

Teori Pecking Order: Pilih Utang atau Ekuitas?

Yasmi¹, Dian Novita², Asri Usman³

^{1,2}Akuntansi Universitas Fajar

³Akuntansi Universitas Hasanuddin

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui seberapa jauh profitabilitas, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan publik di Indonesia. Menggunakan alat uji statistik dapat diketahui variabel manakah yang paling mempengaruhi oleh struktur modal perusahaan publik di Indonesia. Sampel yang digunakan adalah 173 perusahaan dengan menggunakan metode disproportionate stratified random sampling. Metode analisis yang digunakan yaitu analisis regresi menggunakan SPSS. Hasil penelitian menemukan bahwa (1) profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal, (2) likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal, (3) pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Kata Kunci: teori pecking order, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan.

Abstract

This study aims to determine the extent of profitability, liquidity, and growth (growth) companies give effect to the capital structure of public companies in Indonesia. By using a statistical test is expected to be known which variables most affect the capital structure of public companies in Indonesia. The sample used is 173 (one hundred and seventy three) companies using disproportionate stratified random sampling method. The analytical method used is regression analysis using SPSS. The results found that (1) the profitability give significant effect on the capital structure so that the hypothesis is accepted, (2) liquidity give significant effect on the capital structure so that the hypothesis is accepted, (3) the company's growth no significant effect on the capital structure so that the hypothesis is not accepted.

Keywords: pecking order theory, profitability, liquidity, growth

Copyright (c) 2023 Yasmi

✉ Corresponding author :

Email Address : Yasmi1@gmail.com

PENDAHULUAN

Investasi yang dilakukan perusahaan untuk mengembangkan atau menambah gain yang diharapkan dapat menjadi aset guna memenuhi dan mengantisipasi kebutuhan perusahaan saat ini dan masa depan yang semakin berkembang dan semakin meningkatnya biaya perusahaan. Investasi yang dilakukan perusahaan juga memprediksi terjadinya inflasi ke depan yang akan terus meningkat, sehingga mereka berinvestasi dengan harapan hasil yang diperoleh lebih besar dari investasi pada saat ini.

Harapan keuntungan di masa datang merupakan kompensasi atas aktivitas dan risiko yang terkait dengan investasi yang dilakukan. Dalam konteks investasi,

harapan keuntungan tersebut sering disebut sebagai *return*. Investor mengharapkan keuntungan ketika mereka memutuskan untuk melakukan investasi, risiko juga merupakan bagian dari investasi karena keadaan di masa depan yang juga tidak pasti dan tak dapat diprediksi secara akurat. Hasil investasi yang didapat bisa saja tidak sesuai dengan harapan, bahkan bisa berlawanan dan menghasilkan kerugian, karena seseorang tidak dapat sepenuhnya mengelak dari risiko yang ditimbulkan oleh ketidakpastian investasi yang dilakukan. Perusahaan yang akan melakukan investasi tentu tidak hanya memperhatikan tingkat keuntungan (*return*) dan risiko (*risk*), perusahaan juga memperhatikan kondisi keuangan perusahaan dengan melihat laporan keuangan perusahaan.

Kecerdasan dan intuisi para investor dalam memilih investasi saat ini telah berkembang sehingga perusahaan dituntut untuk memberikan informasi yang akan membuat para investor memilih untuk melakukan investasi pada suatu perusahaan. Informasi yang dimaksud dapat berupa penyajian laporan keuangan yang dapat diandalkan dan memberikan gambaran perusahaan yang baik. Investor dalam membaca laporan keuangan tentu akan memperhatikan bagaimana tren struktur modal dari perusahaan tersebut. Apakah proporsi antara hutang (*debt*) dengan modal (*equity*) yang dilihat pada sisi kanan dari neraca perusahaan yang merupakan perimbangan jumlah hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa yang akan menjadi perhatian investor. Tujuan dari manajemen struktur modal ini adalah untuk memadukan sumber dana permanen yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Setiap perusahaan berusaha untuk mencapai struktur modal yang optimal supaya dapat memaksimalkan nilai perusahaan tersebut.

Keputusan struktur modal berkaitan dengan pemilihan sumber dana, baik yang berasal dari dalam maupun yang dari luar, sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber dana perusahaan dari internal berasal dari pemilik perusahaan, laba ditahan dan depresiasi. Dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah berasal dari para kreditur. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kreditur merupakan hutang bagi perusahaan. Dana yang diperoleh dari pemilik merupakan modal sendiri. Penambahan hutang akan memperbesar risiko perusahaan, tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang makin tinggi akibat membesarnya hutang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut.

