

DETERMINAN STRUKTUR MODAL DALAM PERSPEKTIF *PECKING ORDER THEORY* DAN *AGENCY THEORY*

Erlina Effendi, Inneke Pricilla

ABSTRACT

Capital structure is a combination of debt and equity in the company's long-term financial structure. All investment activities carried out by the company will require funding both internal funds (own capital) and external funds (parties outside the company). The use of funds from outside the company in financial management is called the capital structure that appears on the equity and balance sheet of the company. The capital structure is a complex financial decision and should be effectively effective in order to lower the cost of capital, generate higher NBS and increase the value of the company. There are several theories regarding the capital structure of Modigliani and Miller (MM) approach theory, Trade-Off theory, Pecking Order theory, information and Signaling theory of asymmetry, and Agency Approach. In this study will analyze and discuss factors affecting the capital structure consisting of profitability, company size, business risk, opportunity of growth and managerial ownership. Factors of profitability, enterprise size, business risk are analyzed in the perspective Duck order theory and the opportunity of variable growth of managerial ownership and analyzed in the perspective of testing institute theory.

Keyword : Capita Structure, Pecking Order Theory, Agency Theory

ABSTRAKSI

Struktur modal merupakan kombinasi hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Seluruh kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan akan memerlukan pendanaan baik dana intern (modal sendiri) maupun dana ekstern (pihak diluar perusahaan). Penggunaan dana dari luar perusahaan dalam manajemen keuangan disebut struktur modal yang tampak pada sisi ekuitas dan neraca perusahaan. Struktur modal merupakan keputusan keuangan yang kompleks dan harus dilakukan secara efektif yang efektif agar dapat merendahkan biaya modal, menghasilkan NBS yang lebih tinggi dan meningkatkan nilai perusahaan. Terdapat beberapa teori mengenai struktur modal yaitu Teori Pendekatan Modigliani dan Miller (MM), Teori *Trade-Off*, Teori *Pecking Order*,

Teori Asimetri Informasi dan *Signaling*, dan Teori Keagenan (*Agency Approach*). Dalam penelitian ini akan menganalisis dan membahas faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yang terdiri dari profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, peluang pertumbuhan dan kepemilikan manajerial. Faktor profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis dianalisis dalam perspektif teori *pecking order* dan peluang pertumbuhan variabel kepemilikan manajerial dan dianalisis dalam perspektif pengujian lembaga *theory*.

Kata Kunci : Struktur Modal, Teori *Pecking Order*, Teori Keagenan

I. PENDAHULUAN

Latar Belakang

Perusahaan membutuhkan dana untuk membiayai operasi perusahaan, investasi atau kepentingan lainnya. Salah satu keputusan penting yang dihadapi manajer keuangan yang berkaitan dengan kelangsungan operasi adalah keputusan pendanaan. Perusahaan dapat didanai dengan hutang dan ekuitas. Komposisi penggunaan hutang dan ekuitas tergambar dalam struktur modal. Manajer harus mampu menghimpun dana baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun luar perusahaan secara efisien. Manajer keuangan harus memperhatikan mengenai biaya modal. Biaya modal yang timbul dari keputusan pendanaan merupakan konsekuensi langsung atas keputusan pendanaan yang dilakukan oleh manajer. Struktur modal yang meminimalkan biaya modal akan memaksimalkan harga saham perusahaan. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan (Prabansari dan Kusuma, 2015).

Penggunaan utang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran perusahaan yang tidak penting dan memberi dorongan manajemen untuk mengoperasikan perusahaan lebih efisien. Peningkatan hutang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan oleh manajemen (Wahidahwati, 2002 dalam Indahningrum dan Handayani, 2014). Hal ini mengurangi keinginan manajemen untuk menggunakan *free cash flow* untuk membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal karena perusahaan memiliki konsekuensi penyelesaian hutang yang berupa pokok dan

bunga. Di samping itu penggunaan hutang juga akan meningkatkan risiko. Apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutang maka akan mengancam likuiditas perusahaan dan posisi manajemen juga menjadi terancam.

Manajer keuangan dihadapkan adanya suatu variasi dalam pembelanjaan, dalam arti kadangkadang perusahaan lebih baik menggunakan dana yang bersumber dari hutang (*debt*) namun kadangkadang perusahaan lebih baik kalau menggunakan dana yang bersumber dari modal sendiri (*equity*). Oleh karena itu manajer keuangan perlu mempertimbangkan berbagai faktor yang memengaruhi struktur modal agar biaya modal rendah, keuntungan perusahaan meningkat dan pada akhirnya dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Penelitian ini menganalisis faktor faktor yang mempengaruhi struktur modal yang terdiri dari profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis dalam perspektif *pecking order theory* dan faktor *growth opportunity* dan kepemilikan manajerial dalam perspektif *agency theory* atas pengaruhnya terhadap struktur modal.

Tujuan

Untuk melihat perbedaan penerapan teori pecking order dan teori keagenan dalam struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia). Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambahkan bukti empiris mengenai pemahaman teori keuangan khususnya teori pecking order dan teori keagenan dalam analisis struktur modal.

