

PEMILIHAN SEKURITAS DAN ARAH KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL: *PECKING ORDER* ATAUKAH *STATIC-TRADEOFF*?

Perminas Pangeran

Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Duta Wacana
Jalan Dr. Wahidin Sudiro Husodo 5-25, Yogyakarta, 55224
Telepon +62 274 563929, Fax +62 274 513235

ABSTRACT

This study addresses the specific issue of how firms actually select between financing instruments, debt and equity. Specifically, the examining of whether in securities offering choice, firms are consistent with pecking order theory or static- tradeoff theory. The analyses shows three main findings. First, it demonstrates that companies are heavily influenced by market condition and the past history of security price in choosing between equity and debt. Second, it provides empirical evidence that company appears to be consistent with the pecking order theory. Finally, the evidence in regard to tradeoff theory is less clear. In this case, the result are interesting, since the higher of business risk and volatility level, firms are more likely using the higher debt. It is not consistent with static-tradeoff theory.

Keywords: Security Offering, Pecking Order, and Static-Tradeoff

PENDAHULUAN

Filosofi dasar pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber-sumber dana internal atau eksternal secara teoritis didasarkan pada dua kerangka, yaitu *static tradeoff theory* dan *pecking order theory* (Myers, 1984; Bayless & Diltz, 1994; Kamath, 1997). Dalam hal ini, meskipun dasar pemikiran teoritis kedua filosofi

tersebut telah terdefinisi dengan jelas, namun demikian tidak dapat dipahami pada kondisi mana kedua filosofi itu diterapkan (Harris & Raviv, 1991).

Ketidakjelasan penerapan kedua filosofi itu mendorong penelitian ini membahas isu tentang mengapa perusahaan memilih menerbitkan sekuritas ekuitas atau utang. Selain itu, penelitian ini menguji apakah perusahaan memilih penawaran sekuritas konsisten dengan filosofi pendanaan *pecking order theory* ataukah *static-tradeoff theory*. Harris dan Raviv (1991) mengindikasikan bahwa pemilihan struktur modal memberi sinyal kepada para *outsider* atau investor tentang informasi *insider*. Myers (1984) menyatakan para investor tertarik pada pemilihan pendanaan karena perubahan harga saham terjadi pada saat keputusan pemilihan struktur modal diumumkan.

Perusahaan yang menganut filosofi pendanaannya atas dasar *static-tradeoff theory*, mendasarkan keputusan pendanaan pada struktur modal yang ditargetkan atau struktur modal yang optimal. Oleh karena itu, perusahaan melakukan upaya-upaya secara sadar untuk mempertahankan struktur modal yang optimal untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Kamath, 1997). Struktur modal yang optimal dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak dari penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan (Myers, 1984; Baskin, 1989; Stulz in Raviv, 1991; Brigham & Gapenski, 1996:382). Filosofi *balance theory* memprediksi bahwa masing-masing perusahaan menyesuaikan secara perlahan-lahan ke arah optimal, (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

Sementara itu, perusahaan yang menganut filosofi pendanaan atas dasar kerangka *pecking order hypothesis*, berusaha untuk menerbitkan sekuritas berdasarkan suatu urutan atau hirarki yang paling menguntungkan pada suatu waktu tertentu dan tidak mendasarkan pada struktur modal yang ditargetkan (Kamath, 1997). Berdasarkan *pecking order hypothesis*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal. Berdasarkan filosofi *pecking order hypothesis*, urutan pendanaan yang disarankan atau diinginkan perusahaan pertama dari laba yang ditahan, kedua dari pendanaan utang, dan ketiga dari penerbitan ekuitas baru (Myers, 1984).

Pemilihan penerbitan sekuritas ekuitas menjadi pilihan terakhir dengan mendasarkan pada alasan bahwa para manajer tidak menginginkan terjadinya dilusi terhadap nilai saham bagi para pemegang saham lama (Viswanath, 1994), dan tidak menginginkan terjadinya *transfer of the control power* (Smith, Jrin Chew, 1999). Disamping itu, pengaruh asimetrik informasi dan biaya penerbitan saham cenderung mendorong perilaku *pecking order* (Myers, 1984; Baskin 1989). Implikasinya, perusahaan seharusnya berusaha memperkecilkan penerbitan saham. Oleh karena itu, perusahaan memilih untuk menerbitkan ekuitas pada saat terjadinya pengurangan asimetrik informasi (Myers, 1984; Lucas & McDonald, 1990; Choe et al., 1989 dalam Bayless dan Diltz, 1994).

