

ANALISIS HUBUNGAN STRUKTUR MODAL BERDASARKAN STATIC TRADE OFF THEORY DAN PECKING ORDER THEORY PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI BEJ PERIODE TAHUN 2002 - 2004

Synthia A. Sari

Dosen, Universitas Bina Nusantara, Jakarta

Abstrak

Struktur modal adalah jumlah modal permanen perusahaan yang bersumber dari utang jangka panjang dan modal sendiri. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui keadaan struktur modal dan hubungan struktur modal yang didukung bukti empiris pada perusahaan publik yang ada di BEJ berdasarkan Static Trade Off Theory dan Pecking Order Theory pada tahun 2002 – 2004.

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode statistik dan pengujian hipotesis dengan korelasi parametrik (Pearson two tailed test) dengan menggunakan dua variabel penting yaitu nilai rasio hutang (DER) dan nilai rasio return on assets (ROA). Teknik pengumpulan data yang dilakukan adalah memperoleh data-data sekunder yang diambil dari fact book di Pusat Referensi Pasar Modal Indonesia dengan populasi seluruh perusahaan yang ada di BEJ pada tahun 2002 sebanyak 336 perusahaan, tahun 2003 sebanyak 341 perusahaan dan tahun 2004 sebanyak 335 perusahaan.

Dari hasil penelitian yang dilakukan maka dapat disimpulkan: hipotesis menyatakan bahwa seluruh perusahaan yang diteliti pada tahun 2002 dan 2003 tidak mempunyai hubungan (korelasi) antara besarnya nilai rasio DER dan ROA. Sedangkan pada tahun 2004 mempunyai hubungan (korelasi) antara besarnya nilai rasio DER dan ROA dan adanya hubungan yang negatif membuktikan bahwa berlakunya pecking order theory pada perusahaan go-public di Indonesia.

Kata kunci: Struktur modal, teori perimbangan statis, teori jenjang minat, rasio hutang (DER), *return on assets* (ROA).

PENDAHULUAN

Dalam era saat ini, keberhasilan perusahaan dapat dicapai apabila struktur dan organisasi, keuangan, modal perusahaan tersebut dapat saling mendukung dan mempunyai kerjasama yang baik antara satu dengan lainnya. Modal dalam perusahaan diperlukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, baik itu didalam meningkatkan penjualan, produksi maupun promosi perusahaan tersebut. Modal tersebut dapat diperoleh dari hutang dan menjual saham perusahaan ke investor.

Penggunaan hutang untuk membiayai kegiatan perusahaan memerlukan pertimbangan resiko agar dapat mencapai struktur modal (perbandingan antara hutang dengan ekuitas) yang optimal guna memaksimalkan nilai perusahaan. Jika perusahaan mempunyai hutang yang terlalu besar nilainya, maka dapat meningkatkan resiko kebangkrutan karena perusahaan harus membayar dana *cash flow* yang cukup besar untuk membayar cicilan hutang beserta bunganya. Hutang juga menyebabkan perusahaan rentan terhadap fluktuasi perubahan tingkat suku bunga dan gejolak perubahan nilai mata uang.

Di sisi lain, penggunaan saham bagi para investor adalah untuk mendapatkan keuntungan modal (*capital gain*) dengan relatif cepat dan memperoleh dividen sebagai bagian dari tingkat pengembalian. Pada dasarnya, saham dapat digunakan untuk mencapai tiga tujuan investasi utama, yaitu: (a) sebagai gudang nilai, berarti investor mengutamakan keamanan prinsipal, sehingga mereka akan mencari saham *blue chips* dan saham *nonspekulatif* lainnya, (b) untuk penambahan modal, berarti investor mengutamakan investasi jangka panjang, sehingga mereka akan mencari saham pertumbuhan untuk memperoleh *capital gain* atau saham penghasilan untuk mendapat dividen, dan (c) sebagai sumber penghasilan, berarti investor mengandalkan pada penerimaan dividen, sehingga mereka akan mencari saham penghasilan yang bermutu baik dan hasil tinggi.

