
**PENGUJIAN TEORI *PECKING ORDER* ATAS STRUKTUR MODAL
(STUDI PADA ENTITAS TERBUKA DI INDONESIA)**

Winston Pontoh¹

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Jurusan Akuntansi, Universitas Sam Ratulangi, Jl. Kampus Bahu, Manado, 95115, Indonesia

E-mail : winstonpontoh@unsrat.ac.id

ABSTRACT

Insufficient working capital for investment activities is a condition which make shareholders and other firm insiders commonly consider to determine additional source of funds. The decision of shareholders and other firm insiders in determining the source of funds for investment activities shall determine the form of firm capital structure. This study uses 236 listed firms in Indonesia Stock Exchange as the sample and take their financial information in period of 2010 to 2015 as data. In term of hypothesis testing, this study conducts path analysis at significance rate of 5%. Result of analysis shows that capital structures for public firms in Indonesia are tend to apply the model of pecking order theory. Empirically, public firms in Indonesia tend to decrease their usage for long term debt in circumstance if they are facing certain business risk. The study also shows that, profitability is not the main factor in determining firm capital structure in Indonesia.

Keywords : pecking order, capital structure, business risk, profitability, fixed assets

1. PENDAHULUAN

Perluasan jaringan kerja, ekspansi pasar, dan penguasaan atas suatu lini bisnis tertentu mengakibatkan banyaknya entitas bisnis membutuhkan investasi yang cukup besar. Pertimbangan dari pengelola entitas termasuk pemegang saham atas kebutuhan investasi tersebut seringkali melibatkan faktor kemampuan menciptakan laba (profitabilitas) dari entitas itu sendiri. Selain itu, seiring dengan faktor profitabilitas, faktor kecukupan modal kerja juga seringkali menjadi dasar pertimbangan yang sangat penting mengingat pada umumnya modal kerja entitas tidak mencukupi dalam membiayai investasi yang dibutuhkan.

Dalam kondisi faktor modal kerja yang tidak mencukupi untuk kebutuhan investasi, maka pemegang saham bersama para pengelola entitas pada umumnya sering mempertimbangkan untuk menerbitkan saham yang baru, menerbitkan surat utang (obligasi), atau meminjam dana eksternal dari pihak lainnya, misalnya lembaga keuangan baik lembaga keuangan perbankan maupun lembaga keuangan non perbankan. Selain itu, kemungkinan adanya risiko bisnis dalam setiap kegiatan investasi akan turut menjadi bahan pertimbangan bagi pemegang saham bersama para pengelola entitas untuk memutuskan penggunaan sumber pendanaan eksternal. Berdasarkan fenomena ini maka pertanyaan mendasar dalam penelitian ini adalah : (1) apakah entitas akan meningkatkan penggunaan utang untuk kepentingan investasi aset tetap jika profitabilitas mengalami peningkatan?; dan (2) apakah entitas akan mengurangi penggunaan utang untuk kepentingan investasi aset tetap jika profitabilitas mengalami peningkatan?

2. TINJAUAN PUSTAKA

Kebutuhan atas investasi jangka panjang dari sebuah entitas bisnis dengan memperhatikan struktur modal yang ada seringkali dikaitkan dengan teori-teori struktur modal, dimana teori-teori ini akan menjelaskan bagaimana sebuah entitas bisnis menentukan sumber pendanaan serta kombinasinya atas kegiatan investasi (Myers, 2001; Acharya, Almeida, dan Campello, 2007; Chemmanur, Nandy, Yan, dan Jiao, 2014). Menurut Sunder

dan Myers (1999), dan Myers (2001), salah satu teori yang secara kondisional menjelaskan pembentukan struktur modal sebuah entitas adalah teori *pecking order*. Berger dan Udell (1998), Cheng dan Shiu (2007), dan Pontoh (2017) menyatakan bahwa, dalam teori *pecking order* adanya informasi asimetri antara pihak pengelola entitas dengan para investor akan mengakibatkan entitas cenderung membiayai investasinya dengan menggunakan dana internal dibandingkan dengan menggunakan utang kecuali jika utang tersebut sangat dibutuhkan.

