

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Dalam era saat ini, keberhasilan perusahaan dapat dicapai apabila struktur dan organisasi, keuangan, modal perusahaan tersebut dapat saling mendukung dan memiliki kerjasama yang baik antara satu dengan yang lain. Modal dalam perusahaan diperlukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, baik dalam meningkatkan penjualan, produksi, maupun promosi perusahaan tersebut. Modal tersebut dapat diperoleh dari utang dan penjualan saham perusahaan kepada investor.

Kelangsungan hidup perusahaan, selalu dihubungkan dengan kemampuan manajemen membawa satuan usaha tersebut untuk bertahan selama mungkin. Perusahaan yang menggunakan utang lebih dari titik optimalnya akan mengalami eksposur terhadap terjadinya *bankruptcy cost*, karena perusahaan akan menghadapi risiko tidak mampu dalam melunasi bunga maupun *principal* dari utangnya yang besar.¹

Tahun 2008 menjadi catatan kelam sejarah perekonomian Amerika Serikat, hal tersebut menjadi awal dari drama krisis keuangan di negara yang mengagung-agungkan sistem kapitalis tanpa batas. Celakanya apa yang terjadi di Amerika Serikat dengan cepat menyebar dan menjalar keseluruh dunia. Hanya beberapa saat setelah informasi runtuhnya pusat keuangan dunia di Amerika, transaksi bursa saham diberbagai belahan dunia seperti Hongkong, China, Australia, Singapura, Korea Selatan, dan Negara lainnya mengalami penurunan drastis, bahkan Bursa Saham Indonesia (BEI) harus disuspend selama beberapa hari, pemerintah Indonesia pun kelihatan panik

¹ Nurfitri Fadrijansyah, *Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan*, FE-UI, 2009.

dalam menyikapi permasalahan ini, peristiwa ini menandai fase awal dirasakannya dampak krisis ekonomi global yang pada mulanya terjadinya di Amerika dirasakan oleh negara Indonesia.

Dilihat dari faktor penyebabnya, krisis Ekonomi global pada saat ini berbeda dengan krisis ekonomi yang melanda Indonesia lebih kurang satu dasawarsa lalu, yang mana pada saat itu krisis ekonomi yang melanda Indonesia lebih disebabkan oleh ketidakmampuan Indonesia menyediakan alat pembayaran luar negeri, dan tidak kokohnya struktur perekonomian Indonesia, tetapi krisis keuangan global pada tahun 2008 ini berasal dari faktor-faktor yang terjadi di luar negeri. Tetapi kalau kita tidak hati-hati dan waspada dalam menyikapi permasalahan ini, tidak mustahil dampak krisis keuangan global pada tahun 2008 ini akan sama atau bahkan lebih buruk jika dibandingkan dengan dampak dari krisis ekonomi yang terjadi pada tahun 1998.²

Perlambatan pertumbuhan ekonomi dunia, selain menyebabkan volume perdagangan global pada tahun 2009 merosot tajam, juga akan berdampak pada banyaknya industri besar yang terancam bangkrut, terjadinya penurunan kapasitas produksi, dan terjadinya lonjakan jumlah pengangguran dunia. Bagi negara-negara berkembang dan *emerging markets*, situasi ini dapat merusak fundamental perekonomian, dan memicu terjadinya krisis ekonomi.

Salah satu perusahaan besar yang pernah mengalami kebangkrutan adalah Japan Airlines. Perusahaan ini mengalami kebangkrutan yang disebabkan berdasarkan laporan keuangan JAL per 30 September 2009, posisi utang JAL tercatat sebesar 1.5 triliun yen, atau setara dengan US\$ 16 miliar. JAL juga berencana melakukan pemutusan tenaga kerja (PHK) atas 15 ribu karyawannya. Harga saham JAL pun kini diperdagangkan pada harga 5 yen. Sejak awal Januari 2010, harga saham JAL telah mengalami

