

ANALISIS STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN NON FINANSIAL YANG *GO PUBLIC* DI PASAR MODAL INDONESIA

Mutamimah

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang

Abstract :

The suitable capital structure is very important for firms to increase their performance. Capital structure theory until now still debatable. The main objective of this study is to investigate empirically the determinants of capital structure with Trade-off Theory, Pecking Order Theory, and Agency Theory Approach.

Sample in this study are 50 non-financial firms that active and liquid at Indonesian Capital Market over 2 (two) years, from 1999 to 2000. Thus, I have 100 observations. Non financial firms are choose to prevent bias result, because commonly financial firms have unique financial ratio, for example high leverage ratio. To test the hypotheses in this study, I used Multiple Regression Models.

The result of this study as follows: a). Simultaneously and partially all proxy of Trade-off Theory isn't significant statistically. Thus, Trade-off Theory can't explain the capital structure at Indonesian Capital Market. b). Simultaneously proxy of Pecking Order Theory can explain capital structure at Indonesian Capital Market. c). Simultaneously proxy of Agency Theory can explain capital structure at Indonesian Capital Market. d). Firms that go public at Indonesian Capital Market tend to follow Pecking Order Theory and Agency Theory than Trade-off Theory in their financing decision. Part of result in this study is consistent with study of Sartono (2001), Taggart (1977), Marsh (1982), and Wiwattanakantang (1999).

Key word : trade-off , pecking order, agency theory

A. PENDAHULUAN

Pengambilan keputusan tentang sumber pendanaan yang tepat yang terdiri dari utang dan modal sendiri sangat penting bagi perusahaan. Perbandingan utang dan modal sendiri dalam struktur finansial perusahaan disebut struktur modal (Husnan, 1993). Teori struktur modal masih menjadi perdebatan sampai saat ini. Modigliani-Miller (1958) sebagai peletak dasar teori struktur modal berargumentasi bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan (*irrelevance*). Proposisi ini dibuktikan dengan menggunakan arbitrase, karena melalui arbitrase kedua harga saham

akan mencapai keseimbangan. Teori ini didukung oleh Myers (1999) sebagai *no magic in financial leverage*. Argumentasinya bahwa selama *paper assets* pada sisi kredit neraca dijamin oleh *real assets* pada sisi debet neraca, maka struktur modal tidak relevan.

Dalam perkembangannya, Modigliani-Miller memasukkan unsur pajak. Jika ada pajak, struktur modal menjadi relevan, karena bunga yang dibayarkan akibat menggunakan utang dapat mengurangi penghasilan kena pajak (*tax shield*). Nilai perusahaan akan maksimum, jika utang perusahaan 100% dan semakin banyak utang adalah semakin baik, disebut *corner optimum leverage decision*.

Penggunaan utang 100% sulit dijumpai dalam praktek dan hal ini ditentang oleh *trade-off theory* (Brealey dan Myers, 1991; DeAngelo dan Masulis, 1980). Kenyataannya, semakin besar utang semakin tinggi beban yang harus ditanggung perusahaan, seperti : adanya *agency cost*, biaya kebangkrutan, keengganan kreditur untuk memberi pinjaman dalam jumlah besar (Turnbull, 1979), dan sebagainya. *Trade-off theory* menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat menggunakan utang dengan biaya menggunakan utang.

Dalam praktek manajer seringkali mempunyai informasi yang lebih baik dibanding investor yang selanjutnya berdampak pada struktur modal. Adanya informasi asimetri ini mendorong manajer untuk mengambil keputusan berdasarkan preferensi mereka. Preferensi manajer dalam menentukan sumber pendanaan perusahaan disebut *pecking order theory* (Husnan, 1996). Menurut Donaldson, 1961; Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984 (Adedeji, 1998) bahwa perusahaan memilih dana internal terlebih dahulu untuk membayar dividen dan investasi. Jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan lebih menyukai utang dibanding sumber dana eksternal lain.

Informasi asimetri juga menimbulkan masalah konflik antara prinsipal dan agen (*agency problem*). Konflik muncul ketika terjadi *moral hazard* dalam perusahaan, dan manajer lebih mengutamakan kepentingannya dibanding kepentingan investor. Masalah keagenan ini dapat diselesaikan dengan meningkatkan kepemilikan oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976) atau menggunakan utang untuk mendisiplinkan manajer (Wiwattanakantang, 1999).

Sumber dana perusahaan-perusahaan di In-

donesia secara umum lebih banyak menggunakan utang dibanding sumber dana lain. Data pada *Indonesian Capital Market Directory* menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* perusahaan bukan multinasional untuk tahun 1996, 1997, dan 1998 sebesar 1.42 ; 1.09 ; dan 2.46. Fenomena tersebut diperkuat oleh data bahwa sumber pendanaan terbesar tahun 1999 dan 2000 didominasi oleh utang, yaitu sebesar 68% dari total pendanaan perusahaan dan saham hanya sebesar 18% dari seluruh total pendanaan perusahaan. Utang yang tinggi tanpa kendali akan menimbulkan kredit macet dan menghambat pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan.

