

# **BAB 1**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang**

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham. Karena itu seluruh kebijakan yang diambil oleh manajemen harus diarahkan pada upaya untuk mencapai tujuan tersebut. Salah satu kebijakan penting yang harus diambil oleh manager adalah kebijakan struktur modal (*capital structure policy*). Struktur modal merupakan perimbangan atau perbandingan antara hutang dan ekuitas. Hutang merupakan modal yang berasal dari kreditur atau obligor; sedangkan ekuitas adalah modal yang berasal pemegang saham dan laba ditahan (*retained earning*). Laba ditahan sering disebut sebagai sumber modal internal (*internal financing*) karena ia merupakan modal yang berasal dari sumber internal perusahaan yaitu laba yang dihasilkan oleh perusahaan. Sedangkan, Hutang dan saham sering disebut sebagai sumber modal eksternal (*external financing*).

Struktur modal menjadi isu penting bagi perusahaan karena masing-masing komponen atau sumber modal mempunyai biaya yang berbeda. Biaya laba ditahan berbeda dengan biaya hutang dan biaya saham, dan biaya hutang pun berbeda dengan biaya saham. Karena itu muncul berbagai teori yang mencoba menjelaskan bagaimana seharusnya manager menentukan struktur modal perusahaannya sedemikian sehingga tujuan utama perusahaan dapat

tercapai. Salah satu teori struktur modal yang cukup populer adalah *pecking order theory* (selanjutnya disingkat POT).

Teori ini dirintis oleh Donaldson (1961) dari Harvard University dan disempurnakan oleh Myers (1984), dan Myers dan Majluf (1984) yang juga berasal dari Harvard University. Menurut Donaldson (1961) sumber modal yang paling murah adalah laba ditahan, diikuti hutang, dan terakhir saham sebagai sumber modal yang paling mahal. Karena itu, dalam menentukan struktur modalnya, perusahaan harus mengikuti urutan (order) atau hierarki permodalan. Pertama, perusahaan harus menggunakan sumber modal internal yaitu laba ditahan karena biayanya yang paling murah. Jika sumber dana internal telah digunakan seluruhnya tetapi modal yang dibutuhkan belum mencukupi, maka langkah kedua perusahaan harus menerbitkan hutang. Biaya hutang lebih mahal dari biaya laba ditahan namun lebih murah dibanding biaya saham. Jika kebutuhan modal masih juga belum tercukupi maka sebagai langkah terakhir barulah perusahaan menerbitkan saham. Dengan demikian urutan atau hierarki penggunaan modal harus didasarkan pada biaya modal.

POT kemudian menjadi semakin populer setelah Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) mengajukan argumentasi yang berbeda sekali untuk menjustifikasi teori ini. Argumentasi yang mereka gunakan untuk menjelaskan POT berasal dari fenomena adanya asimetri informasi (*information asymmetry*). Asimetri atau kesenjangan informasi muncul karena manajer (pihak internal perusahaan) pada umumnya memiliki informasi yang lebih lengkap

mengenai kondisi perusahaan saat ini berikut prospeknya di masa mendatang dibandingkan dengan para investor (pihak eksternal perusahaan). Akibatnya para manajer dapat memanfaatkan kesempatan ini untuk mengambil tindakan atau kebijakan yang lebih menguntungkan manajer dibanding para investor. Namun adanya asimetri informasi ini dapat menimbulkan masalah *adverse selection*. *Adverse selection* atau “pilihan yang tidak menguntungkan” terjadi karena pihak eksternal bisa saja mengambil tindakan yang merugikan bagi dirinya karena informasi yang dimilikinya lebih terbatas dibanding pihak internal perusahaan. Dalam kasus penggunaan sumber modal untuk membiayai suatu proyek investasi, masalah *adverse selection* ini lebih parah dalam kasus penerbitan saham dibanding penerbitan hutang. Sedangkan dalam kasus penggunaan laba ditahan dapat dikatakan tidak ada masalah *adverse selection*. Karena masalah *adverse selection* yang diakibatkan oleh asimetri informasi ini maka penggunaan sumber modal pun harus mengikuti suatu hierarki: mulai dari laba ditahan, diikuti penerbitan hutang, dan terakhir penerbitan saham sebagai “last resort”.

