

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Struktur modal perusahaan dan berbagai teori yang melatarbelakanginya hingga saat ini masih menjadi bahan diskusi yang cukup menarik bagi kalangan akademisi dan pelaku di bidang ekonomi. Ada berbagai teori berkaitan dengan struktur modal di antaranya adalah tiga teori struktur modal utama yaitu teori struktur modal yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (teori MM), teori *trade-off*, dan teori *pecking order*, yang kemudian didukung oleh teori *signaling*, serta teori asimetri informasi dan teori keagenan (*agency approach*) yang saling berkaitan. *Agency theory* merupakan teori yang mendukung *trade-off hypothesis* sedangkan teori asimetri informasi mendukung *pecking order hypothesis*. Teori struktur modal terbaru dikemukakan oleh Baker dan Wurgler pada tahun 2002 yang disebut *market timing hypothesis* tidak mendukung kedua teori struktur modal sebelumnya (*pecking order* dan *trade-off theory*) dan masih belum banyak tersedia penjelasan dan pembuktian mengenai teori ini karena umurnya yang relatif masih baru. Hingga saat ini dua teori yang masih dominan mengenai struktur modal dan sering menjadi perdebatan yaitu *pecking order theory* dan *trade-off theory*. Teori struktur modal yang telah

disebutkan di atas masing-masing akan diulas di bab berikutnya dengan teori *pecking order* sebagai fokus dan landasan utama dalam penelitian ini.

Setiap perusahaan memiliki tugas untuk menetapkan berbagai keputusan yang terkait dengan nilai perusahaan pada akhirnya. Kebijakan-kebijakan tersebut antara lain adalah kebijakan struktur modal sebagai keputusan penggunaan dana perusahaan, kebijakan dividen yaitu keputusan penggunaan laba ditahan saat perusahaan sudah mulai berjalan dan menghasilkan kelebihan laba, kemudian kebijakan investasi yang berkaitan dengan pertumbuhan perusahaan di masa depan. Ketiga keputusan utama perusahaan tersebut memiliki sifat saling mempengaruhi yaitu salah satu contohnya adalah kebijakan struktur modal yang diambil oleh perusahaan akan mempengaruhi kebijakan investasi perusahaan pada periode mendatang begitu juga sebaliknya, kemudian kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan juga akan mempengaruhi atau bahkan mengubah kebijakan struktur modal perusahaan begitu juga sebaliknya, sehingga ketiga keputusan penting perusahaan ini diasumsikan memiliki hubungan simultanitas atau saling pengaruh antar ketiganya.

Salah satu kebijakan utama bagi perusahaan adalah kebijakan struktur modal. Kebijakan terhadap struktur modal didasarkan oleh berbagai faktor yang mempengaruhinya. Menurut Brigham dan Houston (2011), terdapat empat faktor utama yang mempengaruhi keputusan struktur modal

perusahaan yaitu risiko usaha, posisi pajak perusahaan, fleksibilitas keuangan, dan konservatisme atau keagresifan manajerial, diikuti dengan faktor-faktor lain seperti stabilitas penjualan, stuktur aset, *leverage operasi*, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, kendali, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat, kondisi pasar, dan kondisi internal perusahaan (Brigham-Houston, 2007). Ada berbagai penelitian yang kemudian menguji faktor-faktor apa yang mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan dalam kondisi-kondisi tertentu yang disebut sebagai studi terhadap determinan struktur modal.

Pada akhirnya sasaran struktur modal adalah untuk memaksimalkan harga saham perusahaan tersebut (Brigham-Houston, 2007) yang selaras dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*maximizing shareholders' wealth*) dengan cara memaksimalkan nilai saham perusahaan (Brigham-Houston, 2007). Sehingga tujuan manajemen adalah menentukan struktur modal yang paling tepat demi meningkatkan nilai perusahaan yang kemudian juga akan memberikan keuntungan bagi kesejahteraan pemegang saham.