² www.suhermanmaman.wordpress.com/2011/07/22/krisis-ekonomi-2008/

penurunan lebih dari 90%. Nilai kapitalisasi pasar JAL dengan harga saham terkini hanya sekitar US\$ 150 juta, lebih rendah dari Croatia Airlines maupun Jazeera Airways. Dan JAL pun diperkirakan total utangnya sekitar 2 triliun yen atau sekitar US\$ 2.2 miliar, pemerintah Jepang selanjutnya akan menginjeksikan sekitar US\$ 3.3 miliar dana ke JAL dalam rangka proses pemulihannya. Lalu seiring berjalannya waktu maskapai penerbangan ini terus mengalami kerugian.³ Tidak jauh berbeda dengan JAL salah satu perusahaan publik di Indonesia yang mengalami kebangkrutan salah satunya adalah Bakrie Group. Perusahaan yang telah berdiri sejak tahun 1942 ini sudah mempekerjakan sekitar 11,000 orang. Pada tahun 2009 bursa saham Indonesia telah banyak dikuasi oleh anggota yang termasuk dalam Bakrie Group. Namun, kini Bakrie Group telah mengalami kesulitan. Hal ini dapat dilihat dari sahamnya yang terus menerus anjlok. Bahkan salah satu perusahaannya harus dihentikan karena mengalami kesulitan dalam pembayaran obligasi. Kondisi ini diperburuk dengan adanya berita negatif, seperti kabar tentang *default* atau potensi gagal pembayaran utang senilai Rp. 7.1 triliun.

Sebagai informasi saham BUMI yang merupakan perusahaan andalan dari Bakrie Group sempat berada di level Rp. 2,550 pada perdagangan tahun 2012. Artinya saham tersebut mengalami penurunan sebesar 304.76%. Bahkan, jika dibandingkan dengan harga saham pada tahun 2008 sebesar Rp. 8,550, berarti saham ini telah mengalami penurunan sebesar 1,257%. Harga saham Bakrie Group yang telah menurun merupakan salah satu faktor yang mencerminkan tingkat kesehatan perusahaan yang sedang diambang kebangkrutan.⁴

³ www.dinnikurnaeni.blogspot.com. *Contoh Perusahaan yang Mengalami Pailit*. 6 Mei 2012.

⁴ www.idx.co.id. *Daftar Perusahaan Delisted Tahun 2008*.

www.sahamok.co.id. Berita Perusahaan yang Mengalami Kebangkrutan.

Penggunaan utang untuk membiayai kegiatan perusahaan memerlukan pertimbangan risiko agar dapat mencapai struktur modal (perbandingan antara utang dengan ekuitas) yang optimal agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Jika perusahaan memiliki utang yang terlalu besar nilainya, maka dapat meningkatkan risiko kebangkrutan karena perusahaan harus membayar dana *cash flow* yang cukup besar untuk membayar utang beserta bunganya. Utang juga dapat menyebabkan perusahaan rentan terhadap fluktuasi perubahan tingkat suku bunga dan gejolak perubahan nilai mata uang.

Dalam sisi lain, penggunaan saham bagi para investor adalah untuk mendapatkan keuntungan modal (*capital gain*) dengan relatif cepat dan memperoleh deviden sebagai bagian dari tingkat pengembalian. Pada dasarnya saham dapat digunakan untuk mencapai tiga tujuan investasi, yaitu:⁵

- a. Sebagai gudang nilai, artinya investor mengutamakan keamanan prinsipal, sehingga mereka akan mencari saham *blue chips* dan saham *nonspekulatif* lainnya,
- b. Untuk penambahan modal, berarti investor mengutamakan investasi jangka panjang, sehingga mereka akan mencari saham pertumbuhan untuk memperoleh *capital gain* atau saham penghasilan untuk mendapatkan deviden,
- c. Sebagai sumber penghasilan, berarti investor mengandalkan pada penerimaan deviden, sehingga mereka akan mencari saham penghasilan yang bermutu baik dan hasil tinggi.

⁵ Syntia A. Sari, *Analisis Hubungan Struktur Modal Berdasarkan Static-Trade Theory dan Pecking Order Theory pada Perusahaan Publik di BEI periode 2002-2004: Business and Management Journal Bunda Mulia*, Vol 2, No. 1, September 2006: 34-47.