Kebijakan pendanaan berkaitan dengan sumber dana, baik itu sumber internal maupun sumber eksternal secara teoretis didasarkan pada pecking order theory. Pendanaan atas dasar pecking order theory, perusahaan lebih cenderung memilih yang berasal dari internal daripada eksternal. Menurut Myers (1984) apabila digunakan dana yang berasal dari eksternal maka urutan pendanaan yang disarankan adalah pertama dari hutang, diikuti penerbitan ekuitas baru dan yang terakhir dari laba ditahan. Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan melakukan keputusan pendanaan secara hierarki dari internal ke eksternal. Urutan pendanaan mulai dari dana yang bersumber dari laba ditahan, kemudian hutang dan akhirnya sampai pada penerbitan ekuitas baru, artinya dimulai dari sumber dana dengan biaya termurah (Myers dan Majluf, 1984).

Pecking order theory menganut keputusan pendanaan dengan urutan preferensi logis investor terhadap prospek perusahaan dan konsisten pada tujuan,

agar manajer mampu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Pecking order theory mengasumsikan bahwa perusahaan cenderung memilih pembiayaan internal untuk mendanai proyek-proyeknya. Perusahaan juga menyesuaikan target devidend pay-out ratio dengan kesempatan melakukan investasi. Di samping itu perusahaan menerapkan kebijakan deviden yang kaku, fluktuasi profitabilitas dan kesempatan berinvestasi yang unpredictable. Keadaan ini menyebabkan dana yang dihasilkan dari kegiatan internal seringkali tidak digunakan sesuai dengan kebijakan pengeluaran modal (capital expenditure). Apabila dana internal lebih besar maka perusahaan akan menggunakannya untuk melunasi hutang atau berinvestasi pada surat berharga. Sebaliknya apabila perusahaan mengalami defisit, maka perusahaan akan menurunkan saldo kas atau menjual surat berharga tersebut. Asumsi lainnya bahwa ketika perusahaan memerlukan sumber dana tambahan, mereka cenderung memilih hutang lebih dulu kemudian sekuritas (Myers dan Majluf, 1984).

Struktur modal perusahaan merupakan komposisi hutang dengan ekuitas perusahaan. Dana yang berasal dari hutang mempunyai biaya modal dalam bentuk biaya bunga. Dana yang berasal dari ekuitas mempunyai biaya modal berupa dividen. Perusahaan akan memilih sumber dana yang paling rendah biayanya di antara berbagai alternatif sumber dana yang tersedia. Komposisi hutang dan ekuitas tidak optimal akan mengurangi profitabilitas perusahaan dan sebaliknya.

Perusahaan publik di Indonesia merupakan perusahaan yang memiliki struktur modal yang cukup kompleks dimana, tergambar dalam laporan keuangan yang dipublikasi ke pihak eksternal perusahaan. Oleh karena itu, investor yang menjadi pihak pencari informasi dapat dengan mudah memperoleh informasi gambaran perusahaan. Terdapat beberapa penelitian terkait dengan pengujian teori struktur modal dalam hal ini pecking order theory dalam perusahaan.

Myers dan Majluf dalam Myers's (1984) menjelaskan bahwa model pecking order tidak memberikan keterangan rasio hutang optimal dikarenakan asimetri informasi dan masalah signal yang berkaitan dengan pendanaan eksternal, hirarki kebijakan keuangan perusahaan dengan kondisi internal perusahaan untuk pendanaan utang maupun ekuitas. Sebagian besar studi empiris terhadap struktur modal, telah menguji teori secara terpisah dengan menggunakan metodologi yang berbeda pada berbagai sampel di berbagai negara. Shyam-Sunder dan Myers (1999) menemukan bukti lebih mendukung kepada pecking order theory (POT) dibandingkan trade-off theory (TOT) menyimpulkan bahwa pecking order theory merupakan teori struktur modal yang istimewa yang dapat menjelaskan perilaku pendanaan perusahaan. Chirinko dan Singha (2000) mengkritik hasil penelitian yang dilakukan Shyam-Sunder dan Myers (1999) adalah salah di mana pola pendanaan konsisten dengan pecking order theory walaupun situasi hutang dan modal selalu diterbitkan dalam proporsi yang tetap. Hutagaol (2002) menyimpulkan pengeluaran hutang jangka panjang yang dilakukan perusahaan tidak mempunyai hubungan "one to one" terhadap defisit perusahaan sesuai dengan prediksi pecking order theory.