Keputusan perusahaan terhadap struktur modal yang digunakannya berkaitan erat dengan keputusan pendanaan perusahaan, yaitu keputusan perolehan sumber dana untuk kegiatan operasi perusahaan seperti pembelanjaan modal (*capital expenditure*), kegiatan produksi dan

penjualan,serta keputusan untuk mendanai investasi atau proyek-proyek yang bernilai positif bagi perusahaan. Oleh karena itu tugas manajer adalah memperoleh sumber dana yang menguntungkan bagi perusahaan baik dalam segi operasi yang dijalankan maupun profitabilitas yang akan diterima kelak oleh perusahaan dari investasi. Keputusan pendanaan yang tidak tepat akan menimbulkan biaya yang tinggi dan hal tersebut akan menyebabkan perusahaan memperoleh profitabilitas yang rendah (Firnanti, 2011).Biaya yang tinggi diakibatkan karena tingginya biaya modal yang dikeluarkan yaitu rata-rata dari biaya berbagai jenis dana yang digunakan oleh perusahaan tersebut (Brigham-Houston).Salah satu bentuk biaya modal adalah biaya bunga saat penggunaan hutang bank dan biaya emisi saat penerbitan saham baru.

Sumber dana yang diperoleh perusahaan dalam kepentingannya mendanai aktivitas operasi dan investasinya dapat berasal dari internal maupun eksternal perusahaan. Sumber dana internal diperoleh dari labaditahan dan beban non-kas seperti depresiasi sedangkan modal eksternal dapat bersumber dari modal sendiri dan atau melalui utang (Hermeindito, 2001).Sumber dana eksternal diperoleh dari penerbitan obligasi atau meminjam sejumlah uang dari lembaga keuangan seperti bank (Brigham-Houston, 2011). Menurut Myers dan Majluf (1984), hipotesis *pecking order* menyatakan bahwa perusahaancenderung mempergunakan

internal equity (modal internal) terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external financing* (sumber dana dari luar) maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity* (modal external).

Perusahaan dapat melakukan kombinasi antara sumber dana eksternal yaitu hutang dan sumber dana internal yaitu laba ditahan demi menciptakan suatu kombinasi pendanaan yang memiliki efisiensi biaya terutama dalam kaitannya dengan penghematan pajak, sesuai dengan teori *balancing* atau *trade-off*. Dari sisi yang berbeda terdapat teori *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan akan cenderung lebih menyukai menggunakan laba ditahan daripada pendanaan eksternal dalam kaitannya dengan biaya modal yang dikeluarkan apabila perusahaan menghimpun dana dari luar.

Alokasi penggunaan laba selain untuk pembayaran dividen adalah untuk kepentingan investasi perusahaan. Aktivitas investasi perusahaan diperlukan agar perusahaan tersebut dapat terus tumbuh dan kompetitif karena investasi adalah berupa ide-ide yang berhubungan dengan produk-produk baru, tindakan untuk memperbaiki produk-produk yang sudah ada, dan cara-cara untuk beroperasi secara lebih efisien (Brigham-Houston, 2011). Rencana anggaran untuk proyek investasi disusun menggunakan *capital budgeting* dan biasanya akan disusun pada awal periode laporan keuangan. Apabila manajemen memutuskan untuk menggunakan laba