Menurut dua orang para ahli ekonomi yaitu *Franco Modigliani* dan *Merton Miller* (1958, 1963) teori tentang struktur modal optimal, dikenal sebagai teori MM (*Modigliani-Miller*). Dengan menggunakan asumsi *Perfect market* seperti tidak ada pajak maupun kesenjangan informasi (*asymmetric information*), maka nilai perusahaan tidak tergantung pada keputusan pendanaan. Setelah mempertimbangkan pajak, pendapat *Modigliani* dan *Miller* berubah bahwa keputusan pendanaan dengan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Karena bunga hutang mengurangi penghasilan kena pajak. Dalam praktiknya, ada penyimpangan dari asumsi teori MM, seperti adanya perbedaan perlakuan pajak terhadap bunga dan deviden serta adanya kesenjangan informasi. Jadi teori MM digunakan sebagai landasan bagi pengembangan teori-teori tentang struktur modal perusahaan lainnya, misalnya *static trade off theory* dan *pecking order theory*. teori tersebut menunjukkan bahwa struktur modal sebagai wujud dari kebijakan pendanaan memiliki implikasi penting terhadap nilai perusahaan

Dalam *static trade off theory* dijelaskan bahwa, yang dipertimbangkan dalam penentuan struktur modal tidak hanya biaya kebangkrutan, tetapi juga mempertimbangkan resiko yang dihadapi manajer karena dapat kehilangan pekerjaan. Jika laba perusahaan relatif kecil, menyebabkan laba banyak terkuras untuk membayar biaya bunga dan cicilan hutang, ini mengakibatkan perusahaan kurang berkembang dan prestasi perusahaan mengalami penurunan, sehingga kinerja manajer dianggap gagal. Sedangkan menurut *pecking order theory* semakin banyak laba yang dihasilkan perusahaan, semakin banyak dana yang tersedia secara internal sehingga perusahaan tidak perlu berhutang. Perusahaan lebih baik menggunakan dana dari dalam perusahaan baru kemudian menggunakan dari luar perusahaan yaitu hutang. Dengan demikian perusahaan memiliki laba yang besar akan memiliki rasio hutang yang kecil. *Pecking order theory* mendasar pada urutan pendanaan dimulai dari laba internal, hutang, dan paling akhir adalah penerbitan ekuitas baru. Perusahaan yang menggunakan urutan pendanaan sesuai *pecking order theory* menurut teori *signaling theory* dianggap sebagai sinyal dari manajemen bahwa perusahaan memiliki prospek bagus, begitu pula sebaliknya.

Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang dapat dirumuskan beberapa masalah yang dihadapi, yaitu sebagai berikut:

1. Bagaimana hubungan antara nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio profitabilitas (ROA) perusahaan ?
2. Apakah teori struktur modal yaitu *static trade off theory* dan *pecking order theory* mempunyai hubungan antara nilai ROA dan nilai DER pada perusahaan publik di BEJ.

3. Bagaimana keadaan tentang struktur modal pada perusahaan publik yang ada di BEJ?

Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Mengetahui hubungan antara rasio hutang (DER) dengan nilai rasio profitabilitas (ROA) perusahaan.
2. Mengetahui dampak hubungan (positif atau negatif) struktur modal perusahaan publik yang ada di BEJ yang didukung oleh bukti empiris berdasarkan *static trade off theory* dan *pecking order theory* pada tahun 2002 - 2004.
3. Mengetahui keadaan tentang struktur modal pada perusahaan publik yang ada di BEJ.