Cheng dan Shiu (2007) juga menegaskan bahwa, adanya kondisi ini menjelaskan mengapa entitas bisnis yang memiliki kemampuan menciptakan laba yang tinggi akan cenderung menggunakan dana internal dan mengurangi penggunaan utang. Elliott, Kant, dan Warr (2008) menyatakan bahwa, dalam teori *pecking order*, entitas disarankan untuk menggunakan modal internal dengan biaya modal yang rendah untuk pertama kalinya dalam pembiayaan investasi, dan kemudian apabila modal internal tersebut tidak mencukupi maka entitas dapat menggunakan utang dalam pembiayaan investasinya.

Menurut Modigliani dan Miller (1958), dalam konteks hubungan antara struktur modal dan kebijakan investasi, jika perusahaan bertindak sesuai dengan kehendak para pemegang saham, maka hal itu akan meningkatkan peluang investasi jika tingkat pengembalian investasi riil lebih tinggi daripada tingkat pengembalian investasi yang diharapkan. Lebih lanjut, Modigliani dan Miller (1958) menyatakan, jika laba atas investasi dalam bentuk keuntungan semakin meningkat, maka entitas juga dengan perlahan mengurangi penggunaan utang dan menggantinya dengan menerbitkan saham biasa baru pada harga pasar yang lebih baik atau menggunakan laba ditahan. Meskipun Sunder dan Myers (1999) dan Alves dan Ferreira (2011) menyatakan bahwa, optimalnya sebuah struktur modal dari model *pecking order* tidak jelas, tetapi Clayton dan Reisel (2013) menjelaskan bahwa, rasio utang akan optimal bila mendapat keuntungan dari setiap tambahan utang sama dengan biaya utang ditambah arus kas masa depan yang diharapkan dengan peluang investasi potensial, dan bila rasio utangnya optimal, perusahaan mungkin akan mengubah struktur modalnya untuk mengantisipasi arus kas riilnya yang lebih rendah dari yang diharapkan.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data laporan keuangan terpublikasi periode tahun 2010 sampai dengan tahun 2015 dari 236 entitas terbuka yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Tabel 1 menunjukkan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dan diukur berdasarkan laporan keuangan yang dipublikasikan.

Tabel 1. Variabel-variabel dan pengukurannya

| Variabel | Pengukuran variabel |
|------------------------------------|--|
| Kepemilikan aset tetap (TANG) | Rasio aset tetap atas total aset |
| Profitabilitas (ROA) | Rasio laba bersih atas total aset |
| Risiko bisnis (RISK) | Rasio persentasi perubahan laba sebelum pajak atas persentasi perubahan pendapatan |
| Rasio utang jangka panjang (LTDAR) | Rasio total utang jangka panjang atas total aset |

Untuk pengujian hipotesis, maka penelitian ini menggunakan analisis jalur (*path analysis*) pada tingkat signifikansi 5% dengan model persamaan sebagai berikut :

$$TANG = \alpha_0 + \alpha_1 ROA + \varepsilon_1$$

$$LTDAR = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 TANG + \beta_3 RISK + \beta_4 ROARISK + \beta_5 TANGRISK + \varepsilon_2$$

4. HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Tabel 2 menunjukkan bahwa entitas-entitas terbuka di Indonesia cenderung mengurangi pembiayaan investasi apabila profitabilitasnya mengalami peningkatan. Sesuai dengan Modigliani dan Miller (1958), hasil ini menunjukkan bahwa tingkat pengembalian investasi riil cenderung lebih rendah daripada tingkat pengembalian investasi yang diharapkan. Mendukung pendapat Modigliani dan Miller (1958), hasil ini juga menunjukkan asumsi lain yaitu bahwa entitas-entitas terbuka akan cenderung menggunakan utang jangka panjang apabila terdapat kenaikan atas pembiayaan investasinya.