ditahan sebagai sumber pendanaan bagi perusahaannya selama periode tertentu untuk membiayai sebuah proyek investasi tertentu, maka keputusan tersebut akan berdampak pada pembagian dividen pada periode tersebut. Dana untuk pembagian dividen diperoleh dari laba yang kemudian hasilnya dibagikan sebagian atau seluruhnya kepada pemegang saham. Apabila pada suatu periode tertentu laba ditahan perusahaan digunakan untuk mendanai investasi, perusahaan tidak lagi dapat membagikan dividen menggunakan sumber dana berupa laba. Oleh karena itu ada kemungkinan saat perusahaan membiayai proyek investasi menggunakan laba ditahan, perusahaan tidak melakukan pembagian dividen pada periode tersebut atau nilai pembagian dividen akan dikurangi. Hal ini berlaku pada perusahaan yang tidak memprioritaskan pembayaran dividen kepada pemegang saham atau tidak bertujuan untuk mempertahankan nilai pembayaran dividen yang konstan seperti yang dikemukakan oleh teori *dividend smoothing* Lintner. Sedangkan dari sudut pandang yang lain, apabila perusahaan tidak mengutamakan pembayaran dividen yang konstan kepada pemegang saham, saat terdapat proyek investasi menjanjikan bagi perusahaan pada suatu periode tertentu, laba ditahan perusahaan akan digunakan untuk reinvestasi sehingga terdapat kemungkinan pembayaran dividen ditiadakan atau dikurangi. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *dividend payout ratio* dengan kesempatan investasi yang dimiliki

perusahaan, begitu juga sebaliknya, kesempatan investasi juga mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

Menurut Lintner (1956) dalam kaitannya terhadap rasio pembagian dividen yang menyatakan bahwa pada jangka panjang, perusahaan akan menetapkan target rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio target*) secara realtif terhadap pendapatan, namun pada periode jangka pendek, perusahaan akan menghindari perubahan nilai yang signifikan terhadap pembayaran dividen. Teori ini disebut sebagai *dividend smoothing theory*, bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi pada beberapa periode sebelumnya akan cenderung mempertahankan nilai rasio pembayaran dividennya karena manajer menganggap bahwa pembayaran dividen yang konstan adalah merupakan nilai tambah bagi para investor di pasar (Leary dan Michaely, 2009) dan perusahaan yang melakukan *dividend cut* adalah perusahaan yang memberikan sinyal negatif (Guttman, et.al, 2008).

Menurut Baskin (1989), teori yang dikemukakan Lintner dapat digabungkan dengan teori *pecking order* sehingga penggunaan laba ditahan akan mempengaruhi *financial leverage* atau penggunaan hutang untuk mendanai investasi atau proyek yang menguntungkan bagi perusahaan. Perusahaan yang ingin mempertahankan rasio pembayaran dividennya konstan akan menggunakan laba ditahan untuk membayar

dividen kepada pemegang saham dan kemudian mempertimbangkan penggunaan pendanaan eksternal atau hutang untuk membiayai investasi atau proyek. Hal ini akan memberi pengaruh positif antara *dividend payout ratio* dengan *financial leverage* atau hutang. Semakin tinggi rasio pembayaran dividen sebuah perusahaan, semakin banyak pula hutang yang diperlukan perusahaan untuk membayarkan dividen bagi pemegang saham karena sumber dana internal yaitu laba ditahan telah digunakan. Begitu juga kesempatan investasi perusahaan pada periode yang akan datang juga akan terpengaruh oleh *dividend payout ratio*. Nilai *dividend payout ratio* yang tinggi di periode sebelumnya akan mempengaruhi ketersediaan laba ditahan untuk mendanai proyek investasi di periode selanjutnya. Teori ini menambahkan hubungan simultanitas antara *dividend payout ratio* dan kesempatan investasi. Ini adalah hipotesis dari gabungan antara teori *pecking order* dan teori *dividend smoothing*.

Sedangkan apabila perusahaan memiliki kesempatan investasi yang menjanjikan namun tidak terdapat laba ditahan yang memadai, perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal berupa hutang atau penerbitan ekuitas baru. Sehingga *financial leverage* dan kesempatan investasi diduga juga memiliki hubungan simultan. Mayer (1977) menyatakan bahwa pengaruh antara kedua variabel tersebut juga dipengaruhi sebuah kondisi bahwa apabila nilai investasi lebih kecil

daripada nilai penggunaan hutang, maka *shareholders* tidak akan melakukan investasi karena perolehan mereka dari investasi adalah negatif.