Manfaat Penelitian

Penulis berharap penelitian ini dapat memberikan manfaat kepada:

1. Bagi Perusahaan
 - Dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dan masukan dalam mengambil keputusan dan sebagai salah satu referensi dalam mengembangkan usaha.
 - Analisa ini juga akan menjadi bahan pertimbangan bagi perusahaan untuk mengambil langkah selanjutnya karena perusahaan telah mengetahui dengan jelas tingkat *leverage* yang harus digunakan agar nilai perusahaan maksimal.
2. Bagi Akademis
 - Dapat menggambarkan pola hubungan antara nilai ROA dan nilai DER suatu perusahaan pada teori struktur modal berdasarkan *static trade off theory* dan *pecking order theory*.
 - Dapat mengkritisi keabsahan atau memastikan keabsahan teori tentang adanya struktur modal yang optimal.

LANDASAN TEORI

Pengertian Struktur Keuangan dan Struktur Modal

Menurut *Weston dan Copeland* (1999:19), *Kartadinata* (1983:5) sebagaimana dikutip oleh *Andreas E. Hadisoebroto* (*Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi* Volume 4 No.1, April 2004, p.108) menyatakan bahwa struktur modal atau kapitalisasi perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham.

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal yang Optimum

Secara teoritis struktur modal yang optimum dapat dijelaskan baik dengan perimbangan antara manfaat pajak dan biaya kebangkrutan atau dengan perimbangan antara biaya keagenan dan ekuitas. Faktor lain yang dapat mempengaruhi pilihan hutang-ekuitas adalah perubahan dalam komposisi hutang jangka panjang dan ekuitas yang dapat ditafsirkan sebagai tanda oleh pihak luar di pasaran. Dilain pihak menurut model *Ross* (1977) (*Weston dan Copeland*, 1999:59) menunjukkan bahwa struktur modal optimum rumah tangga perusahaan-perusahaan yang unik timbul jika:

- 1) Sifat kebijakan investasi perusahaan-perusahaan diisyaratkan kepada pasar melalui keputusan struktur modalnya, dan

- 2) Kompensasi manajer dikaitkan pada kebenaran atau kesalahan isyarat struktur modal (Dikutip oleh Andreas E. Hadisoebroto dari Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi Volume 4 No. 1, April 2004, p.109).

Static Trade Off Theory

Menurut Bayless dan Diltz (1994) sebagaimana dikutip oleh FX. Agus Joko Waluyo (Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi Volume 5 No.3, Desember 2005, p.263) menjelaskan bahwa dalam *static trade off theory*, struktur modal optimal terjadi karena proses *trade off* antara manfaat penghematan pajak (*tax shield of leverage*) dengan biaya penggunaan hutang (*cost of financial distress and agency cost of leverage*). Dalam *static trade off theory* terdapat dua implikasi penting yaitu perusahaan dengan risiko bisnis tinggi lebih baik menggunakan sedikit hutang. Hal ini akan memperbesar biaya bunga serta menurunkan laba, sehingga perusahaan mengalami *financial distress*.

Static trade off theory mengemukakan bahwa hutang mempunyai dua sisi, yaitu sisi negatif dan sisi positif. Sisi positif dari hutang adalah bahwa pembayaran bunga akan mengurangi pendapatan kena pajak. Penghematan pajak ini akan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hutang menguntungkan perusahaan karena adanya perbedaan perlakuan pajak terhadap bunga dan dividen. Hutang menguntungkan perusahaan karena pembayaran bunga diperhitungkan sebagai biaya dan mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga jumlah pajak yang dibayar perusahaan berkurang. Sebaliknya, pembagian dividen kepada pemegang saham tidak mengurangi pembayaran pajak perusahaan. Jadi, dari sisi pajak akan lebih menguntungkan jika perusahaan membiayai investasi dengan hutang karena adanya penghematan pajak. Menurut teori ini, semakin besar laba (EBIT) yang dihasilkan oleh perusahaan, semakin besar pula tingkat hutangnya agar pajak yang dibayar berkurang. Namun demikian, besarnya hutang ini dibatasi oleh besarnya biaya-biaya kepailitan (*bankruptcy cost*) dan biaya-biaya tekanan keuangan yang timbul menjelang perusahaan bangkrut (*cost of financial distress*).