Mendukung hasil uji atas profitabilitas, Tabel 2 menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan aset tetap secara signifikan dapat meningkatkan penggunaan utang jangka panjang dari entitas-entitas terbuka sehingga teori *pecking order* cenderung tidak dapat diterapkan dalam struktur modal bagi entitas-entitas ini dan tidak mendukung hasil penelitian dari Berger dan Udell (1998), Sunder dan Myers (1999), Myers (2001), Acharya, Almeida, dan Campello (2007), Cheng dan Shiu (2007), Elliott, Kant, dan Warr (2008), Chemmanur, Nandy, Yan, dan Jiao (2014), dan Pontoh (2017).

Akan tetapi, Tabel 2 juga menunjukkan bahwa apabila kepemilikan aset tetap yang dimoderasi oleh risiko bisnis mengalami peningkatan maka penggunaan utang jangka panjang akan mengalami penurunan secara signifikan, sehingga aplikasi teori *pecking order* akan berlaku atas struktur modal dari entitas-entitas terbuka di Indonesia. Hasil penelitian ini mendukung pendapat dari Berger dan Udell (1998), Sunder dan Myers (1999), Myers (2001), Acharya, Almeida, dan Campello (2007), Cheng dan Shiu (2007), Elliott, Kant, dan Warr (2008), Chemmanur, Nandy, Yan, dan Jiao (2014), dan Pontoh (2017).

Tabel 2. Hasil analisis jalur pada struktur modal entitas

| | TANG | LTDAR |
|-----------------------|---------|---------|
| Variabel independen : | | |
| ROA | -0.058* | -0.026 |
| TANG | | 0.383* |
| RISK | | 0.132 |
| ROARISK | | 0.001 |
| TANGRISK | | -0.145* |

*signifikan pada tingkat 5%

5. KESIMPULAN

Kondisi faktor modal kerja yang tidak mencukupi untuk kebutuhan investasi sering membuat pemegang saham dan para pengelola entitas mempertimbangkan untuk menentukan sumber pendanaan tambahan. Hasil keputusan antara pemegang saham dan para pengelola entitas untuk menentukan sumber pendanaan investasi akan menentukan pembentukan struktur modal entitas itu sendiri. Teori *pecking order* adalah salah satu teori yang menjelaskan bagaimana sebuah struktur modal entitas akan terbentuk sebagai konsekuensi penentuan sumber pendanaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal entitas-entitas terbuka di Indonesia cenderung dapat terbentuk dengan model *pecking order*. Secara empiris, penggunaan atas utang jangka panjang dari entitas-entitas terbuka cenderung mengalami penurunan apabila pembiayaan investasi yang dituju memiliki risiko bisnis tertentu. Penelitian ini juga membuktikan bahwa, profitabilitas bukan merupakan faktor penentu utama dalam pembentukan struktur modal entitas-entitas terbuka di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), 515–554.
- Alves, P. F. P., & Ferreira, M. A. (2011). Capital Structure and Law Around the World. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(3), 119–150.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance : The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6/8), 613-673.
- Chemmanur, T. J., Nandy, D., Yan, A., & Jiao, J. (2014). A Theory of Mandatory Convertibles. *Journal of Banking and Finance*, 42, 352-370.
- Cheng, S. R., & Shiu, C. Y. (2007). Investor Protection and Capital Structure : International Evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1), 30-44.
- Clayton, M. J., & Reisel, N. (2013). Value Creation from Asset Sales: New Evidence from Bond and Stock Markets. *Journal of Corporate Finance*, 22, 1-15.
- Elliott, W. B., Kant, J. K., & Warr, R. S. (2008). Market Timing and the Debt-Equity Choice. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2), 175-197.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Pontoh, W. (2017). The Capital Structure: Is Debt just a Policy or Requirement? *European Research Studies Journal*, XX(2A), 128-139.
- Sunder, L. S., & Myers, S. C. (1999). Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.