Hasil yang ditemukan oleh Hovakimian et al. (2001) dalam model pecking order theory terdapat banyak wawasan terkait pemilihan struktur modal dari model statik yang mempertimbangkan trade-off dengan biaya dan keuntungan pendanaan utang dan ekuitas. Hasil yang didapatkan memberikan saran bahwa meskipun terdapat keuntungan di masa lalu yang menjadi prediktor utama dari penelitian rasio utang, beberapa perusahaan jarang menggunakan pendanaan dan keputusan

membeli untuk perubahan earning-driven dalam struktur modal perusahaan. Tendensi perusahaan untuk membuat pilihan keuangan yang berubah seiring dengan pentingnya rasio target hutang yang muncul pada saat pemilihan pembelian ekuitas dan pengurangan utang dibandingkan dengan penerbitan ekuitas dan utang.

Penelitian Otavio et al. (2005) menguji jika teori yang dikenal sebagai pecking order theory memberikan penjelasan empiris untuk struktur modal perusahaan Brasil. Menurut teori ini, struktur modal akan dihasilkan dari hirarki keputusan keuangan dimana sumber daya internal akan menjadi prioritas utama, diikuti oleh masalah utang dan isu-isu ekuitas. Dalam bentuk kuat yang pecking order theory menopang bahwa isu-isu keadilan tidak akan pernah terjadi, sedangkan dalam bentuk lemah, masalah yang dapat diterima jumlahnya sangat terbatas.

Jong et al. (2008) melakukan pengujian pecking order theory dengan mengembangkan model dari Shyam-Sunder Myers (1999) dan Frank dan Goyal (2003). Penelitian tersebut mengambil sampel utama di 42 negara, dan dibagi rata untuk negara maju dan negara berkembang. Kesimpulan dari penelitian bahwa faktor spesifik perusahaan menjadi penentu dan mempengaruhi pilihan leverage di seluruh dunia dan hal ini digunakan secara tepat untuk menganalisis struktur modal perusahaan.

METODOLOGI

Sumber data sekunder diperoleh dari laporan keuangan perusahaan pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2020-2021. Pemilihan sampel pada penelitian ini didasarkan pada metode disproportionate stratified random sampling. Metode ini dipilih untuk memudahkan pelaksanaan riset dengan alasan bahwa jumlah populasi yang diteliti tidak banyak sub sektor, sehingga lebih memudahkan untuk memilih sampel yang paling cepat. Sampel yang diperoleh dari populasi yang akan diolah data laporan keuangannya untuk keperluan pengujian. Profitabilitas diukur melalui indikator, ROA (Return on Assets) yang membandingkan laba setelah pajak dengan total aktiva. Likuiditas diukur melalui indikator, rasio lancar (current ratio) yaitu, aktiva lancar dibandingkan dengan hutang lancar perusahaan. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan diukur melalui indikator, growth dengan membandingkan perubahan total aktiva dimana total aktiva tahun berjalan dikurangi dengan total aktiva tahun sebelumnya dibagi dengan total aktiva tahun sebelumnya. Struktur Modal diukur melalui indikator (Total Debt to Equity Ratio) yang membandingkan total hutang dengan modal.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1. Uji Hipotesis

Model	Coefficients ^a			T	Sig.
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,787	,128		6,126	,000
ROA	-1,483	,453	-,235	-3,271	,001
CR	,316	,137	,173	2,300	,023
Growth	,259	,308	,061	,841	,401
Dummy	-,561	,203	-,210	-2,757	,006