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya. Pertama, pemilihan sekuritas oleh Marsh (1982), dan Bayless dan Diltz (1994) mendasarkan pada pemilihan sekuritas antara penerbit ekuitas yang menerbitkan saham biasa dan utang yang menerbitkan obligasi. Namun demikian, penelitian ini mendasarkan pemilihan penerbitan sekuritas ekuitas saham melalui *right issue*, dan penerbit utang diwakili emiten yang menggunakan *debt ratio* meningkat dan tidak melakukan *right issue* ekuitas. Kedua, penelitian ini menambah variabel penjelas lain, yaitu tingkat pertumbuhan potensial perusahaan, ukuran perusahaan, risiko ekuitas yang diharapkan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pemilihan penawaran sekuritas perusahaan. Ketiga, penelitian ini berusaha mempertimbangkan beberapa proksi untuk masing-masing variabel, sehingga diharapkan diperoleh suatu proksi yang dapat memberi kekuatan

penjelas terbaik.

Debat teoritis terus berlangsung terhadap struktur modal, namun bukti empiris relatif sedikit tentang bagaimana perusahaan sesungguhnya memilih antara ekuitas dan utang. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi motivasi perusahaan untuk melakukan pemilihan penawaran sekuritas antara ekuitas ataukah utang. Pemilihan penawaran sekuritas ekuitas konsisten dengan kebijakan struktur modal yang mendasarkan pada filosofi dari *pecking order theory* ataukah *balance theory*. Hasil empiris tentang penawaran sekuritas ekuitas dapat memberi sinyal kepada para *outsider* atau investor tentang informasi *insider*. Dengan demikian, hasil penelitian memberi beberapa pemahaman terhadap filosofi teori struktur modal sebagai filosofi dalam memilih alternatif instrumen pendanaan yang tepat, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Keputusan struktur modal tetap merupakan teka-teki. Beberapa penelitian empiris telah membahas mengenai *static-tradeoff theory*. Bukti empiris yang mendukung *static-tradeoff theory*, seperti Schwartz dan Aronson (1967), Long dan Malitz (1985), Smith dan Watts (1992), Mackie-Mason (1990). Simpulan mereka konsisten dengan pandangan Modigliani dan Miller (1996) yang membuktikan pengaruh positif dari *interest tax shields* pada nilai pasar perusahaan *electric utilities*. Bradley et al. (1984) melakukan tinjauan dan sintesis pada literatur teoritis dan empiris sebelumnya tentang struktur modal yang optimal dan menyimpulkan bahwa temuan mereka mendukung *static-tradeoff theory*. Berbeda dengan hasil penelitian Titman dan Wessels (1988) yang menggunakan pendekatan variabel laten, mereka hanya menemukan bukti yang *mixed* dari peran berbagai faktor yang diprediksi oleh *balancing theory*. Hasil penelitian lainnya juga mendukung bahwa perusahaan menyesuaikan struktur modal ke arah target *debt ratio*, (misalkan, Tagart, 1997; Homaifar et al., 1994; Marsh, 1982). Namun demikian, hasil penelitian mereka saling tidak konsisten. Oleh karena itu, bukti penelitian tentang *static-tradeoff theory* belum sampai pada suatu simpulan akhir.

Beberapa penelitian empiris tentang *pecking order theory* juga dilakukan Baskin (1989); Marsh

(1979,1982); Thies dan Klock (1992); Bayless dan Diltz (1994) dan Kamath (1997). Hasil penelitian mereka menyimpulkan hasil yang saling tidak konsisten tentang apakah perusahaan cenderung mengikuti filosofi *pecking order theory* ataukah *static-tradeoff theory* dalam membentuk keputusan struktur modal. Marsh (1982) melakukan penelitian empiris tentang penawaran sekuritas pada perusahaan UK, dengan fokus pada bagaimana perusahaan memilih antara utang dan ekuitas pada suatu waktu tertentu. Hasil empiris Marsh membuktikan bahwa perusahaan cenderung mengikuti filosofi *static-tradeoff theory* dan *pecking order theory*.