POT tampaknya memiliki daya tarik intuitif maupun empiris. Tetapi POT bertentangan dengan teori-teori rivalnya, khususnya dari *trade-off theory* (selanjutnya disingkat TOT). Menurut TOT, perusahaan harus menyeimbangkan (*trade-off*) *benefits and costs* dari penggunaan hutang dalam penentuan struktur modalnya. *Benefit* dari penggunaan hutang terutama berasal dari penghematan pajak (*tax shield* atau *tax saving*). Tetapi penggunaan hutang yang

berlebihan dapat menimbulkan *cost* (kerugian) bagi perusahaan yaitu meningkatnya probabilitas terjadinya *financial distress* atau bahkan *bankruptcy* pada level yang ekstrim. Karena itu, menurut TOT, manajer harus mampu menciptakan struktur modal yang meminimumkan *cost of capital*. Struktur modal yang meminimumkan *cost of capital* inilah yang merupakan *optimal capital structure*. Struktur modal yang optimal ini pada gilirannya akan memaksimalkan nilai perusahaan atau kesejahteraan pemegang saham. Tetapi menurut POT, sebagaimana ditegaskan oleh Shyam-Saunders dan Myers, (1999: 3) “... *there is no optimal capital structure. Instead, because of asymmetric information and signaling problems associated with external funding, firm's financial policies follow a hierarchy, with a preference of internal over external finance, and for debt over equity*”.

Perdebatan pada tataran konseptual-teoritis ini mungkin tidak akan pernah selesai. Karena itu Stewart Myers dari Harvard University sampai mengatakan bahwa teori struktur modal sesungguhnya masih merupakan sebuah *puzzle* sebab “*There is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one*” (Myers, 2001: 81). Meskipun demikian pengujian mengenai pemanfaatan hutang dalam defisit modal perusahaan masih tetap relevan dan perlu dilakukan untuk menjawab pertanyaan sekaligus menjelaskan bagaimana seharusnya manajer membuat kebijakan mengenai struktur modal perusahaannya.

Shyam-Sunder dan Myers (1999) melakukan sebuah penelitian dengan tujuan untuk menguji *static trade off theory* dan *pecking order theory* terhadap struktur modal. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa *pecking order theory* terbukti *aplikatif* pada perusahaan di Amerika. Hal tersebut dikarenakan menurut Shyam-Sunder dan Myers (1999) defisit dana perusahaan sudah dapat dipenuhi dengan menggunakan laba ditahan dan hutang, sehingga tidak diperlukan penggunaan sumber modal saham. Hasil temuan Atiyet (2012) mendukung hasil penelitian Shyam-Sunder dan Myers (1999). Atiyet (2012) menguji *pecking order theory* dan *static trade off theory* pada perusahaan di Perancis, dengan periode penelitian tahun 1999-2005. Atiyet (2012) menemukan bahwa *pecking order theory* dapat menjelaskan struktur modal perusahaan di Perancis.

Namun hasil penelitian yang dilakukan oleh Adedeji (2002) bertolak belakang dengan hasil para peneliti tersebut. Pengujian yang dilakukan Adedeji (2002) bertujuan untuk mengetahui pengaplikasian *pecking order theory* atau *static trade off theory* pada perusahaan di Inggris. Adedeji (2002) menggunakan 608 perusahaan sebagai sampel, dengan periode tahun 1994-2000. Hasil penelitian Adedeji (2002) menunjukkan bahwa hanya sebesar 20-30% dari defisit dana perusahaan dipenuhi dengan hutang, selain itu variabel *static trade off* seperti *non-debt tax shield* (NDTS), *growth*, *size*, dan *asset structure* lebih mampu menjelaskan kebijakan struktur

modal. Oleh sebab itu dapat disimpulkan perusahaan di Inggris tidak mengaplikasikan *pecking order theory*.

