut. Target ini ditentukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan dari pengurangan pajak (*debt tax shields*) dan biaya dari kebangkrutan (*costs of bankruptcy*).

Trade-off model menyatakan bahwa struktur modal optimal diperoleh dengan menyeimbangkan keuntungan *tax shield* akibat utang dengan *financial distress cost* dan *agency cost*, sehingga keuntungan dan biaya dari utang saling *trade-off* satu sama lain.⁸

Berdasarkan pada *trade-off models*, setiap perusahaan harus menentukan target struktur modal dimana biaya dan keuntungan dari penggunaan utang adalah sama, karena struktur modal pada saat itu akan memaksimalkan nilai perusahaan.

2.3.3 Teori Pecking Order

Berdasarkan *Pecking Order Theory* perusahaan akan lebih menyukai pendanaan internal. Hipotesa Pecking Order dikembangkan oleh Stewart Myers pada tahun 1984. *Model Pecking Order* berdasarkan pada empat asumsi mengenai perilaku perusahaan dalam aspek keuangan yaitu:

1. Perusahaan menyukai pendanaan dari sumber internal (laba ditahan dan depresiasi) dibandingkan dengan pendanaan secara eksternal (utang dan ekuitas).
2. Jika perusahaan memerlukan pendanaan secara eksternal maka perusahaan akan memilih pendanaan yang paling aman.
3. Kebijakan dividen bersifat *sticky*. Manajer akan berusaha mempertahankan pembayaran dividen dan tidak akan meningkatkan dan menurunkan dividen sebagai respons fluktuasi keuntungan sementara perusahaan.
4. Bila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Yaitu dimulai dengan

⁸ Eugene F. Brigham and Louis C. Gapenski, "Financial Management : Theory and Practice," Seventh Edition, The Dryden Press, New York, N.Y. The Dryden Press, 1994.

penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Myers melakukan penyesuaian terhadap teori Pecking Order berdasarkan pada asimetri informasi mengenai manajer perusahaan. Penyesuaian teori ini berdasarkan pada dua asumsi dasar: (1) manajer memiliki informasi yang lebih baik mengenai peluang investasi perusahaan dibandingkan dengan investor luar dan (2) manajer berperilaku sesuai dengan kepentingan investor yang ada.

Selain itu Adedeji (1998:508) menjelaskan bahwa Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa *Pecking Order Theory* adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar, dan dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas, dan investor beranggapan bahwa penerbitan ekuitas baru oleh para manajer apabila saham dinilai lebih tinggi.

Perilaku Pecking Order, selain dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi juga cenderung didorong dengan adanya pajak dan biaya transaksi. Ada beberapa alasan yang menyebabkan biaya langsung dari laba ditahan akan lebih kecil dari penerbitan ekuitas baru:

1. Terdapatnya penghematan yang cukup besar dalam *banker fees*.
2. Perusahaan dapat menekan dividen yang dikenakan pajak pada saat ini dengan membatasi penerbitan sekuritas. Dalam hal ini, dengan menetapkan jumlah hutang dan investasi tetap konstan, kenaikan dalam penerbitan ekuitas akan selalu mengarahkan pada dividen yang lebih besar. Dividen yang lebih besar selanjutnya akan menambah

beban pajak pribadi. Oleh karena itu akan cukup beralasan bila perusahaan berusaha untuk menekan penerbitan ekuitas baru.

Disamping itu, biaya transaksi pada umumnya lebih kecil menerbitkan utang dibandingkan menerbitkan ekuitas. Perusahaan dalam menerbitkan sekuritas eksternal akan lebih memilih utang dibandingkan ekuitas untuk mengurangi berbagai biaya yang timbul dari pemilihan antara utang dan ekuitas.

Brigham (2007:371) mengemukakan bahwa penggunaan utang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan keuntungan penggunaan utang adalah :

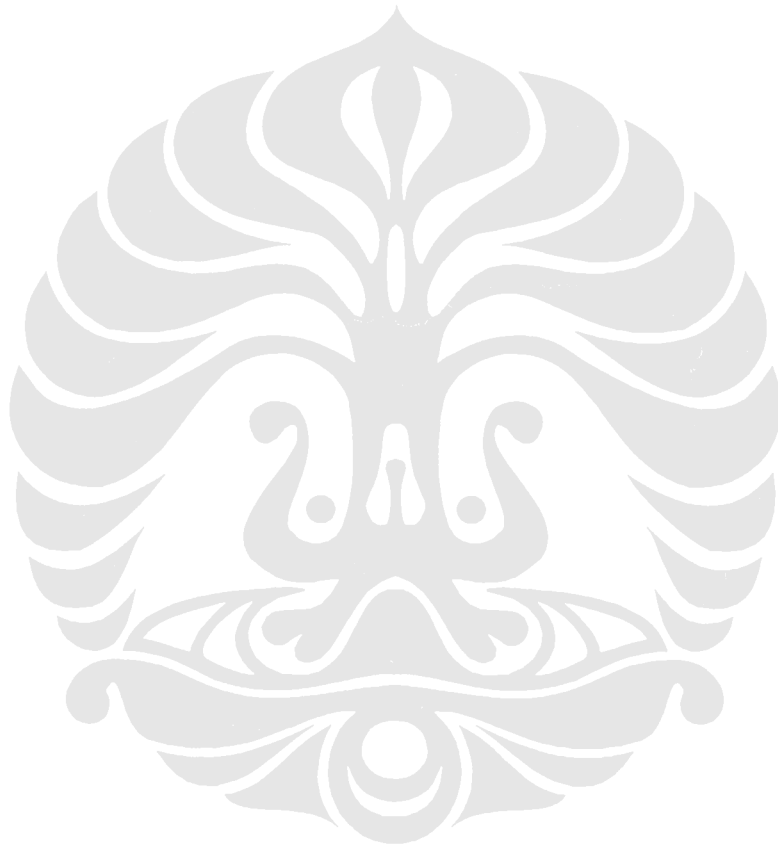
1. Biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya utang efektif menjadi lebih rendah.
2. *Debtholder* hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan.
3. *Debtholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil.

Kerugian penggunaan utang adalah apabila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang.

Teori *pecking order* juga menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu dana internal tidak cukup dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

Teori *pecking order* memiliki batasan yaitu tidak dapatnya menjelaskan seluruh regulasi struktur modal dalam dunia nyata. Selanjutnya, teori ini mengabaikan *agency*

problem yang dapat muncul ketika manajer perusahaan mengakumulasi banyaknya *financial slack* sehingga para manajer kebal terhadap *market discipline*. Meskipun demikian *Pecking Order Hypothesis* dapat menjelaskan aspek-aspek dari perilaku perusahaan lebih baik dibandingkan dengan model-model lain yang ada dan teori ini benar mengenai pemilihan pendanaan oleh perusahaan dan respons pasar terhadap penerbitan sekuritas.⁹



⁹ Megginson, William L., "Corporate Finance Theory", New York Addison-Wesley, 1997.