Penelitian Thies dan Klock (1992) menguji berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal ditinjau dari filosofi *pecking order theory* dan *static-tradeoff theory*. Penghematan pajak mendorong perusahaan menggunakan utang sedangkan biaya kebangkrutan dan keagenan membatasi perusahaan menggunakan utang. Asimetrik informasi mendorong perusahaan untuk mempertahankan *reserve borrowing capacity*, untuk mendanai berbagai kesempatan investasi yang mendukung di masa yang akan datang. Bayless dan Diltz (1994) melakukan penelitian tentang teori struktur modal dan penawaran sekuritas. Bukti penelitian mereka menunjukkan bahwa pemilihan sekuritas adalah konsisten dengan hasil penelitian Myers (1984), Lucas dan McDonald (1990), Kamath (1997). Namun demikian, hasil penelitian mereka tidak membuktikan bahwa perusahaan berupaya mempertahankan filosofi *static-tradeoff theory*.

Keputusan struktur modal secara teoritis mendasarkan pada *static-tradeoff theory*, mengasumsikan perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai pasar (Kamath, 1997). *Static-tradeoff theory* memprediksi masing-masing perusahaan menyesuaikan secara perlahan-lahan kearah *debt ratio* yang optimal (Shyam-Sunder & Myers, 1999). Berdasarkan teori Modigliani dan Miller (1966), semakin besar utang yang digunakan, semakin tinggi nilai perusahaan. Model Modigliani dan Miller mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan atas penggunaan utang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan, yang disebut model

Static-tradeoff (Myers, 1984; Jensen & Meckling, 1979).

Myers, (1999) menyatakan bahwa salah satu hal yang paling fundamental adalah *no magic* dalam *leverage* proposisi Modigliani dan Miller. Dugaan bahwa penggunaan utang lebih adalah lebih baik, tidak mendapat dukungan empiris. Utang dapat lebih baik daripada ekuitas dalam beberapa kasus, namun dalam kasus lain menjadi buruk. Kadang-kadang semua pilihan pendanaan sama baiknya. Myers (1999) mengusulkan tiga dimensi yang sebaiknya dipertimbangkan oleh para manajer keuangan dalam pemilihan struktur modal, yaitu dimensi pajak, risiko, dan tipe aset. Pertimbangan pajak berkaitan dengan tingkat bunga sebagai *tax deductible*. Beberapa perusahaan meyakini, bahwa mereka akan memperoleh laba yang dapat dikenakan pajak di masa yang akan datang. Semakin perusahaan menggunakan utang, semakin kecil nilai ekspektasi yang dapat direalisasikan dari interest *tax shields*. Nilai ini tergantung pada 1) probabilitas perusahaan akan memiliki pendapatan yang dapat dikenakan pajak untuk perlindungan; 2) tingkat pajak marginal yang dikenakan atas pendapatan; 3) adanya cara lain ke arah *shield income*; dan 4) investor ekuitas memperoleh *tax break* relatif terhadap *lender* (Myers, 1999: 209-210 dalam Chew).

Pertimbangan risiko berkaitan dengan penggunaan utang. Penggunaan utang yang semakin besar akan mengarah kepada kesulitan keuangan (*cost of financial distress*) atau biaya kebangkrutan. Biaya kebangkrutan langsung misalnya, *fees* hukum dan pengadilan, komisi *real estate*, (Myers,1999:210 dalam Chew). Biaya informasi terjadi karena kesulitan pihak *outsider* mengetahui risiko sebenarnya dan prospek perusahaan, (Myers,1999:212 dalam Chew). Pertimbangan tipe aset berkaitan dengan penggunaan utang. Penggunaan utang yang semakin tinggi akan menyebabkan kerugian besar, terutama pada perusahaan yang nilai pasarnya tergantung pada teknologi, modal manusia, kesempatan pertumbuhan, dan tipe aset *intangible*. Oleh karena itu, perusahaan disarankan menggunakan kebijakan utang yang konservatif. Sebaliknya, perusahaan dapat menggunakan utang yang relatif tinggi untuk tipe aset yang *tangible*.