Hal penting yang perlu diperhatikan dalam meneliti pengaruh dari *dividend payout ratio* terhadap *financial leverage* dan investasi menurut Adedeji (1998) adalah bagaimana perusahaan bereaksi terhadap pendapatan yang menurun (*earning shortages*). Apabila perusahaan bereaksi terhadap *earning shortages* dengan melakukan peminjaman untuk membayar dividen dan mendanai peluang investasi maka dalam jangka panjang *dividend payout ratio* dan investasi seharusnya berpengaruh positif terhadap *financial leverage*. Sebaliknya, apabila perusahaan bereaksi terhadap *earning shortages* dengan mengurangi atau menunda investasi dan melakukan peminjaman untuk membayar dividen dalam jangka pendek demi menghindari *dividend cut*, maka *financial leverage* akan memiliki hubungan positif terhadap *dividend payout ratio* sedangkan *financial leverage* memiliki hubungan negatif dengan investasi karena hutang digunakan untuk membayar dividen, bukan untuk mendanai investasi.

Penelitian terhadap struktur modal yang berdasarkan teori *pecking order* menjadi hal yang menarik karena preferensi perusahaan menggunakan sumber dana internal diduga akan memberi dampak terhadap keputusan penting perusahaan seperti kebijakan dividen dan keputusan investasi. Sebagai contoh adalah saat perusahaan hanya menggunakan dana

internal berupa laba ditahan saja, aktivitas investasi dapat tertunda apabila perusahaan mendahulukan pembayaran dividen atau sebaliknya pembayaran dividen dapat mengalami penurunan apabila perusahaan tidak memprioritaskan pembayaran dividen. Didukung dengan adanya asimetri informasi yang menggambarkan realita terjadinya perbedaan kepentingan antara manajer perusahaan dan pemegang saham (*agency conflict*). Manajer yang diberi wewenang oleh pemegang saham dapat melakukan tindakan yang hanya menguntungkan dirinya sendiri dan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Hal ini dikarenakan adanya perbedaan informasi antara manajer sebagai pihak yang terlibat langsung menjalankan operasi dalam perusahaan dengan pemegang saham yang memiliki informasi yang lebih terbatas sesuai dengan penelitian oleh (Imanda-Nasir, 2006). Adanya asimetri informasi atau perbedaan kepemilikan informasi akan mendorong pemegang saham menciptakan kebijakan tertentu yang diterapkan oleh pemegang saham untuk mengontrol para manajer. Kebijakan kontrol tersebut berupa kenaikan tingkat penggunaan hutang dianjurkan oleh pemegang saham agar institusi keuangan dapat membantu mekanisme kontrol sehingga manajer memiliki kewajiban pembayaran bunga dan pelunasan hutang yang akan mempersempit peluang penyelewangan dana. Penggunaan hutang sebagai mekanisme kontrol (*controlling*) kemudian disebut sebagai biaya agen atau *agency cost*. Teori *agency cost* oleh Jensen

dan Meckling ini mendukung teori *trade-off* yang menyatakan bahwa struktur modal optimal dapat dicapai dengan menukar *agency cost* dengan keuntungan atas hutang.

Penelitian mengenai hubungan antara ketiga variabel ini dapat mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Adedeji (1998) terhadap perusahaan di United Kingdom pada tahun 1993-1996 yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *dividend payout ratio* dan *financial leverage* serta menyatakan tidak adanya hubungan signifikan antara investasi dan *financial leverage* kemudian menyimpulkan bahwa perusahaan di Inggris ternyata cenderung menerapkan teori *pecking order* dalam struktur modalnya. Temuan ini berbeda dengan temuan dari Baskin (1989).