Selain itu perusahaan-perusahaan di Indonesia secara umum dimiliki oleh keluarga (Claessens, Djankov, dan Lang : 2000) dan proporsi kepemilikan publik masih sangat kecil. Konsentrasi kepemilikan tinggi mendorong timbulnya masalah keagenan (Husnan, 2001).

Oleh karena itu, peneliti tertarik untuk menguji secara empiris faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dengan pendekatan teori *Trade-off*, *Pecking Order*, dan *Agency*.

B. Motivasi dan Kontribusi Penelitian

Motivasi penelitian ini antara lain : a). Untuk mengembangkan teori struktur modal yang sampai saat ini teori tersebut masih menjadi perdebatan. b). Pengambilan keputusan mengenai sumber pendanaan serta memahami faktor-faktor yang mempengaruhinya sangat penting bagi perusahaan, sehingga kinerja perusahaan dapat dimaksimumkan. c). Penelitian ini berbeda dengan penelitian Sartono (2001) dan penelitian Djakman dan Halomoan (2001). Penelitian Sartono hanya menguji preferensi manager dalam menentukan sumber pendanaan berdasarkan teori *Pecking Order* dan *Trade-off* dengan data primer. Penelitian Djakman dan Halomoan (2001) hanya menggunakan teori *Pecking Order* untuk menguji perilaku pendanaan perusahaan dan hanya menggunakan satu variabel independen saja (defisit kas). Sementara itu, penelitian ini selain menggunakan 3 teori, yaitu teori *Trade-off*, *Pecking Order*, dan *Agency* untuk menjelaskan struktur modal dengan data sekunder dan variabel independen jumlahnya lebih banyak dari pada penelitian mereka. d). Penelitian ini menguji faktor-faktor yang sebagian besar dikembangkan di pasar modal yang sudah mapan oleh pene-

liti sebelumnya sehingga perlu diketahui konsistensi hasilnya jika variabel tersebut diteliti di pasar modal yang sedang berkembang (*emerging market*).

Penelitian ini diharapkan akan memberikan kontribusi kebijakan dan kontribusi teori. Kontribusi kebijakan berarti bahwa hasil penelitian ini dapat menjadi dasar pengambilan keputusan pendanaan bagi perusahaan-perusahaan yang *go publik* di Pasar Modal Indonesia maupun bagi pengelola Pasar Modal Indonesia. Kontribusi teori terutama dalam memperkuat dan mengembangkan teori struktur modal, yaitu *Trade-off Theory*, *Pecking Order Theory*, dan *Agency Theory*.

C. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah " Untuk menguji apakah teori *Trade-off*, *Pecking Order*, dan *Agency* mampu menjelaskan struktur modal di Pasar modal Indonesia".

D. Telaah Literatur dan Hipotesis

1. *Trade-off Theory*

Teori struktur modal dipelopori oleh Modigliani dan Miller tahun 1958. Asumsi mereka "pasar adalah rasional dan tidak ada pajak". Proposisi MM, "Jika tidak ada pajak, struktur modal tidak mempengaruhi nilai

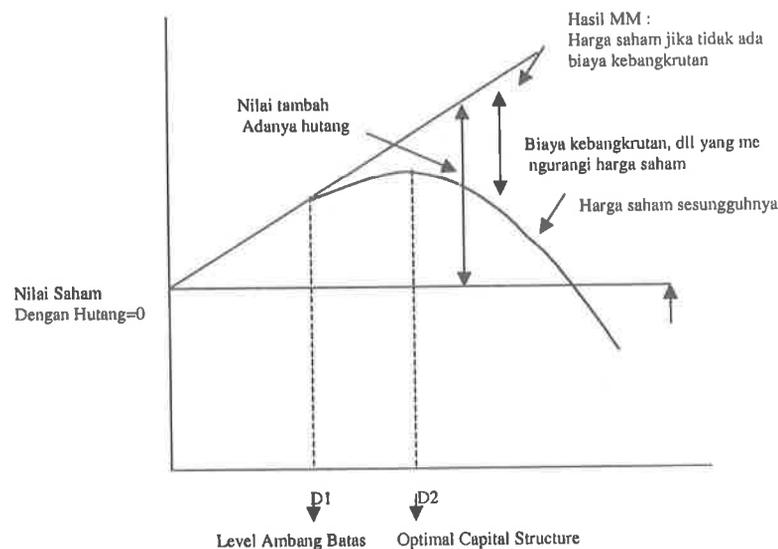
perusahaan". Dalam perkembangannya, Modigliani-Miller memasukkan unsur pajak, sehingga struktur modal menjadi relevan, karena bunga yang dibayarkan akibat menggunakan utang dapat mengurangi penghasilan kena pajak (*tax shield*). Akibatnya, perusahaan akan maksimum jika menggunakan utang 100%. Kondisi ini disebut *corner optimum leverage decision*.