Pertimbangan terhadap tiga dimensi, pajak, risiko, dan tipe aset, tidak dimaksudkan bagi manajer, untuk menentukan berapa banyaknya menerbit utang. Namun demikian, pertimbangan itu lebih merupakan kerangka pemikiran untuk struktur modal yang optimal. Keputusan pendanaan ini tergantung pada manajer keuangan, (Myers, 1999:213 dalam Chew).

Pecking order theory mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan berusaha menerbitkan sekuritas pertama dari internal, *retained earning*, kemudian utang berisiko rendah dan terakhir ekuitas (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; Harris & Raviv, 1991). *Pecking order theory* memprediksi bahwa pendanaan utang eksternal didasarkan pada defisit pendanaan internal (Shyam-Sunder & Myers, 1999) dan memiliki asumsi-asumsi (Myers, 1984). Pertama, kebijakan dividen adalah *sticky*; kedua, perusahaan lebih suka pendanaan internal daripada eksternal, namun mereka berusaha mencari pendanaan eksternal bila perlu mendanai investasi riil yang memiliki NPV positif; ketiga jika menghendaki pendanaan eksternal, mereka akan menerbitkan pertama sekuritas yang lebih aman, mulai dengan memilih utang, kemudian sekuritas *hybrid*, dan urutan pilihan terakhir pendanaan ekuitas; keempat, ketika perusahaan mencari dana eksternal lebih, pemilihan sekuritas dilakukan berdasarkan urutan, dari sekuritas (misal: utang) yang paling aman ke yang berisiko dan urutan terakhir adalah ekuitas eksternal.

Model *pecking order theory* berfokus pada motivasi manajer korporat, bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal. *Pecking order theory* mencerminkan persoalan yang diciptakan oleh asimetrik informasi. Bagaimana kita mengetahui para manajer memiliki informasi superior. Pasar belajar dari tindakan para manajer karena para manajer diyakini memiliki informasi awal yang lebih baik. Dasar pemikirannya dapat merujuk pada penjelasan berikut ini, (Myers, 1984 dalam Cooley, 1996:152). Pertama, para manajer mengetahui lebih banyak tentang perusahaan daripada investor luar, namun enggan untuk menerbitkan saham ketika mereka percaya saham mereka adalah *undervalued*. Mereka lebih mungkin akan menerbitkan ketika saham mereka adalah *fairly price* atau *overpriced*. Kedua, investor memahami bahwa para manajer mengetahui lebih banyak sehingga

menerbitkan pada waktu yang tepat. Ketiga, para investor menginterpretasikan keputusan untuk menerbitkan ekuitas sebagai *bad news*, dan perusahaan dapat menerbitkan ekuitas hanya pada harga *discount*. Keempat, perusahaan yang bekerja berdasarkan filosofi *pecking order* dan membutuhkan ekuitas eksternal kemungkinan tidak akan memanfaatkan kesempatan investasi yang baik, karena saham tidak dapat di jual pada "*fair price*".

Implikasi dari penjelasan tersebut adalah 1) ekuitas internal lebih baik dari ekuitas eksternal; 2) *financial slack* bernilai; dan 3) utang lebih baik daripada ekuitas jika pendanaan eksternal dikehendaki hanya karena utang lebih aman daripada ekuitas. Myers (1984) memberikan dasar kebenaran bahwa *pecking order theory* mendasarkan pada asimetrik informasi. Myers dan Majluf, (1984) membuat dua asumsi utama tentang manajer korporat. Pertama, mereka mengasumsikan seorang manajer perusahaan lebih banyak mengetahui tentang kesempatan investasi dan laba sekarang perusahaan, dibandingkan investor luar. Kedua, mereka mengasumsikan para manajer bertindak untuk kepentingan terbaik para pemegang saham (Megginson, 1997:339). 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 para investor. Menurut Myers dan Majluf (1984), penyelesaiannya bagi perusahaan adalah mempertahankan *financial slack* yang cukup serta dapat mendanai proyek NPV positif.

