

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Dalam situasi perekonomian global saat ini, perusahaan dalam melakukan kegiatan ekonomi tanpa batas negara sehingga persaingan menjadi begitu ketat antar perusahaan. Menghadapi situasi yang demikian setiap perusahaan dituntut untuk mampu membaca dan melihat situasi yang terjadi sehingga perusahaan dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemen, baik itu dibidang pemasaran, produksi, sumberdaya manusia dan keuangan dengan baik agar perusahaan dapat lebih unggul dalam persaingan yang dihadapi.

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Bringham, 1999). Tetapi tidak jarang pihak manajemen atau manajer perusahaan mempunyai tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut, sehingga timbul konflik kepentingan diantara para manajer dan para pemegang saham perusahaan (*agency problem*). Disamping itu konflik juga dapat terjadi antara *stockholder* dengan *debtholder*. Konflik tersebut muncul karena *insiders* mengambil proyek yang risikonya lebih besar dari perkiraan kreditur. Sedangkan keuntungan yang diterima dalam bentuk bunga utang sifatnya tetap dibandingkan dengan *stockholder* dan kreditur ikut menanggung kerugian jika proyek tersebut gagal.

Pendanaan atas dasar *pecking order theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal. Apabila digunakan dana yang berasal dari eksternal maka urutan pendanaan yang disarankan adalah pertama dari laba ditahan, diikuti utang dan yang terakhir penerbitan ekuitas baru (Myers, 1984).

Dewasa ini perekonomian Indonesia dirasakan semakin mantap dan stabil, perusahaan melakukan kegiatan ekonomi tanpa batas negara sehingga persaingan menjadi begitu ketat antar perusahaan. Dengan demikian setiap perusahaan dituntut untuk mampu membaca dan melihat situasi yang terjadi sehingga dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemen baik dalam bidang pemasaran, produksi, sumber daya manusia dan keuangan dengan baik agar perusahaan dapat lebih unggul dalam persaingan yang dihadapi.

Salah satu implikasi dalam mengelola perusahaan adalah seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana yang akan digunakan untuk beroperasi dan mengembangkan usahanya. Untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan dapat memperoleh dari dalam perusahaan (modal sendiri) atau dari luar perusahaan (modal asing). Dengan demikian, dalam mengelola perusahaan salah satu cara untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Mayangsari., S (2001).

Berdasarkan hipotesis *pecking order theory* jika kesempatan investasi dimasa yang akan datang lebih baik maka manajer berusaha mengambil peluang tersebut demi kemakmuran kepentingan pemegang saham sehingga

capital expenditure akan meningkat sesuai dengan peningkatan kesempatan investasi, dalam hipotesis *pecking order theory* diasumsikan tidak terjadi konflik kepentingan (*agency problem*). Berbeda dengan hipotesis manajerial, yang berargumentasi bahwa terjadinya konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham menyebabkan terjadinya *over investment* atau *under investment*. Manajer meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri dengan melakukan *capital expenditure* yang berlebihan tanpa memperhitungkan kesejahteraan pemegang saham dan tanpa memperhatikan kesempatan investasi yang ada (Masyhuri H., 2003)

Hubungan keputusan pendanaan dengan keputusan investasi merupakan salah satu fokus penting dalam manajemen keuangan yang masih menjadi perdebatan hingga saat ini. Berdasarkan asumsi pasar persaingan, *Fisher separation theorem* secara tegas memisahkan keputusan investasi dengan keputusan pendanaan (Copeland dan Weston 1988 dalam Kaaro 2003). Ada dua tahap dalam teori *Fisherian* secara tegas memisahkan keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Tahap satu, manajemen melakukan keputusan investasi dengan mempertimbangkan prospek perusahaan. Tahap dua, manajemen memutuskan sumber pendanaan. Argumentasi ini paralel dengan studi *Modigliani dan Miller (1958)* bahwa *leverage* tidak relevan dengan nilai perusahaan. Bila asumsi pasar sempurna dilonggarkan, tampak bahwa manajemen memiliki informasi tentang prospek perusahaan lebih baik daripada investor. Pelonggaran asumsi memunculkan beberapa teori struktur modal berbasis informasi asimetris seperti *agency theory* (Jensen dan

Meckling, 1976), *pecking order theory* (Myers, 1984), dan *signaling hypothesis*.

Penelitian ini difokuskan pada *pecking order theory* dengan didasarkan pada dua argumentasi. Pertama, *pecking order theory* didasarkan pada urutan sumber pendanaan dari laba ditahan, utang, dan penerbitan sekuritas. Urutan pendanaan tersebut didasarkan pada preferensi logis investor terhadap prospek perusahaan, penyimpangan kebijakan pendanaan dari urutan tersebut ditangkap oleh investor luar sebagai sinyal negatif. Kedua, *pecking order theory* konsisten dengan tujuan *theory of the firm* agar manajer bertindak disiplin dalam memaksimalkan kemakmuran pemilik (Shyam-Sunder dan Myers, 1999), sedangkan *agency theory* memiliki paradigma yang berbeda dengan *theory of the firm*.

Pecking order theory menjelaskan preferensi manajer dalam menentukan urutan sumber pendanaan diawali dari modal internal. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari modal internal dan modal eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan dan beban nonkas seperti depresiasi, sedangkan modal eksternal dapat bersumber dari modal sendiri atau melalui utang. Brigham et al. (1999) dalam kaaro, (2003) mengemukakan bahwa Penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Keuntungan penggunaan utang adalah (a) biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya utang efektif menjadi lebih rendah, (b) kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan. (c)

bondholder tidak memiliki hak suara, sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil.

Penggunaan utang memiliki kelemahan karena (a) utang semakin tinggi meningkatkan risiko *technical insolvency* (Gitman, 1994), (b) bila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang. Pada kondisi ekstrim, kerugian tersebut dapat membahayakan perusahaan karena dapat terancam kebangkrutan.

Pecking order theory tidak secara eksplisit membahas risiko prospek perusahaan, walaupun urutan pendanaan didasarkan pada risiko atau ketidakpastian prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Ketidakpastian lingkungan bisnis sejak krisis ekonomi pada pertengahan 1997 tidak dapat diabaikan. Bukti-bukti empiris menunjukkan bahwa tidak semua indikator prospek perusahaan dan risiko perusahaan memberikan hasil yang konsisten. Hal tersebut tidak mengherankan karena tidak ada teori tunggal struktur modal yang secara universal mampu menjelaskan kebijakan pendanaan dalam dimensi ruang dan waktu yang berbeda

Persoalan mengenai hubungan *leverage* dan dividen juga masih menjadi teka-teki. *Pecking order theory* mengasumsikan bahwa dividen bersifat *sticky* (Myers, 1984) sehingga cenderung tidak berubah dari waktu ke waktu. Pada sisi lain, tingkat *leverage* perusahaan cenderung mengalami fluktuasi tergantung pada tingkat investasi dan ketersediaan modal internal perusahaan.

Argumentasi ini berbeda dengan studi empiris mengenai *pecking order theory*.

D. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah pertumbuhan penjualan, perubahan modal kerja, profitabilitas, struktur asset, besaran perusahaan, dan *operating leverage* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pendanaan.

E. Manfaat Penelitian

1. Bagi Peneliti

Memberi bukti empiris tentang pemahaman penerapan teori analisis *leverage* dalam lingkungan ketidakpastian.

2. Bagi investor

Memberikan informasi dan masukan bagi investor agar dapat menjadi bahan pertimbangan dalam menggunakan informasi.