Penggunaan utang 100% sulit dijumpai dalam praktek dan hal ini ditentang oleh *trade-off theory*. Kenyataannya, semakin banyak utang, semakin tinggi beban yang harus ditanggung perusahaan, seperti: biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar, dan sebagainya. Oleh karena itu teori ini menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan penggunaan utang (Brigham, Gapenski, dan Daves, 1999).

Gambar 1 berikut menerangkan teori *Trade-off* bahwa pada saat sebelum mencapai maksimum, utang lebih murah dibandingkan saham, karena adanya *tax shield*. Semakin banyak utang akan semakin tinggi nilai perusahaan. Setelah mencapai titik maksimum (setelah titik D2) utang menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung biaya keagenan, biaya kebangkrutan, serta biaya bunga yang menyebabkan nilai saham turun.

Gambar 1 : *Trade-off Theory*

Nilai Saham



Ket : D2 = struktur modal optimal, di mana *marginal tax shield = marginal bankruptcy related cost*
Sumber: Brigham, dkk., 1999

Implikasi *Trade-off Theory* : a). Perusahaan yang dikenai pajak tinggi pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak utang karena adanya *tax shield*. DeAngelo dan Masulis (1980) menyatakan dalam struktur modal, *non debt tax shield* sebagai substitusi *interest expense* akan berkurang saat menghitung pajak perusahaan. Wiwattanakantang (1999) menemukan ada hubungan negatif antara *non debt tax shield* dengan *leverage*. Sementara Titman dan Wessels (1988) temuannya berbeda dengan Wiwattanakantang, yaitu tidak ada hubungan yang signifikan antara *non debt tax shield*. Proksi *non debt tax shield* adalah rasio depresiasi dengan *total assets*. b). Perusahaan besar lebih terdiversifikasi (Titman dan Wessels, 1988), lebih mudah dalam mengakses pasar modal, menerima rating kredit yang tinggi, dan membayar tingkat suku bunga rendah (Ferri dan Jones, 1979). Menurut Chung (Ozkan, 2001), bahwa perusahaan besar cenderung mempunyai biaya keagenan rendah yang terkait dengan substitusi *assets* dan masalah *underinvestment*. Perusahaan kecil sangat mungkin untuk dilikuidasi pada saat perusahaan mengalami kesulitan untuk membayar utang-utang mereka (Ozkan, 2001). Oleh karena itu perusahaan besar cenderung menerbitkan utang lebih besar dibanding perusahaan kecil. Perusahaan besar cenderung mempunyai utang besar, berarti ada hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan utang (Rajan dan Zingales, 1995 ; Titman dan Wessels, 1988 ; Ferri dan Jones, 1979; Wiwattanakantang, 1999). Proksi ukuran perusahaan adalah *log sales*. c). Perusahaan yang dapat segera mengembalikan utang-utangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah besar. Ozkan (2001) menemukan perusahaan menyesuaikan target *leverage ratio* relatif cepat dan ada hubungan positif antara likuiditas perusahaan dengan *leverage*. Proksi likuiditas adalah *current assets* dengan *current liabilities*. d). Perusahaan dengan resiko bisnis besar harus menggunakan utang lebih kecil dibanding perusahaan yang mempunyai resiko bisnis rendah, karena semakin besar resiko bisnis, penggunaan utang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan utang mereka. Bayless dan Diltz (1994) menemukan hubungan negatif antara resiko perusahaan dengan utang. Ferri dan Jones (1979) menemukan hubungan

negatif antara variasi *income* dengan utang. Sementara Kale, Noe, dan Ramirez (1991) menemukan hubungan antara level debt optimal dengan risiko bisnis seperti bentuk "U". Hasil ini karena adanya kenyataan bahwa *tax liability* adalah portfolio opsi, yang berarti jangka panjang dalam opsi *corporate tax*, dan jangka pendek dalam opsi *personal tax*. Proksi untuk risiko bisnis adalah standar deviasi dari delta sales selama 5 tahun dibagi dengan rata-rata nilai total aset selama periode tersebut. Cherry dan Spradley (1995) menyatakan bahwa hubungan risiko bisnis dengan *leverage* sangat lemah.

H1a : Ada pengaruh negatif dan signifikan *non debt tax shields* terhadap struktur modal

H1b : Ada pengaruh positif dan signifikan *size* terhadap struktur modal

H1c : Ada pengaruh positif dan signifikan likuiditas terhadap struktur modal

H1d : Ada pengaruh negatif dan signifikan risiko bisnis terhadap struktur modal

2. Pecking Order Theory

Donalson (Brigham, Gapenski, dan Daves, 1999) melakukan studi mengenai bagaimana perusahaan menetapkan struktur modal mereka. Perusahaan menetapkan urutan pendanaan berdasar pada preferensi mereka. Penemuannya disebut *Pecking Order Theory* yang menunjukkan urutan pendanaan berikut ini (Brealey dan Myers, 1991):

- a. Perusahaan lebih menyukai *internal financing*.
- b. Perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
- c. Kebijakan dividen yang "sticky" ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi, berarti bahwa terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.
- d. Jika pendanaan eksternal diperlukan, pertamanya perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu dimulai dengan penerbitan utang, *convertible bond*, alternatif yang paling akhir adalah saham.