II. KAJIAN LITERATUR

Struktur Modal

Struktur modal adalah bauran penggunaan dana yang berasal dari ekuitas dan utang. Konsekuensi yang harus ditanggung perusahaan jika menggunakan utang adalah perusahaan harus menaati perjanjian utang. Jika perusahaan menggunakan sumber dana berupa penerbitan saham maka perusahaan harus memberikan imbalan kepada investor berupa dividen. Struktur modal dalam perusahaan berkaitan erat dengan investasi sehingga dalam hal ini akan menyangkut sumber dana yang digunakan untuk membiayai proyek investasi tersebut. Sumber dana dapat berasal dari penerbitan saham (*equity financing*), penerbitan obligasi (*debt financing*) dan laba ditahan (*retained earning*).

Penerbitan saham dan obligasi sering disebut dengan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan (*external financing*) sedangkan dana yang bersumber dari laba ditahan disebut sebagai dana yang berasal dari dalam perusahaan (*internal financing*). Struktur modal diukur dengan menggunakan rasio struktur modal yang disebut dengan *leverage* rasio. Perhitungan *leverage ratio* adalah *long term debt to equity ratio*. *Long term debt to equity ratio* menunjukkan persentase modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang yang dihitung dengan membandingkan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri.

Teori Struktur Modal

Teori struktur modal dimulai pada tahun 1958 oleh Modigliani dan Miller (MM). Hasil karya MM menandai awal penelitian struktur modal modern. Selanjutnya Donaldson (1961) mengemukakan *Pecking Order Theory* yang membahas urutan pembiayaan perusahaan. Haugan dan Papas (1971) dan Rubenstein membahas teori struktur modal *Trade Off Theory*. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan mengenai *Agency Theory* dan Myers (1984) tentang *Asymmetric Information* (Ruslim, 2015). *Pecking order theory* mendasarkan pada asimetri informasi. *Trade off theory* mendasarkan pada pajak dan *free cash theory* mendasarkan pada biaya keagenan.

Teori Pecking Order (*Pecking Order Theory*)

Pecking order theory mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun 1961 sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers (1984) dalam Prabansari dan Kusuma (2015). Teori menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai *internal financing* yaitu pendanaan dari hasil operasi perusahaan yang berwujud laba ditahan. Apabila diperlukan pendanaan eksternal maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas paling aman terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi, baru akhirnya apabila masih belum mencukupi akan menerbitkan saham baru. Jadi urutan penggunaan sumber pendanaan dengan pengacu pada *Pecking order theory* adalah *internal fund* (dana internal), *debt* (hutang) dan *equity* (ekuitas). Dana internal lebih disukai dari dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu

“membuka diri lagi” dari sorotan pemodal luar. Di samping itu pengaruh asimetrik informasi dan biaya penerbitan saham cenderung mendorong perilaku *pecking order* (Myers, 1984; Baskin, 1989 dalam Pangeran, 2010)

Pecking order theory berfokus pada motivasi manajer korporat bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal (Pangeran, 2010). *Pecking order theory* mendasarkan pada asimetri informasi. Para manajer memiliki informasi superior. Para manajer diyakini memiliki informasi awal yang lebih baik. Oleh karena itu pasar mempelajari perilaku manajer. Asumsi asimetrik informasi menyiratkan bahwa para manajer mengembangkan dan menemukan kesempatan baru investasi yang menarik dengan NPV positif namun mereka tidak dapat menyampaikan informasi tersebut dengan baik kepada pemegang saham luar karena pernyataan manajer tidak dipercayai oleh investor. *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan yang sangat menguntungkan pada umumnya mempunyai hutang yang lebih sedikit. Hal ini terjadi bukan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi disebabkan karena perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal (Brealey dan Myer, 1995 dalam Steven dan Lina, 2017).

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara pemegang saham dan agen. Kontrak yang dibuat antara pemilik dan manajer diharapkan dapat meminimumkan konflik antar kedua kepentingan tersebut (Setyapurnama dan Norpratiwi, 2004 dalam Indahningrum dan Handayani, 2014). Manajer diberikan insentif yang memadai agar dapat melakukan fungsinya dengan baik. Di samping itu juga perlu dilakukan pengawasan terhadap manajer dengan cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen.

Teori agensi adalah suatu teori yang menjelaskan adanya konflik antara manajemen dan pemegang saham. Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda. Para pemegang saham berharap manajemen bertindak atas kepentingan mereka sehingga perusahaan dapat meningkat nilai sekaligus memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Sedangkan para manajer juga menginginkan

bertambahnya kesejahteraan bagi para manajer sendiri. Dengan demikian muncullah konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Penyebab konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pendanaan.

Profitabilitas dalam Struktur Modal

Rasio profitabilitas bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba, baik dalam hubungannya dengan penjualan, aset, maupun terhadap modal sendiri. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan mengurangi hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan relatif rendah menggunakan hutang. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah struktur modal. Hasil penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007), Hardianti dan Gunawan (2010) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurrohim (2013), Sheikh dan Wang (2015).