Menurut Franco Modigliani dan Merton Miller teori mengenai struktur modal optimal dikenal sebagai teori MM (Modigliani-Miller).⁶ Dengan menggunakan asumsi *perfect market* seperti tidak adanya pajak maupun kesenjangan informasi (*assymetric information*), maka nilai perusahaan tidak tergantung pada keputusan pendanaan. Setelah mempertimbangkan pajak, pendapat Modigliani dan Miller berubah bahwa keputusan pendanaan dengan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena bunga utang mengurangi penghasilan kena pajak. Dalam kenyataannya terdapat penyimpangan dari asumsi teori MM, seperti adanya perbedaan perlakuan terhadap bunga dan deviden, serta *assymetric information*.

Filosofi dasar pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber-sumber dana internal maupun eksternal secara teoritis didasarkan pada dua kerangka teori, yaitu *Static-Tradeoff Theory* dan *Pecking Order Theory*.⁷ Namun demikian, meskipun kedua teori tersebut telah terdefinisi dengan jelas dan pasti teori tersebut tidak dapat dipahami pada kondisi manakah kedua teori tersebut dapat diterapkan. Harris dan Raviv mengindikasikan bahwa pemilihan struktur modal memberi sinyal kepada para *outsider* atau investor tentang informasi *insider*.⁸

Myers menyatakan bahwa para investor akan lebih tertarik kepada pemilihan pendanaan karena perubahan harga saham terjadi pada saat keputusan pemilihan struktur modal telah diumumkan. Perusahaan yang menganut paham pendanaannya berdasarkan *static-tradeoff theory*, keputusan pendanaannya akan didasarkan pada pendanaan atau struktur modal yang ditargetkan atau dengan kata lain didasarkan pada struktur

⁶ Franco Modigliani and Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *American Economic Review*, Volume 48, No. 3, June 1958: 261–297.

⁷ Stewart C. Myers, *The capital structure puzzle*, *Journal of Finance*, Vol. 34, No. 3, April 1984: 575-592.

⁸ Milton Harris and Arthur Raviv, *The Theory of Capital Structure*, *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, March 1991: 297-355.

modal yang optimal. Oleh sebab itu, perusahaan yang melakukan upaya-upaya secara sadar untuk mempertahankan struktur modal yang optimal untuk memaksimalkan nilai perusahaan.⁹ Struktur modal yang optimal dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak dari penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan.¹⁰ Paham *balance theory* memprediksi bahwa masing-masing perusahaan menyesuaikan secara perlahan-lahan ke arah yang optimal.¹¹

Sedangkan untuk perusahaan yang menganut paham *pecking order theory*, pendanaan didasarkan pada usahanya untuk menerbitkan sekuritas yang didasarkan pada suatu urutan atau hirarki yang paling menguntungkan pada suatu waktu tertentu dan tidak didasarkan pada struktur modal yang ditargetkan.¹² Berdasarkan *pecking order theory*, urutan pendanaan yang disarankan atau diinginkan perusahaan pertama dari laba yang ditahan, kedua dari pendanaan utang, dan yang ketiga dari penerbitan ekuitas baru.¹³

B. Identifikasi Masalah

Studi empiris telah difokuskan pada mempelajari determinan, diidentifikasi oleh studi teoritis sebagai potensial penting, untuk membuat kesimpulan tentang dominasi salah satu teori dalam struktur modal.¹⁴ Dalam sebagian

⁹ R. R. Kamath, *Long Term Financing Decisions: View and Practice of Financial Managers of NYSE Firms*, *The Financial Review*, 32, 350-356.

¹⁰ Jonathan Baskin, *An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis*, *Financial Management*, Vol. 18, No. 1, Spring 1989: 26-35.

¹¹ Lakshmi Shyam-Sunder and Stewart C. Myers, *Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, July 1999: 219-244.

¹² R. R. Kamath, *loc. Cit.*

¹³ Stewart C. Myers, *loc. Cit*

¹⁴ Sheridan Titman and Roberto Wessels, *The Determinants of Capital Structure Choice*, *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, March 1988: 1-19.

besar penyesuaian studi ini, perusahaan untuk target-target keuangan dianggap sesaat dan *costless*. Dalam pasar yang sempurna, penyesuaian terhadap target jangka panjang tersebut akan bersifat seketika dan lengkap. Namun, ketidaksempurnaan pasar seperti biaya transaksi dan penyesuaian serta kendala mencegah perusahaan dari mengubah tingkat utang mereka atau rasio cara yang mereka inginkan.¹⁵ Karena ketidaksempurnaan pasar ini keputusan finansial perusahaan harus dipandang sebagai proses dua tahap. Tahap pertama terdiri dari pembentukan sasaran dan tahap kedua terdiri dari penyesuaian terhadap tingkat utang yang ditetapkan dalam tahap pertama. Oleh karena itu, perusahaan finansial perilaku terbaik ditandai dengan model penyesuaian parsial.¹⁶