Frank dan Goyal (2003) mengembangkan penelitian yang dilakukan Shyam-Sunder dan Myers (1999). Penelitian Frank dan Goyal (2003) mempertimbangkan ukuran perusahaan dan menggunakan sampel penelitian sebesar 768 perusahaan publik di Amerika, selama periode 1971-1989. Hasil penelitian Frank dan Goyal (2003) berbeda dengan hasil penelitian Shyam-Sunder dan Myers (1999) yakni *pecking order theory* tidak terbukti aplikatif pada perusahaan di Amerika. Sejalan dengan Frank dan Goyal (2003), Fama dan French (2005) melakukan penelitian di Amerika dengan periode penelitian tahun 1973-2002. Mereka menemukan bahwa *pecking order theory* tidak sepenuhnya mendukung struktur modal perusahaan, sebab ditemukan lebih dari setengah sampel penelitian menggunakan ekuitas sebagai sumber modal.

Berdasarkan berbagai penelitian di atas, terlihat bahwa penelitian mengenai pemanfaatan hutang masih mengalami pertentangan dan menjadi topik penelitian yang menarik untuk diteliti. Karena itu peneliti tertarik menguji pemanfaatan hutang dalam defisit modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia berdasarkan *pecking order theory*.

## **1.2. Perumusan Masalah**

Penelitian ini dimaksudkan menguji pemanfaatan hutang dalam menjelaskan kebijakan struktur modal perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia berdasarkan *pecking order theory*.

Pengujian pemanfaatan hutang akan dilakukan dengan model POT, mengacu pada model klasik yang dikembangkan oleh Shyam-Sunder dan Myers (1999) dan Frank dan Goyal (2003). Bertolak dari latar belakang tersebut maka skripsi ini diberi judul “*Pemanfaatan Hutang dalam Defisit Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia*”. Dengan demikian pokok permasalahan dalam riset ini dapat dirumuskan demikian:

“Apakah hutang digunakan dalam pemenuhan defisit modal perusahaan manufaktur di Indonesia?”

### **1.3. Tujuan Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui penggunaan hutang dalam menjelaskan kebijakan struktur modal yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia.

### **1.4 Manfaat Penelitian**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat akademis maupun praksis.

#### **1.4.1 Manfaat Akademisi**

Bagi kalangan akademisi, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur mengenai pemanfaatan hutang dan struktur modal perusahaan di Indonesia, sehingga diharapkan dapat menjadi referensi bagi peneliti lain yang akan melakukan penelitian serupa.

### **1.4.2 Manfaat Praksis**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan informasi yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi manajer keuangan dalam membuat kebijakan struktur modal.

### **1.4.3 Sistematika Penulisan**

Penyusunan hasil penelitian ini terdiri dari 5 bab yang saling berkaitan antara satu dengan ,yang lainnya, sebagai berikut:

#### **BAB 1. PENDAHULUAN**

Bab ini akan memaparkan latar belakang permasalahan, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan skripsi.

#### **BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA**

Bab ini akan membahas mengenai penelitian terdahulu, kajian teori yang meliputi evolusi teori struktur modal dan *pecking order theory* serta hipotesis penelitian.

#### **BAB 3. METODE PENELITIAN**

Bab ini menjelaskan mengenai desain penelitian, identifikasi variabel, definisi operasional variabel, pengukuran variabel, jenis dan sumber data, alat dan metode pengumpulan data, populasi, sampel, serta teknik analisis data.

#### **BAB 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

Bab ini akan menjelaskan mengenai proses pemilihan sampel, deskripsi hasil penelitian, deskripsi variabel penelitian, hasil pengujian hipotesis dan pembahasan.

## BAB 5. SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi tentang simpulan dari hasil pengujian hipotesis dan pengajuan saran bagi peneliti