Peneliti juga menemukan bahwa hipotesis *pecking order* adalah sebuah teori struktur modal yang menarik karena ukuran perusahaan juga menjadi salah satu faktor pengaruh yang penting terhadap keputusan pendanaan perusahaan berdasarkan teori menurut Smith (1977) yang menyatakan bahwa perusahaan kecil akan mengeluarkan biaya yang lebih besar atau membayar lebih banyak untuk menerbitkan ekuitas baru. Sehingga dengan teori tersebut diasumsikan bahwa perusahaan-perusahaan kecil akan cenderung memilih mendanai perusahaan sesuai dengan teori *pecking order*. Setiap usaha akan selalu dimulai dari titik awal dan selalu

melalui fase ukuran perusahaan yang kecil sehingga seharusnya penerapan teori *pecking order* akan cenderung lebih dominan, walaupun pada awal berdirinya perusahaan kemungkinan masih akan menggunakan hutang sebagai modal awal operasional perusahaan. *Pecking order* akan cenderung lebih diterapkan oleh perusahaan kecil dengan dugaan bahwa perusahaan kecil masih belum memiliki kredo atau kepercayaan di mata kreditur sehingga akses terhadap pendanaan hutang masih terbatas, perusahaan kecil belum cukup dikenal oleh publik sehingga saat akan menerbitkan ekuitas baru memerlukan biaya pialang atau emisi yang cukup tinggi.

Peneliti juga ingin menguji apakah *pecking order theory* berlaku pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya terhadap perusahaan-perusahaan di Indonesia, ditemukan bahwa perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti *pecking order theory*. Penelitian-penelitian yang mendukung temuan ini di antara lain adalah penelitian oleh Sartono (2001), Migunda (2001), Pangeran (2000), menyatakan bahwa manajer perusahaan-perusahaan di Indonesia pada rentang tahun 1991 hingga 1999 cenderung memutuskan pendanaan dengan menggunakan *pecking order theory*.

Pendapat yang berbeda ditemukan dari hasil penelitian oleh Wibowo-Erkaningrum (2002) yang meneliti keterkaitan hubungan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage*, dan investasi. Hasil penelitian

mereka menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan industri manufaktur di Indonesia tidak menerapkan hipotesis *pecking order theory*, yaitu *financial leverage* dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, namun tidak berpengaruh signifikan terhadap investasi. *Dividend payout ratio* dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *financial leverage* namun berpengaruh signifikan positif terhadap investasi. *Dividend payout ratio*, *financial leverage*, dan *profitability* tidak berpengaruh terhadap investasi.

Penelitian serupa dilakukan oleh Kaweny (2007) dan Wardianto (2012) dan dari hasil penelitian mereka ditemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti hipotesis *pecking order theory*. Hasil yang berbeda antara kedua penelitian ini mendukung peneliti untuk melakukan kembali penelitian terhadap keterkaitan antar variabel-variabel tersebut di atas.

Fenomena yang terjadi dalam realita berkaitan dengan ketiga kebijakan penting ini juga menjadi landasan yang mendorong penelitian ini dilakukan, khususnya perilaku perusahaan dalam pembayaran dividen. Terdapat perusahaan yang membayarkan dividen sebagai sebuah alat pencitraan yaitu walaupun fundamental keuangan perusahaan sedang tidak baik, pembayaran dividen tetap dilakukan dengan cukup konsisten. Perilaku lainnya adalah saat perusahaan sedang mengalami kerugian dalam suatu