Model Myers dan Majluf, (1984) juga menjelaskan reaksi pasar saham terhadap peristiwa yang menaikkan *leverage* dan peristiwa yang menurunkan *leverage* (Megginson, 1997:340). Perusahaan lebih suka menggunakan dana internal dan dana yang berisiko paling rendah dari dana eksternal untuk mendanai kesempatan investasi yang bernilai dari. Perusahaan juga akan menerbitkan saham ketika *overvalue*. Investor menyadari insentif ini, serta menyadari bahwa investor memiliki informasi lebih baik tentang prospek perusahaan. Oleh karena itu, investor selalu menyambut pengumuman penerbitan saham baru sebagai *bad news* (Megginson, 1997:340).

Asimetrik informasi dan biaya penerbitan sekuritas mempengaruhi struktur modal dengan membatasi akses pada pendanaan dari luar (Myers, 1984). Persoalan informasional ini nampaknya terutama berkaitan dengan saham biasa (Baskin, 1989). Asimetrik informasi menghalangi kemampuan perusahaan meraih dana melalui penerbitan saham baru (Baskin, 1989).

Peristiwa yang menurunkan *leverage* berkaitan dengan penurunan harga saham. Contoh, pengumuman peristiwa yang meningkatkan *leverage* menyarankan bahwa manajer korporasi adalah cukup yakin tentang kekuatan laba perusahaan yang akan datang, yaitu laba yang dapat meningkatkan tingkat utang korporat tanpa mengurangi kemampuan mendanai investasi secara internal. Oleh karena itu, penerbitan utang direspon pasar sebagai *good news* (Megginson, 1997:340). Sementara itu, Megginson (1997:341) menunjukkan beberapa keterbatasan *pecking order hypothesis*, pertama, *pecking order theory* tidak dapat menjelaskan semua aturan struktur modal dalam praktik. Teori ini tidak dapat menjelaskan bagaimana pajak, biaya kebangkrutan, biaya penerbitan sekuritas, set kesempatan individu perusahaan mempengaruhi *debt ratio* aktual perusahaan. Teori ini mengabaikan persoalan keagenan yang muncul ketika manajer perusahaan mengakumulasi *financial slack* begitu besar, yang mereka imunisasikan pada disiplin pasar. Namun demikian, *pecking order theory* dapat menjelaskan dengan lebih baik aspek tertentu perilaku korporat, yaitu tentang pemilihan pendanaan korporat dan respon pasar terhadap penerbitan sekuritas.

Myers (1984) menyatakan bahwa perusahaan lebih suka mendapatkan modal dengan urutan prioritas pertama dari *retained earning*, kedua dari *debt*, dan terakhir dari penerbitan ekuitas baru. Menurut Myers, perilaku itu kemungkinan disebabkan adanya penghematan biaya langsung, biaya transaksi, dan mengurangi dividen (Baskin, 1989; Myers, 1984). Dana dari laba yang ditahan sudah tersedia, walaupun harus investasi kembali sebesar tingkat keuntungan yang disyaratkan. Oleh karena itu, profitabilitas diharapkan berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1a: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Ukuran penawaran sekuritas yang semakin besar akan memberi sinyal yang buruk bagi investor, sehingga harga saham turun (Myers & Majluf, 1984; Harris & Raviv, 1991). Ukuran penawaran sekuritas yang semakin besar mengakibatkan perusahaan pada posisi yang lebih berisiko. Penerbitan saham biasa baru akan berakibat dilusi nilai saham bagi pemegang saham lama, apabila harga jual ditetapkan di bawah harga pasar (Viswanath, 1990). Oleh karena itu, peningkatan dalam ukuran penawaran sekuritas seharusnya meningkatkan probabilitas perusahaan untuk menerbitkan utang (Bayless & Diltz, 1994). Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1b: Ukuran penawaran sekuritas berpengaruh negatif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa dengan mempertahankan ukuran penawaran seluruhnya konstan, kenaikan harga saham akan meningkatkan bagian kesempatan pertumbuhan yang dipertahankan oleh pemegang saham lama dan mengurangi kerugian nilai perusahaan terhadap pemegang saham lama dan mengurangi kerugian nilai perusahaan terhadap pemegang saham baru. Hal ini berarti penerbitan ekuitas menjadi lebih menarik setelah ada kenaikan harga saham perusahaan. Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa probabilitas penerbitan ekuitas mengalami kenaikan apabila ada kenaikan nilai saham perusahaan yang dipertahankan oleh pemegang saham. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1c: Perubahan harga saham berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Perusahaan akan memiliki waktu yang tepat untuk menerbitkan sekuritas pada periode waktu tertentu, ketika terjadi penurunan tingkat asimetrik informasi (Myers, 1984; Choe *et al.*, 1989 dalam Harris & Raviv, 1991). Pemilihan waktu tertentu yang tepat untuk menerbitkan sekuritas ekuitas pada saat terjadinya kenaikan harga ekuitas dan kondisi pasar modal yang menguntungkan (Myers, 1984; Lucas & McDonald, 1990; Bayless & Diltz, 1994). Perusahaan lebih mungkin untuk menerbitkan ekuitas setelah kinerja pasar ekuitas atau pasar modal menguntungkan, yang ditandai dengan meningkatnya indek harga saham gabungan. Berdasarkan uraian tersebut

dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1d: Perubahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Kale *et al.* (1991) menjelaskan bahwa adanya penggunaan utang yang tinggi akan meningkatkan probabilitas kebangkrutan dan pada suatu tingkat utang tertentu semakin tinggi risiko bisnis, maka semakin besar kemungkinan kebangkrutan. Risiko bisnis ditentukan oleh variabilitas pendapatan yang akan diterima pada masa yang akan datang (Ferri & Jones, 1979). Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2a: Risiko bisnis berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Myers (1984) menjelaskan bahwa jika *static-tradeoff theory* adalah benar perusahaan mungkin kadang-kadang berada di atas dan di bawah struktur modal yang optimal atau yang ditargetkan. Perusahaan yang struktur modalnya di bawah struktur modal yang optimal adalah lebih mungkin mengganti penggunaan ekuitas dengan utang. Sebaliknya, struktur modal di atas struktur modal yang optimal adalah lebih mungkin mengganti penggunaan utang dengan ekuitas (Myers, 1984; Marsh, 1982). Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2b: Deviasi struktur modal dari yang ditargetkan berpengaruh terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Static-tradeoff theory memprediksi suatu hubungan yang negatif antara variabilitas pendapatan dan penggunaan utang (Thies & KLock, 1992). Perusahaan dengan pendapatan yang relatif stabil memungkinkan untuk dapat memprediksikan pendapatan yang akan datang secara tepat. Pendapatan yang stabil memungkinkan perusahaan mampu meminjam lebih besar. Volatilitas yang tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2c: Volatilitas pendapatan berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Dengan menganggap adanya keraguan emiten untuk menerbitkan ekuitas yang disebabkan oleh persoalan asimetrik informasi dan biaya emisi penerbitan ekuitas maka perusahaan adalah lebih mungkin menerbitkan utang dari pada ekuitas (Brigham

& Gapenski, 1996:421). Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3a: Tingkat pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapat dana. Perusahaan yang relatif besar cenderung lebih terdiversifikasi dan tidak mudah mengalami kebangkrutan (Titman & Wessels, 1988). Oleh karena itu, perusahaan besar menggunakan utang lebih tinggi. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3b: ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Kebijakan struktur modal melibatkan *trade-off* antara risiko dan *return* (Weston & Gapenski, 2007:690). Penambahan utang memperbesar risiko perusahaan, tetapi juga memperbesar *return* yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi akibat membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya *return* yang diharapkan akan menaikkan harga saham. Hamada (1972) mengkombinasikan teori MM dan CAPM. Temuan Hamada menunjukkan bahwa rata-rata risiko sistemik perusahaan yang menggunakan *leverage* adalah lebih besar dari perusahaan yang tidak menggunakan *leverage*.