Pecking Order Theory didasari oleh a). Tidak bersedianya pemegang saham lama membagi kontrol dengan pemegang saham baru. b). Biaya penerbitan saham lebih mahal dibanding biaya penerbitan utang (Husnan, 1996). c). Adanya *asymmetric information* (Myers dan Majluf, 1984), sehingga setiap perilaku manajer sering dijadikan *sinyal* tentang kondisi dan prospek perusahaan.

Implikasi *Pecking Order Theory* adalah : a). Perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan utang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Perusahaan yang mempunyai profit tinggi memungkinkan mereka untuk menggunakan *retained earning* sebagai sumber pendanaan perusahaan. Alasannya, biaya dana internal lebih murah dibanding biaya dana eksternal. Fenomena ini didukung oleh hasil penelitian Titman dan Wessels (1988); Rajan dan Zingales (1995); Baskin (1989); Wiwattanakantang (1999), bahwa ada hubungan negatif antara *profitability* dengan *debt ratio*. Ang, J.S., Fatemi, A., Rad T.R. (1997) menemukan bahwa perusahaan yang profitnya besar mempunyai akses bagus terhadap alternatif sumber pendanaan. Hal ini karena perusahaan yang profitable tersebut mempunyai informasi yang superior. Proksi yang digunakan dalam *profitability* adalah *Return on Assets*, yaitu *ratio of earning before interest and taxes to total assets*. b). Jika kas perusahaan mengalami defisit dan membutuhkan dana eksternal, maka sumber dana eksternal yang dipilih adalah utang dan alternatif terakhir adalah saham. Djakman dan Halomoan (2001) menemukan bahwa ada hubungan positif antara kebutuhan dana perusahaan (defisit kas) dengan kebutuhan dana jangka perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian Sartono (2001) bahwa manajer perusahaan yang go publik di pasar modal Indonesia cenderung mengikuti *Pecking order theory* dibanding *Trade-off theory*. Defisit kas (Sunder dan Myers, 1999) adalah kekurangan dari jumlah dana yang dibutuhkan, yang dihitung dari dari dividen ditambah pengeluaran modal, utang awal tahun, modal kerja dan dikurangi aliran kas operasi setelah bunga dan pajak.

H2a : Ada pengaruh positif dan signifikan *profitability* terhadap struktur modal

H2b : Ada pengaruh positif dan signifikan defisit kas terhadap struktur modal

3. Agency Theory

Hubungan keagenan sebagai suatu kontrak di mana satu atau lebih pihak (prinsipal) memberikan tugas pada pihak lain (agen) untuk melaksanakan jasa dan pendelegasian wewenang dalam pengambilan keputusan (Jensen dan Meckling, 1976). Karena keduanya ingin memaksimalkan utilitasnya, maka ada kemungkinan agen tidak selalu akan berbuat yang terbaik bagi prinsipal, muncullah masalah keagenan. Prinsipal dapat membatasi kegiatan agen yang menyimpang melalui pemberian insentif yang tepat dan mengeluarkan biaya monitoring, penentuan struktur pendanaan yang tepat, dan sebagainya sehingga kepentingan kedua pihak dapat dicapai.

Struktur kepemilikan juga akan berpengaruh pada masalah keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Perusahaan yang sahamnya dimiliki secara mayoritas oleh keluarga (*Family Firm*) sangat mudah komunikasi maupun monitoringnya, sehingga akan menurunkan biaya keagenan. Claessens, Djankov, and Lang (2000) menemukan bahwa dua pertiga perusahaan-perusahaan di Asia Timur dimiliki oleh *single shareholder*. Perusahaan secara umum dikontrol oleh keluarga, sehingga kemakmuran lebih terkonsentrasi pada keluarga.

H3a : Ada pengaruh negatif dan signifikan perusahaan keluarga terhadap struktur modal

Perusahaan yang pemegang saham mayoritasnya ada ditangan pemerintah (*State Firm*) mempunyai peluang untuk menerbitkan utang dalam jumlah besar, karena kreditor bersedia memberikan pinjaman kepada perusahaan pemerintah dengan alasan jika perusahaan tersebut bangkrut dan tidak bersedia lagi mengembalikan utangnya, maka pemerintah yang akan menjaminkannya

H3b : Ada pengaruh positif dan signifikan perusahaan pemerintah terhadap struktur modal

Kepemilikan saham perusahaan yang menyebar akan mempersulit untuk mengontrol manajemen perusahaan, karena kepemilikan saham perusahaan yang terlalu kecil hanya akan mempunyai

insentif kecil untuk memonitor manajemen. Hal ini akan sangat berbeda jika kepemilikan saham lebih terkonsentrasi, karena akan mempermudah perusahaan dalam melakukan kontrol, pengawasan manajemen perusahaan dan *voting power* terhadap manajemen (Wiwattanakantang, 1999), sehingga memperkecil biaya keagenan.