a. Dependent Variable: Y_1 SM

Dari regresi yang telah diuraikan di atas maka diperoleh hasil konstanta α dengan koefisien regresi sebesar 0,787. Artinya jika variabel ROA dianggap nol, maka terdapat kenaikan struktur modal sebesar 0,787. Koefisien regresi $\beta_1 = (-1,483)$, hal ini diartikan bahwa setiap kenaikan profitabilitas yang diproksi dengan return on assets (ROA) diikuti oleh adanya penurunan struktur modal. Artinya bahwa setiap kenaikan variabel ROA sebesar 1%, maka akan terjadi penurunan struktur modal sebesar 148,3% dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Sehingga dapat dikatakan bahwa makin tinggi profitabilitas maka struktur modal yang nilai dari total hutang berbanding modal akan meningkat. Pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap struktur modal adalah negatif dan signifikan, artinya semakin tinggi besarnya profitabilitas yang dihasilkan semakin rendah struktur modalnya. Kondisi ini menunjukkan bahwa keputusan manajemen menurunkan penggunaan hutang ketika profitabilitas (ROA) yang dihasilkan tinggi. Situasi ini sesuai dengan konsep pecking order theory, dimana manajemen memilih pembiayaan dari dalam untuk menambah kebutuhan modalnya. Penggunaan hutang hanya akan dilakukan jika pembiayaan dari dalam tidak mencukupi untuk menutup kebutuhan modal yang diperlukan.

Koefisien regresi $\beta_2 = (0,316)$, hal ini diartikan bahwa setiap kenaikan likuiditas yang diproksi dengan current ratio (CR) diikuti adanya peningkatan struktur modal. Artinya bahwa setiap kenaikan variabel CR sebesar 1%, maka akan terjadi peningkatan struktur modal sebesar 31,6% dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Sehingga dapat dikatakan bahwa makin tinggi likuiditas maka struktur modal yang nilai dari total hutang berbanding modal akan meningkat. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi dengan tingkat hutang yang tinggi, memberikan gambaran perusahaan lebih cenderung menggunakan pendanaan eksternal untuk membiayai investasinya dibandingkan menggunakan pembiayaan internal.

Koefisien regresi $\beta_3 = (-0,259)$, hal ini diartikan bahwa setiap kenaikan pertumbuhan perusahaan yang diproksi dengan growth diikuti oleh adanya peningkatan struktur modal. Artinya bahwa setiap kenaikan variabel growth sebesar 1%, maka akan terjadi peningkatan struktur modal sebesar 25,90% dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Sehingga dapat dikatakan bahwa makin tinggi growth maka struktur modal akan semakin meningkat. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi membutuhkan modal yang besar. Karena biaya penjualan (flotation cost) untuk hutang pada umumnya lebih rendah dari flotation cost untuk jaminan, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan lebih banyak hutang dibanding dengan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah.

SIMPULAN

Bahwa profitabilitas yang diproyeksi dengan ROA berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hasil analisis likuiditas yang diproyeksi dengan CR berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hasil analisis pertumbuhan perusahaan yang diproyeksi dengan growth tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan, sehingga perusahaan lebih cenderung menggunakan modal sendiri sebagai sumber alternatif pertama untuk mendanai kegiatan perusahaan

dalam mencapai pertumbuhan yang tinggi. Variabel yang paling berpengaruh adalah likuiditas yang di nilai dengan current ratio (CR) hal tersebut dapat dilihat dari hasil pengujian dimana variabel CR memiliki nilai positif dan tingkat signifikan yang paling kecil. Tingkat likuiditas yang tinggi mencerminkan perusahaan tersebut memiliki dana internal yang tinggi yang menyebabkan perusahaan mampu membayar kewajiban jatuh temponya dan total hutang yang dimiliki perusahaan menjadi semakin kecil. Hal ini dijelaskan pula pada pecking order theory dimana perusahaan lebih mengandalkan dana internalnya terlebih dulu untuk pembiayaan investasi sehingga apabila kekurangan maka baru dicari pendanaan eksternal.

Referensi :

- De Jong, A., Kabir, R. and Nguyen, T. T. 2008. Capital Structure Around the World: the Roles of Firm and Country Specific Determinants. *Journal of Banking and Finance*, 32:1954–1969.
- Frank, M. Z. and Goyal, V. K. 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67:217-48.
- Hovakimian, A., Opler, T., Titman, S. 2001. The Debt-Equity Choice: An Analysis of Issuing Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36:1-24.
- Hutagaol, Roma Uli. 2002. Pengujian Pecking order theory dan Teori Static Trade-Off terhadap Struktur Modal Emiten di Bursa Efek Jakarta. Tesis. Jakarta: Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- Myers, S.C., 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Financial*, 39:575-592.
- Myers, S.C., Majluf, N. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13:187-221.
- Otavio R. de Medeiros and C. E. Daher. 2005. SSRN Working Paper Series. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure in Brazilian Firms. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.868466>.
- Shyam-Sunder, L., and Myers, S. C. 1999. Testing Static Trade off Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, (51:2), 219-244.