Jones (1998:236) menunjukkan bahwa beta berhubungan linear terhadap *return* saham. Semakin tinggi beta, maka semakin tinggi pula *return* yang diharapkan. Penggunaan utang akan menambah tingkat risiko bagi investor. Oleh karena itu, perusahaan lebih mungkin menggunakan ekuitas dari pada utang. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3c: Risiko ekuitas berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari berbagai sumber sebagai berikut: (a) *Indonesian Capital Market Directory* (b) *Jurnal Pasar Modal Indonesia* (c) *Jakarta Stock Exchange Statistic Monthly* (d) *Jakarta Stock Exchange statistic Fact Book* (e) Laporan Mingguan

Bank Indonesia (f) *Indonesia Business Data Centre*. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling*. Kriteria sampel penelitian yang digunakan untuk memilih sampel adalah dengan berdasarkan pada prosedur sebagai berikut; 1) perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode sebelum krisis moneter melanda Indonesia, yaitu 1991 sampai dengan 1996; 2) perusahaan yang melakukan penawaran sekuritas ekuitas baru, dengan fokus pada emiten yang melakukan *right issue* ekuitas. Sebaliknya, emiten yang memilih menggunakan atau menawarkan utang adalah emiten yang memiliki *debt ratio*-nya meningkat dan tidak melakukan *right issue* ekuitas, sebagai *control group*; 3) emiten yang sahamnya relatif paling aktif dengan mendasarkan pada kriteria frekuensi; 4) perusahaan memiliki ukuran (*SIZE*) yang relatif sama besarnya. Hal ini dapat dilihat dari rata-rata ukuran masing-masing kelompok yang tidak berbeda secara signifikan; dan 5) emiten melakukan laporan keuangan lengkap minimal selama periode enam tahun.

Berdasarkan pada kriteria sampel, total sampel yang dianalisis dalam penelitian ini sebanyak 96 observasi. Total sampel terdiri dari 66 observasi emiten ekuitas baru, sedangkan 30 observasi emiten utang (obligasi). Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Marsh (1982) dan Bayless dan Diltz (1994), maka penelitian ini juga menggunakan model logit atau regresi logistik. Perumusan model logit tentang pemilihan penawaran sekuritas dalam analisis penelitian adalah dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{it} - \beta_2 OFFSZ_{it} + \beta_3 PRICE_{it} + \beta_4 IHSG_{it} + \beta_5 BRISK_{it} + \beta_6 DVTAR_{it} + \beta_7 VOLAT_{it} - \beta_8 GROWT_{it} - \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} BETA_{it} + m_{it} \dots\dots\dots 1)$$

Keterangan:

Y_{it} = Pemilihan Sekuritas, $Y_{it} = 1$ jika emiten memilih menerbitkan sekuritas ekuitas, $Y_{it} = 0$ jika emiten memilih menggunakan atau menerbitkan sekuritas utang. ROA_1 = Profitabilitas, $OFFSZ_2$ = Ukuran Penawaran Sekuritas, $PRICE_3$ = Harga saham, $IHSG_4$ = Indeks Harga Saham Gabungan, $BRISK_5$ = Risiko bisnis, $DVTAR_6$ = Deviasi dari struktur modal yang ditargetkan, $VOLAT_7$ = Volatilitas Pendapatan, $GROWT_8$ =

Pertumbuhan Potensial Perusahaan, $SIZE_9$ = Ukuran Perusahaan, $BETA_{10}$ = Risiko Ekuitas, α = konstanta, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9$ = Koefisien regresi, m_{it} = *Disturbance error*.

Variabel dependen dalam penelitian ini didefinisikan sebagai pemilihan sekuritas (Y_{it}) antara penawaran ekuitas ataukah utang, dimana $Y_{it} = 1$, jika emiten memilih menerbitkan sekuritas ekuitas, $Y_{it} = 0$, jika emiten memilih menggunakan atau menerbitkan sekuritas utang. Keputusan penawaran sekuritas antara ekuitas, diwakili oleh emiten yang menerbitkan ekuitas melalui *right issue*. Sebaliknya, emiten yang memilih menerbitkan utang diwakili oleh emiten yang memiliki *debt ratio* meningkat dan tidak melakukan *right issue*.