H3c : Ada pengaruh negatif dan signifikan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi terhadap struktur modal

Tiga ukuran biaya keagenan yang ditandai dengan variabel dummy, yaitu: 1). *Family owned firms*, yang diukur dengan kepemilikan saham terbesar ada ditangan keluarga. 2). *State owned firms*, yaitu perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah di atas 10%. 3). *Degree of ownership concentration*, yaitu tingkat kepemilikan lebih terkonsentrasi.

E. Metodologi Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang *go publik* di Pasar Modal Indonesia. Sampelnya adalah perusahaan-perusahaan non finansial yang *go public* di pasar modal Indonesia selama tahun 1999-2000. Dari perusahaan-perusahaan non finansial diambil sebanyak 50 saham yang aktif dan likuid. Periode penelitiannya 2 tahun, yaitu tahun 1999 dan 2000, sehingga diperoleh 100 observasi. Perusahaan non finansial dipilih untuk menghindari bias, karena perusahaan finansial biasanya mempunyai utang besar.

Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dengan cara *archival*. Data sekunder tersebut meliputi *Indonesian Capital Market Directory, Internet, JSX Statistics*, dan sumber lain yang terkait dengan penelitian ini.

F. Analisis Statistik

Untuk menguji hipotesis 1a, 1b, 1c, dan 1d atau *Trade-off Theory*, digunakan analisis regresi berganda dengan rumus sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{NDT} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LIKUIDITY} + \beta_4 \text{RESIKO BISNIS} + e$$

Keterangan:

NDT = Non debt tax shield
SIZE = ukuran perusahaan
LIKUIDITY = Kemampuan perusahaan untuk mengembalikan utang jangka pendek
RESIKO BISNIS = Resiko bisnis yang ditanggung perusahaan.

Untuk menguji hipotesis 2a dan 2b (*Pecking Order Theory*) digunakan analisis regresi berganda dengan rumus sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{PROF.} + \beta_2 \text{DC} + \varepsilon$$

Keterangan:

PROF. = Keuntungan perusahaan
DC = Defisit kas

Defisit kas (Sunder dan Myers, 1999) adalah kekurangan dari jumlah dana yang dibutuhkan, yang dihitung dari dari dividen ditambah pengeluaran modal, utang awal tahun, modal kerja dan dikurangi aliran kas operasi setelah bunga dan pajak. Rumusnya sebagai berikut:

$$\text{DEF}_t = \text{DIV}_t + X_t + \Delta W_t + R_t - C_t$$

Dalam menghitung defisit kas dalam penelitian ini mengikuti model yang telah diuji oleh Allen dan Martyn R. Clissold (1997) di Australia dengan beberapa penyesuaian karena keterbatasan data, sehingga rumus yang digunakan untuk menghitung defisit kas adalah :

$$\text{DEF}_t = \text{CAP}_t + \text{DIV}_t - \text{INV}_t - C_t$$

Untuk menguji hipotesis 3a, 3b, dan 3c (*Agency Theory*) digunakan analisis regresi berganda dengan rumus sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{FAMILY} + \beta_2 \text{STATE} + \beta_3 \text{OC} + \varepsilon$$

Keterangan:

FAMILY : Perusahaan yang dimiliki keluarga.
CO : Konsentrasi kepemilikan
STATE : Perusahaan yang dimiliki pemerintah.

G. Hasil Penelitian

1. Hasil Trade-Off Theory

Tabel 1
Hasil Regresi 4 Variabel sebagai Proksi
Trade-off Theory

	Koefisien	t- test	(p value)
KONSTANTA	0.200	0.888	0.377
NDT	0.174	0.474	0.637
SIZE	0.05828	1.536	0.128
LIKUIDITY	9.828E-02	1.700	0.092
RESIKO BISNIS	-5.058E-03	-0.105	0.917
F test (p value)	1.436 (0.228)		
R ²	0.057		

Hasil pengujian pada tabel 1 menunjukkan bahwa baik secara parsial maupun secara simultan tidak ada variabel yang secara signifikan mempengaruhi struktur modal. Dapat disimpulkan bahwa proksi *Trade-off Theory* tidak dapat menjelaskan struktur modal perusahaan-perusahaan yang go publik di Pasar Modal Indonesia. $R^2 = 0.057$, berarti struktur modal dijelaskan oleh keempat variabel (*NDT*, *Size*, *Likuidity*, dan *Resiko Bisnis*) hanya sebesar 5.7%, sisanya yaitu 94.3% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

2. Hasil Pecking Order Theory

a). Hasil Regresi Pecking Order Theory

Tabel 2
Hasil Regresi 2 Variabel sebagai Proksi
Pecking Order Theory

	Koefisien	t- test	(p value)
KONSTANTA	0.579	21.348	0.000
PROFITABILITY	-0.142	-2.667	0.009
DEFISIT KAS	-1.626E-10	-0.576	0.566
F test (p value)	3.762 (0.027)		
R ²	0.072		