Berdasarkan uraian tersebut, permasalahan yang terjadi dapat teridentifikasi sebagai berikut:

- a. Sumber dana yang digunakan pada hakekatnya merupakan komposisi dana atau struktur modal perusahaan. Groth dan Anderson menyatakan komposisi yang efisien dapat mengurangi biaya modal. Dengan menurunkan biaya modal secara langsung meningkatkan *return* bersih ekonomis dan meningkatkan nilai perusahaan. Menurut Hermanto,¹⁷ komposisi yang optimal tersebut pada kenyataannya dapat dicari secara *trial and error* atau coba-coba berdasarkan pengalaman. Pendekatan tradisional menyatakan terdapat struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan. Pendekatan tradisional ini diwakili oleh dua teori yaitu teori

¹⁵ Paul Marsh, *The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study*, *The Journal of Economics*, Vol. 37, No. 1, March 1982: 121-144.

¹⁶ Robert A. Taggart, *A Model of Corporate Financing Decisions*, *Journal of Finance*, Vol. 32: 1467-1484.

¹⁷ Bambang Hermanto, *Struktur Kapital: Antara Teori dan Praktek*, *Jurnal Manajemen dan Usahawan*, Volume 28, No. 3, 1999: 56.

static trade-off dan teori *pecking order*.¹⁸ Teori *static trade-off* muncul karena penggabungan teori Modigliani-Miller yang memasukkan biaya kebangkrutan dan biaya agensi. Hal ini mengindikasikan adanya *trade-off* antara penghematan pajak dari utang dan biaya kebangkrutan.¹⁹ Semakin besar proporsi utang maka semakin besar perlindungan pajak yang diperoleh. Di sisi lain, semakin besar proporsi utang maka semakin besar biaya kebangkrutan yang mungkin timbul. Dengan demikian, struktur modal yang optimal dapat dicapai dengan menyeimbangkan keuntungan perlindungan pajak dengan beban sebagai akibat penggunaan utang yang semakin besar.²⁰

- b. Pemilihan penerbitan sekuritas ekuitas menjadi pilihan terakhir dengan mendasar pada alasan bahwa para manager tidak menginginkan terjadinya dilusi terhadap nilai saham bagi para pemegang saham lama dan tidak menginginkan adanya *transfer of control power*.²¹ Selain itu, biaya penerbitan saham dan informasi yang kurang akurat dapat juga mendorong perilaku *pecking order*.²² Implikasinya, perusahaan seharusnya berusaha memperkecil penerbitan saham. Oleh sebab itu, perusahaan lebih memilih untuk menerbitkan ekuitas.²³

¹⁸ A. J. Wibowo dan F. I. Erkaningrum, *Studi Keterkaitan antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order pada perusahaan manufaktur periode 1991-2000*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Volume 17, No. 4, 2002: 506-519.

¹⁹ M. M. Hanafi, *Manajemen Keuangan*, Edisi 2004/2005, Cetakan pertama, 2004, h. 311, Yogyakarta: BPF.

²⁰ A. Sartono, *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, 2001, h. 247.

²¹ P. V. Viswanath, Strategic Considerations, *The Pecking Order Hypothesis, and Market Reactions to Equity Financing*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, No. 2, June 1993: 313-234.

²² Stewart C. Myers, *op. cit.*

²³ Deborah J. Lucas and Robert L McDonald, *Equity Issues and Stock Price Dynamics*, *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4, September 1990: 1019-1043.