Variabel independen yang dianalisis dalam model penelitian ini dibagi atas tiga kelompok variabel, yaitu variabel *pecking order theory*, variabel *static-tradeoff theory*, dan variabel penjelas lainnya. Dalam penelitian ini digunakan beberapa proksi untuk suatu variabel dan dipilih proksi yang memiliki kekuatan penjelas terbaik. Pengukuran (proksi) variabel independen terpilih hasil analisis univariat disajikan dalam Tabel 1, Tabel 2, dan Tabel 3.

HASIL PENELITIAN

Organisasi bahasan akan diawali dengan statistik deskriptif. Statistik deskriptif meliputi angka statistik, yaitu rerata, standard deviasi, nilai ekstrim, dan uji normalitas data. Selanjutnya, pengujian hipotesis terdiri atas dua tahap analisis. Tahap pertama adalah analisis uji univariat, dengan pendekatan *Mann-Whitney test* dan *Wilcoxon W. Test*. Tahap kedua adalah analisis uji multivariat, dengan pendekatan model regresi logistik. Statistik deskriptif lebih berhubungan dengan karakteristik sampel penelitian. Tabel 4 memberi gambaran tentang karakteristik sampel yang dipakai dalam penelitian. Karakteristik sampel meliputi angka statistik, yaitu rerata, standard deviasi, nilai ekstrim untuk variabel *pecking order theory* dan *static-tradeoff theory* antara kelompok perusahaan penerbit ekuitas baru (*right issue*) dan perusahaan penerbit utang.

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan menggunakan pendekatan analisis multivariat regresi logistik. Sebelum melakukan analisis multivariat,

Tabel 1
Ringkasan Definisi Pengukuran Variabel *Pecking Order Theory*

No	Variabel	Simbol	Pengukuran (Proksi)
1	Profitabilitas	ROA	Laba operasi dibagi dengan net sales
2	Ukuran Penawaran Sekuritas	OFFSZ	Jumlah penawaran sekuritas dibagi dengan total aset (Bayless & Diltz, 1994)
3	Harga Saham	PRICE	Rerata harga saham penutupan berdasarkan <i>arithmetic mean</i> , selama tiga bulan sebelum melakukan penerbitan sekuritas dibagi dengan rerata harga saham selama tiga puluh enam bulan, (Bayless & Diltz, 1994)
4	Kondisi Pasar Modal	IHSG	Rerata IHSG penutupan berdasarkan <i>arithmetic mean</i> , selama tiga bulan sebelum melakukan penerbitan sekuritas dibagi dengan rerata IHSG selama tiga puluh enam bulan (Bayless & Diltz, 1994)

Tabel 2
Ringkasan Definisi Pengukuran Variabel *Static-Tradeoff Theory*

No	Variabel	Simbol	Pengukuran (Proksi)
1	Risiko Bisnis	BRISK	Varians tak sistematis (<i>unsystematic variance</i>) atau <i>mean of square</i> , yang diperoleh dari OLS (Booth & Smith, 1990).
2	Deviasi dari struktur modal yang ditargetkan	DVTARA	Perbedaan antara <i>debt ratio target</i> , pada akhir tahun sebelum emiten melakukan penerbitan sekuritas. <i>Debt ratio</i> adalah utang jangka panjang dibagi ekuitas. <i>Debt ratio target</i> diperoleh dengan menggunakan rata-rata historis selama perioda enam tahun (Bayless & Diltz, 1994).
3	Volatilitas Pendapatan	VOLAT	Standar deviasi dari prosentase perubahan <i>net operating income</i> dibagi total aset (Homofair <i>et al.</i> , 1994).

Tabel 3
Ringkasan Definisi Pengukuran Variabel Penjelas Lainnya

No	Variabel	Simbol	Pengukuran (Proksi)
1	Kesempatan Pertumbuhan	GROWTH	Nisbah nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas (Homofair <i>et al.</i> , 1988).
2	Ukuran Perusahaan	SIZE	Nilai rata-rata dari total aset berdasarkan <i>arithmetic mean</i> (Homofair <i>et al.</i> , 1988).
3	Risiko Ekuitas	BETA	Menggunakan Indeks Tunggal (Bodie <i>et al.</i> , 1988).