Hasil pengujian tabel 2 menunjukkan bahwa secara parsial hanya variabel *Profitability* yang secara signifikan mempengaruhi struktur modal. Semakin tinggi nilai profitabilitas perusahaan, semakin rendah utang. Defisit kas secara signifikan tidak mempengaruhi struktur modal. Namun secara bersama-sama kedua variabel tersebut (*Profitability* dan *Defisit kas*) secara signifikan mempengaruhi struktur modal. Berarti, *Pecking Order Theory* dapat

menjelaskan struktur modal perusahaan-perusahaan yang go publik di Pasar Modal Indonesia. $R^2 = 0.072$, berarti Struktur modal dijelaskan oleh kedua variabel (*Profitability* dan *Defisit Kas*) sebesar 7.2%, sedangkan sisanya yaitu 92.8% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

b). Analisis Total Sumber Pendanaan Perusahaan

Untuk memperkuat hasil empiris dari *Pecking Order Theory*, berikut data alokasi sumber pendanaan perusahaan sampel tahun 1999 dan tahun 2000. Data ini memberikan bukti empiris mengenai perilaku pendanaan perusahaan-perusahaan go publik di Pasar Modal Indonesia.

Dari tabel 3 menunjukkan alokasi sumber pendanaan perusahaan mulai tahun 1999 sampai tahun 2000. Utang merupakan porsi paling besar dari sumber pendanaan perusahaan, yaitu total utang sebesar 67% dan meningkat menjadi 67.5% dari total dana perusahaan. Hal ini karena *net income* yang diperoleh perusahaan sangat kecil (8% dan 5%). Rendahnya *net income* ini menyebabkan *retained earning* juga kecil (12% dan 13.5%).

Turunnya *net income* dari 8% menjadi 5% dalam waktu yang sama diimbangi dengan naiknya utang dari 67% menjadi 67.5%, sementara saham justru turun dari 21% menjadi 19%. Data-data ini konsisten dengan hasil pada tabel 2 bahwa ketika profil perusahaan turun, utang justru naik (ada hubungan negatif antara *profitability* dengan struktur modal). Berarti teori *Pecking Order* mampu menjelaskan struktur modal atau perilaku pendanaan perusahaan-perusahaan yang go publik di Pasar Modal Indonesia.

c). Hasil Regresi (Saham sebagai Variabel Dependen)

Hasil pengujian tabel 4 menunjukkan bahwa baik secara parsial maupun secara simultan variabel *profitability* dan defisit kas tidak mempengaruhi pendanaan saham secara signifikan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa saat perusahaan mempunyai profit tinggi maupun saat perusahaan mengalami defisit kas cenderung untuk tidak menggunakan saham sebagai sumber dana eksternal, tetapi mereka cenderung lebih menyukai utang sesuai yang diprediksikan oleh *Pecking Order Theory*. Hasil ini memberikan bukti untuk mendukung *Pecking Order Theory*.

Tabel 3
Alokasi Sumber Pendanaan Perusahaan

Tahun	Retained Earning	Debt	Saham	Total Asset	Net Income
1999	16.584.680	90.107.020	28.379.621	135.071.321	10.797.494
	12%	67%	21%	100%	8%
2000	21.927.795	109.627.395	30.662.816	162.218.006	7.952.767
	13.5%	67.5%	19%	100%	5%

Tabel 4
Hasil regresi
(Saham sebagai Variabel Dependen)

	Koefisien	t- test	(p value)
KONSTANTA	0.328	16.335	0.000
PROFITABILITY	-2.956E-10	-1.414	0.161
DEFISIT KAS	-3.189E-02	-0.810	0.420
F test (p value)	1.355 (0.263)		
R ²	0.027		

3. Hasil Agency Theory

a). Gambaran Klasifikasi Perusahaan

Tabel 5
Klasifikasi Perusahaan

Tipe Perusahaan	Jumlah Perusahaan	Persentase
Family Owned Firm	12	12%
State Owned Firm	6	6%
Ownership Concentration	78	78%
Lain-lain	4	4%

Data tersebut berasal dari 100 observasi dan hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang go publik di Pasar Modal Indonesia secara umum tingkat konsentrasi kepemilikannya tinggi (78%), diikuti dengan perusahaan yang dimiliki

oleh keluarga (12%), dan perusahaan pemerintah (6%). Hasil ini sesuai dengan temuan Husnan (2001), bahwa proporsi kepemilikan publik untuk perusahaan yang go publik di Pasar Modal Indonesia masih sangat terbatas (kecil) dan lebih terkonsentrasi.

b). Hasil Regresi Agency Theory

Tabel 6
Hasil Regresi 3 Variabel sebagai Proksi
Agency Theory

	Koefisien	t- test	(p value)
KONSTANTA	0.725	11.384	0.000
FAMILY	-7.909E-02	-0.909	0.366
STATE	-0.284	-2.573	0.012
CO	-0.168	-2.450	0.016
F test (p value)	4.740 (0.004)		
R ²	0.129		