- c. Pemilihan sekuritas oleh Marsh dan Bayless dan Diltz didasarkan pada pemilihan sekuritas antara penerbit ekuitas yang menerbitkan saham biasa dan utang yang menerbitkan obligasi. Namun penelitian ini berdasarkan pemilihan penerbitan sekuritas ekuitas saham melalui *right issue*, dan penerbit utang diwakili emiten yang menggunakan *debt ratio* meningkat dan tidak melakukan *right issue* ekuitas. Penelitian ini menambahkan variabel penjelas lain, yaitu tingkat pertumbuhan potensial perusahaan, ukuran perusahaan, risiko ekuitas yang diharapkan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pemilihan penawaran sekuritas perusahaan.
- d. Penelitian ini berusaha mempertimbangkan beberapa proksi untuk masing-masing variabel, sehingga diharapkan diperoleh suatu proksi yang dapat memberikan kekuatan sebagai penjelas terbaik.

C. Pembatasan Masalah

Dalam literatur, model target penyesuaian biasanya telah digunakan untuk memberikan bukti secara langsung bahwa perusahaan menyesuaikan sasaran terhadap struktur modal.²⁴ Sebagian besar studi tentang dinamika struktur modal telah berfokus pada perusahaan besar. Perusahaan-perusahaan yang digunakan sebagai sampel penelitian diasumsikan memiliki akses tak terbatas ke pasar modal yang berkembang dengan baik.

Berdasarkan penjelasan tersebut, maka batasan permasalahan yang dibuat pada penelitian ini antara lain:

- a. Objek penelitian dibatasi hanya pada perusahaan non-finansial yang terdaftar di BEI periode 2008-2012.
- b. Dalam penelitian ini akan difokuskan secara khusus pada berbagai prediksi tersirat oleh teori *trade-off* dan teori *pecking order*. Penelitian ini

²⁴ Robert A. Taggart, *op. cit.*

mengikuti Baskin dan Allen yang memberikan bukti konsisten dengan hipotesis *pecking order* di Amerika Serikat (Baskin) dan Australia (Allen).

- c. Secara khusus, penelitian ini menyelidiki interaksi antara struktur modal, arus kas, dividen dan keputusan investasi tersirat oleh *pecking order* atau teori *trade-off*.
- d. Penelitian ini disusun dengan menggunakan 3 model yang berbeda untuk membandingkan teori *trade-off* dan teori *pecking order*, dan berkonsentrasi pada formulasi mana dua teori tersebut memberikan prediksi jelas dan bertentangan. Hal ini dilakukan agar koefisien yang signifikan dapat ditemukan, sehingga hasilnya dapat dikaitkan baik untuk *trade-off* atau *pecking order* sebagai pengambilan keputusan.

D. Rumusan Masalah

Penelitian ini menitikberatkan pada teori-teori dan untuk menjelaskan perbedaan struktur modal antara perusahaan non finansial yang terdaftar di BEI. Berdasarkan hal tersebut, rumusan masalah dalam penelitian ini antara lain:

- a. Apakah profitabilitas, ukuran penawaran sekuritas, harga saham, dan kondisi pasar modal berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas?
- b. Apakah risiko bisnis, deviasi struktur modal yang ditargetkan, dan volatilitas pendapatan berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas?
- c. Apakah kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan risiko ekuitas berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas?
- d. Apakah *pecking order theory*, *static-tradeoff*, dan variabel pendukung lainnya berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas?

E. Kegunaan Hasil Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan, sebagai berikut:

- a. Bagi akademisi penelitian ini diharapkan mampu memberi gambaran tentang isu penting bagaimana perusahaan seharusnya memilih antara instrumen keuangan, *debt* dan *equity* terutama dalam menganalisa pemilihan penawaran sekuritas, dalam kecenderungan perusahaan untuk memilih *pecking order theory* ataukah *static-tradeoff* sebagai cara untuk meningkatkan kinerja perusahaan yang terdaftar di BEI. Sehingga dapat dijadikan sebagai referensi dalam penelitian selanjutnya.
- b. Bagi para praktisi, hasil penelitian ini dapat digunakan terutama oleh pihak manajemen perusahaan sebagai dasar pertimbangan dalam menentukan besarnya dana baik yang bersumber dari utang maupun modal sendiri untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan.
- c. Bagi pembaca diharapkan dapat memberikan pengetahuan mengenai teori-teori yang digunakan perusahaan non finansial dalam meningkatkan struktur modalnya dalam meningkatkan perusahaannya, dan dapat diterapkan sebagai bahan acuan dalam mendirikan suatu perusahaan.