periode namun tetap membayarkan dividen bagi pemegang saham maupun investor publik. Terdapat pula perusahaan yang memiliki rasio pembayaran dividen lebih dari 1, yang menandakan bahwa dividen yang dibagikan lebih besar daripada jumlah pendapatan atau *earning* yang diperoleh dalam suatu kurun periode, bahkan pembayaran dividen bisa saja berasal dari penggunaan hutang. Perilaku pembayaran dividen sedemikian rupa dapat diuji dengan melakukan analisis simultanitas antara ketiga hubungan kebijakan penting perusahaan lainnya. Hasil dari pengujian simultanitas tersebut dapat digunakan untuk mendeteksi latar belakang perusahaan dalam perilaku pembayaran dividen yang cenderung dipaksakan. Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi kajian literatur yang membantu investor baik investor publik maupun investor *private* untuk mengetahui kecenderungan perilaku perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia dalam kebijakan-kebijakan utamanya. Sehingga investor sebaiknya dapat menganalisis terlebih dahulu latar-belakang di balik pembayaran dividen sebuah perusahaan, apakah pembayaran dividen tersebut memang karena tersedia *net earning* yang cukup tinggi dalam perusahaan pada sebuah periode ataukah hanya untuk alat pencitraan semata yang digunakan untuk mengelabui investor agar seolah-olah perusahaan dalam keadaan keuangan yang baik.

Peneliti ingin menguji kembali apakah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) menerapkan hipotesis *pecking order theory* atau tidak. Penelitian ini bersifat replikasi dan jurnal yang menjadi acuan adalah jurnal Chang (2009) dengan hasil penelitian yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Taiwan menerapkan *pecking order theory* dalam kebijakan struktur modal pada 626 perusahaan *listed* pada periode tahun 2002 hingga 2007. Perbedaan terletak pada sampel penelitian yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010 sampai 2014.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan penjabaran latar belakang di atas dan adanya *research gap* pengujian *pecking order* antar negara, peneliti menghimpun rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat hubungan simultanitas antara *dividend payout ratio* dan *financial leverage* ?
2. Apakah terdapat hubungan simultanitas antara *dividend payout ratio* dan investasi ?
3. Apakah terdapat hubungan simultanitas antara *financial leverage* dan investasi ?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan yang diharapkan oleh peneliti dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menguji dan menganalisis hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dengan investasi.
2. Menguji dan menganalisis hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dengan investasi.
3. Menguji dan menganalisis hubungan simultan antara *financial leverage* dengan investasi.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan membawa dampak dan manfaat baik dari segi akademik maupun praktikal sebagai berikut.

1.4.1. Manfaat Akademik

1. Menambah literatur dan referensi mengenai pengujian teori struktur modal perusahaan dalam perspektif *pecking order* di Indonesia dalam periode terbaru yaitu 2010-2014.
2. Menggambarkan hubungan simultanitas antara ketiga kebijakan penting perusahaan

1.4.2. Manfaat Praktik

1. Menyimpulkan kecenderungan preferensi struktur modal perusahaan di Indonesia.
2. Menyimpulkan kecenderungan preferensi investor di Indonesia terhadap kebijakan pembayaran dividen
3. Menggambarkan hubungan antara peluang investasi yang tersedia dan perilaku perusahaan dalam pembayaran dividen

1.5. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini akan dijabarkan sebagai berikut sesuai isi masing-masing bab.

Bab 1 : Pendahuluan

Menjelaskan latar belakang penelitian dan ringkasannya dalam bentuk rumusan masalah dan tujuan penelitian serta manfaat penelitian.

Bab 2 : Tinjauan Kepustakaan

Menjelaskan teori-teori yang menjadi landasan penelitian dan menjabarkan keterkaitan antara variabel-variabel penelitian dengan teori-teori yang ada.

Bab 3 : Metode Penelitian

Menjelaskan jumlah populasi dan sampel yang digunakan dalam penelitian serta jenis data dan teknik yang digunakan dalam analisis data.

Bab 4 : Analisis dan Pembahasan

Berisi deskripsi data dan penjelasan atau pembahasan dari hasil penelitian yang diperoleh. Menjelaskan hubungan antara hasil penelitian yang diperoleh dengan teori yang dikaji pada bab sebelumnya.

Bab 5 : Simpulan

Berisi kesimpulan penelitian yang menjawab rumusan masalah dan inti dari hasil penelitian yang diperoleh.