Hasil pengujian pada table 6 menunjukkan bahwa secara parsial ada 2 variabel yang secara signifikan mempengaruhi struktur modal, yaitu *State* dan *CO*. Koefisien *State* negatif dan signifikan, berarti perusahaan-perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah cenderung mempunyai utang dalam jumlah kecil. Pendanaan perusahaan pemerintah secara umum lebih besar menggunakan saham dibanding utang. Fenomena ini sangat menarik, karena perusahaan milik pemerintah tingkat kontrol dan monitoringnya lebih tinggi dibanding perusahaan swasta, sehingga hanya akan menggunakan utang dalam jumlah kecil. Selain itu berdasarkan pengalaman yang lalu, utang dalam jumlah besar akan semakin membebani pemerintah. Akibat lebih lanjut adalah kebangkrutan perusahaan.

Koefisien konsentrasi kepemilikan (*CO*) negatif dan signifikan, berarti perusahaan yang terkonsentrasi akan semakin rendah utang. Tingginya konsentrasi akan menyebabkan monitoring dan kontrol semakin mudah, sehingga mereka akan menggunakan utang dalam jumlah kecil. Koefisien *Family* tidak signifikan mempengaruhi struktur modal..

Namun secara bersama-sama ketiga variabel tersebut (*Family*, *State*, dan *CO*) secara signifikan mempengaruhi struktur modal. $R^2 = 0.129$, berarti struktur modal dijelaskan oleh ketiga variabel (*Family*, *State*, dan *CO*) sebesar 12.9%, sedangkan sisanya yaitu 87.1% dijelaskan oleh variabel lain di luar model. Dapat disimpulkan bahwa proksi *Agency Theory* dapat menjelaskan struktur modal perusahaan-perusahaan yang go publik di Pasar Modal Indonesia

h. Simpulan, Keterbatasan, dan Riset Anjuran

1. Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian secara empiris dapat diambil beberapa kesimpulan, yaitu:

- a). Proksi *Trade-off Theory* tidak dapat menjelaskan struktur modal perusahaan-perusahaan yang go publik di Pasar Modal Indonesia.
- b). Proksi *Pecking Order Theory* dapat menjelaskan struktur modal perusahaan-perusahaan yang go publik di Pasar Modal Indonesia .
- c). Data tahun 1999 dan tahun 2000 membuktikan bahwa utang merupakan porsi paling besar dari sumber pendanaan perusahaan. Hal ini terjadi

karena *net income* yang diperoleh perusahaan sangat kecil. Rendahnya *net income* ini menyebabkan *retained earning* juga kecil. Turunnya *net income* dalam waktu yang sama diimbangi dengan naiknya utang., sementara saham justru turun. Data-data ini konsisten dengan hasil bahwa ketika profit perusahaan turun, utang justru naik (lihat hasil regresi tabel 2). Bukti lain menunjukkan bahwa ketika saham sebagai variabel dependen dianalisis secara regresi, hasilnya "tidak signifikan". Bukti-bukti ini memperkuat hasil bahwa perusahaan lebih menyukai dana internal untuk membayar dividen dan investasi mereka. Kalau ternyata dana tidak mencukupi dan perlu dana eksternal, perusahaan lebih memilih utang dibanding sumber dana eksternal lain (saham). Berarti teori *Pecking Order* mampu menjelaskan struktur modal atau perilaku pendanaan perusahaan-perusahaan yang go publik di Pasar Modal Indonesia.

- d). Proksi *Agency Theory* dapat menjelaskan struktur modal perusahaan-perusahaan yang go publik di Pasar Modal Indonesia.
- e). Secara umum dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan go publik di Pasar Modal Indonesia cenderung mengikuti hierarki *Pecking Order Theory* dan *Agency Theory* dibandingkan dengan mempertahankan target struktur modal (*Trade-off Theory*) dalam keputusan pendanaannya. Sebagian hasil penelitian ini konsisten dengan beberapa penelitian sebelumnya, antara lain : a). Sartono (2001) menemukan bahwa perusahaan lebih mengikuti preferensi mereka dalam keputusan pendanaan dibanding mempertahankan target struktur modal (*Trade-off Theory*). b). Taggart (1977) dan Marsh (1982), bahwa model *Trade-off Theory* dukungan empirisnya sangat lemah. Fenomena ini terjadi mungkin model pengukuran yang digunakan tidak bisa menangkap aspek relevan yang dimaksud oleh teori. c). Wiwattanakantang (1999) yang menemukan bahwa efek *signalling* (*Pecking Order Theory*) dan efek *agency Cost* (*Agency Theory*) memainkan peran dalam keputusan mengembangkan penelitian ini dengan

mengelompokkan sampel berdasar jenis industri, karena antara industri satu dengan industri lain mempunyai karakteristik yang berbeda.