Ukuran Perusahaan dalam Struktur Modal

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan besar akan membutuhkan dana yang besar. Perusahaan besar umumnya memiliki tingkat penjualan yang besar dan menghasilkan tingkat keuntungan yang besar pula. Kebutuhan dana yang besar tersebut dipenuhi dengan menggunakan sumber dari internal. Hal ini sejalan dengan Pecking Order Theory yang menunjukkan arah hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan struktur modal. Apabila perusahaan dihadapkan pada kebutuhan dana yang semakin meningkat akibat pertumbuhan penjualan, dan dana dari sumber intern sudah digunakan semua, maka tidak ada pilihan lain bagi perusahaan untuk menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan, baik hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah struktur modal. Hasil penelitian Margaretha dan Sari (2015) dan Nasruddin (2014) menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur perusahaan.

Risiko Bisnis dalam Struktur Modal

Menurut Gitman (2009) dalam Seftianne dan Handayani (2011), risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan saat tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya. Perusahaan dan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki risiko bisnis lebih rendah. Risiko perusahaan yang tinggi pada umumnya lebih mengutamakan penggunaan dana internal daripada penggunaan utang maupun penerbitan saham. Semakin tinggi risiko bisnis maka semakin rendah struktur modal. Hasil penelitian Prabansari dan Kusuma (2015) dan Nasruddin (2014) menemukan bukti bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

***Growth Opportunity* dalam Struktur Modal**

Teori Agensi memprediksi hubungan negatif antara growth opportunity terhadap struktur modal karena perusahaan dengan growth opportunity yang lebih besar lebih memiliki fleksibilitas untuk melakukan investasi secara optimal. Manajer akan melakukan tindakan pengalihan kemakmuran dari kreditur kepada investor. Oleh karena itu berdasar pada konflik keagenan maka perusahaan dengan growth opportunity yang tinggi sebaiknya memiliki utang yang rendah. Semakin tinggi growth opportunity maka semakin rendah struktur modal. Hasil penelitian Seftianne dan Handayani (2017) menunjukkan bahwa growth opportunity berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Kepemilikan Manajerial dan Struktur Modal

Alternatif yang dapat digunakan untuk mengurangi agency cost adalah memberikan kepada manajemen kepemilikan saham perusahaan. Dengan demikian manajer akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pada saat kepemilikan manajemen meningkat, manajer akan menurunkan nilai utang untuk menurunkan risiko dan biaya keagenan. Semakin tinggi kepemilikan manajemen maka semakin rendah struktur modal. Masdupi (2015) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh negatif dengan struktur modal.

Simpulan

Berdasarkan analisa faktor yang telah dilakukan, profitabilitas dan risiko bisnis lebih berpengaruh terhadap struktur modal. Sedangkan ukuran perusahaan, *growth opportunity*, dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini disebabkan perusahaan cenderung mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan relatif rendah menggunakan hutang. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah struktur modal. Risiko perusahaan yang tinggi pada umumnya lebih mengutamakan penggunaan dana internal daripada penggunaan utang maupun penerbitan saham. Semakin tinggi risiko bisnis maka semakin rendah struktur modal. Peluang pertumbuhan memang tidak mudah diukur karena terkait dengan ketidakpastian masa depan. Selain itu, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal, hal ini mungkin disebabkan rendahnya kepemilikan saham oleh komisaris dan direksi pada perusahaan observasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Hardianti, Siti an Barbara Gunawan. 2010. Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, Vol. 11, No. 2, hal 138-154
- Harjanti, Theresia Tri dan Eduardus Tandelilin. 2007. Pengaruh Firm Size, Tangible Assets, Growth Opportunity, Profitability dan Busniess Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia: Studi Kasus di BEJ. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 1, No. 1, hal 1-9.
- Indanning, Rizka Putri dan Ratih Handayani. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 3, hal 189-207.
- Nurrohim, H. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Fixed Asset Ratio, Kontrol Kepemilikan dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Sinergi*, Vol. 10, No. 1, hal 11-18.

- Pangeran, Perminas. 2010. Pemilihan Sekuritas dan Arah Kebijakan Struktur Modal: Pecking Order ataukah Static Trade Off?. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. Vol. 21, No.1, hal 1-16.
- Prabansari, Yuke dan Hadri Kusuma. 2015 Faktor-faktor yang memengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Publik di Bursa Efek Jakarta. *Sinergi*, Edisi khusus on Finance, hal 1-15.
- Ruslim, Herman. 2015. Pengujian Struktur Modal (Teori Pecking Order): Analisis Empiris Terhadap Saham di LQ-45. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 3, hal 209-221.
- Steven dan Lina. 2017. Faktor-faktor yang Memengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No. 3, hlm 163-181.
- Sheikh, Nadeen Ahmed dan Zongjun Wong. 2015. Determinants of Capital Structure An Empirical Study of Firm in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance*, Vol. 37, No.2, hal 117-133.
- Seftianne dan Ratih Handayani. 2011. Faktor-faktor yang Memengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No. 1, hal 39- 56.