- e). Penelitian ini tidak memisahkan periode sebelum krisis moneter dengan periode saat krisis moneter. Dua kondisi ini sangat berbeda yang tentunya akan mempengaruhi perusahaan dalam keputusan pendanaannya. Maka sebaiknya penelitian berikutnya dikembangkan dengan mengelompokkan 2 periode, yaitu : sebelum krisis moneter dengan saat krisis moneter.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A. 1998. "Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratio of Firms in The UK?", *Journal of business Finance & Accounting*. Nopember-Desember. pp 1127-1155.
- Ang, J. S., Fatemi, A., Rad A.T. 1997." Capital Structure and Dividend Policies of Indonesian Firms" *Pacific-Basin Finance Journal*. pp. 87-103.
- Bayless M. E. and Diltz .1994." Securities Offerings and Capital Structure Theory". *Journal of Business Finance & Accounting*. January. pp.77-91.
- Barclay M. J. and Smith C. W. .1995. "The Maturity Structure of Corporate Debt". *The Journal of Finance*, pp. 609-631.
- Brealey dan Myers .1991. *Principles of Corporate Finance*. Mg.GrawHill.
- Brigham, E.F, L.C. Gapenski, and P.R. Daves .1999. *Intermediate Financial Management*. Sixth edition. The Dryden Press. Harcourt Brace College Publishers.
- Cherry R.T. and Spradley L.W. 1989."Further Tests of Industry Influence On Capital Structure". *Review of Business & Economic Research*. pp.58-66.
- Chirinko, Robert and Singha AR .2000."Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure : A Critical Comment" *Journal of Financial Economics*, pp.417-425.
- Claessens S., Djankov S., Lang L.H.P. 2000."The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations". *Journal of Financial Economic*. pp. 81-112.
- Copeland, T.E and J.F. Weston .1988. *Financial Theory and Corporate Policy*. third edition, Addison Wesley, Massachussetts.
- Djakman CD dan Halomoan, Gina .2001." Pengujian Pecking Order Hypothesis Pada Emiten di Bursa Efek Jakarta 1994 dan 1995". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. September. pp.303-313.
- DeAngelo, H. and R.W. Masulis .1980. "Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation" *Journal of Finance*. 35. May. 453-464.
- Ferri M. G. and Jones W.H. 1979. "Determinants of Financial Structure : A New Methodological Approach" *The Journal of Finance*, June, pp. 631-644.
- Harris, Milton, dan Raviv Artur .1991."The Theory of Capital Structure". *The Journal of Finance*. March. pp. 297-355.
- Husnan, Suad .1998. *Manajemen Keuangan : Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. BPFE, UGM.
- 2001."Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional" *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonom*. Februari. pp.1-12.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. 1976. "Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3. 305-360.
- Kale, Jayant R., Noe Thomas, and Ramirez G.G. 1991."The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure : Theory and Evidence" *Journal of Finance*. pp. 1693-1715.

- Marsh, Paul .1982."The Choice between Equity and Debt : An Empirical Study". *Journal of Financ.* March. pp.121-144.
- Megginson W. L. 1997. *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley.
- Myers, S. C. 1984. "The Capital Structure Puzzle". *Journal of Finance*. July. 575-592.
- 1993."Still Searching for an Optimal Capital Structure". *Journal of Applied Corporate Finance* 6. Spring, 4-14.
- and Majluf, N.S. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have" *Journal of Financial Economics* 13. June. 187-221.
- Modigliani F. and M. Miller 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment". *American Economic Review*. June. 267-297.
- Myers .1999. "The Search for Capital Structure" *The New Corporate Finance Theory*, edited by Chew Donald H., Jr., second edition, pp.205-213.
- Ozkan, Aydin 2001."Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target : Evidence from UK Company Panel Data". *Journal of Business Finance and Accounting*, January/March, pp.175-197.
- Prowse S. D. 1992. "The Structure of Corporate Ownership in Japan". *The Journal of Finance*. July. pp.1121-1140.
- Rajan, R. G. and Zingales L. 1995. "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*, December, pp.1421-1460.
- Sartono, Agus .2001."Long Term Financing Decisions : Views and Practices of Financial Managers of Listed Public Firms in Indonesia". *Gadjah Mada International Journal of Business*. January. pp.35-44.
- Sartono, Agus .1994. "*Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*". edisi kedua, BPFE-Yogyakarta.
- Shyam-Sunder, Laksmi, Steward C. Myers .1999. "Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure". *Journal of Financial Economics*. vol. 15. pp.219-244.
- Taggart, R. A. .1977. "A Model of Corporate Finance Decisions", *Journal of Finance*, December, pp.1467-1484.
- Titman S. and Wessels R. .1988. "The Determinants of Capital Structure Choice". *The Journal of Finance*. pp.1-40.
- Turnbull .1979. "Debt Capacity". *The Journal of Finance*. September. pp.931-940.
- Wiwattanakantang, Yupana .1999. "An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms". *Pacific-Basin Finance Journal*, pp.371-403.