Pecking Order Theory

Menurut Meyrs (1984) sebagaimana dikutip oleh Fx. Agus Joko Waluyo dan (Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi Volume 2 No.1, April 2002, p.6) menyatakan bahwa keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Donalson pada tahun 1961 mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut:

- 1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal.
- 2) Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi.
- 3) Kebijakan dividen bersifat *sticky*, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi.
- 4) Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan memilih sumber dana dari hutang karena dipandang lebih aman dari ekuitas. Ekuitas adalah pilihan terakhir dari *pecking order theory* sebagai sumber untuk memenuhi kebutuhan investasi.

Menurut Myers (1984) terdapat *inconsistency* antara *static trade off theory* dan *pecking order theory*.

Konsep *pecking order theory* membedakan ekuitas yang diperoleh dari laba ditahan dan penerbitan saham baru karena urutan atau prioritas sumber pendanaan menempatkan laba ditahan dan penerbitan saham baru karena urutan atau prioritas sumber pendanaan menempatkan laba ditahan pada posisi paling atas, sedangkan penerbitan saham baru berada pada urutan paling bawah. *Static trade off theory* tidak membedakan urutan pemilihan sumber pendanaan, oleh karena itu ekuitas tidak dibedakan diperoleh dari laba ditahan atau dari penerbitan saham baru, atau merupakan kombinasi dari keduanya. *Myers*, mengkritik asumsi yang dipakai *static trade off theory* bahwa pelaku pasar memiliki informasi serta ekspektasi yang sama dengan pihak manajemen, dalam prakteknya antar pelaku pasar terjadi *asymmetric information*, sehingga diperlukan keputusan berjenjang ketika memilih sumber dana.

Mengacu *pecking order theory*, perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal sebagai alternatif awal untuk memenuhi kebutuhan investasi, hal ini untuk mereduksi masalah dan biaya yang menyertai pendanaan eksternal, yaitu adanya berbagai perjanjian dengan kreditor yang dapat membatasi keputusan pendanaan perusahaan di masa mendatang, serta adanya kecenderungan harga saham turun ketika perusahaan melakukan emisi saham baru.

Alternatif kedua yang dipilih sebagai sumber pendanaan adalah hutang, meski terdapat beberapa kekurangan dan mengandung resiko tinggi, namun dianggap memiliki biaya relatif daripada emisi saham baru. Hutang mendorong manajer untuk lebih disiplin dalam berinvestasi secara tepat, hal ini memberikan tekanan untuk terus melakukan perbaikan dalam mewujudkan efisiensi operasional perusahaan (*Brealy dan Myers, 2000:528*). Tindakan ini didorong adanya tekanan psikologis bahwa perusahaan berkewajiban untuk membayar hutang dan bunga secara tepat waktu jika tidak ingin perusahaannya dikenai sanksi atau dinyatakan bangkrut.

Alternatif pendanaan yang terakhir adalah dengan melakukan emisi saham baru. *Jensen dan Meckling (1976)* menerangkan bahwa dalam emisi saham baru terdapat beberapa implikasi yang merugikan perusahaan yaitu:

- 1) Adanya biaya transaksi yang dikeluarkan dalam rangka emisi saham baru.
- 2) Adanya kecenderungan harga saham perusahaan turun.
- 3) Menimbulkan konflik antara pemegang saham lama dan pemegang saham baru yang secara tidak langsung dapat mempengaruhi kinerja perusahaan.
- 4) Makin tersebarnya kepemilikan atas perusahaan, hal ini dapat meningkatkan biaya pengawasan.

Manfaat penggunaan ekuitas adalah kondisi perusahaan menjadi lebih sehat, sehingga di masa mendatang ada kemungkinan biaya yang dikeluarkan perusahaan atas emisi saham baru, menjadi lebih murah daripada menggunakan sumber dana yang lain. Bila terdapat *asymmetric information* antara pihak manajemen dengan pelaku pasar, perusahaan hanya menerbitkan saham baru, jika perusahaan merasa memiliki peluang investasi yang sangat menguntungkan serta tidak dapat ditunda, sementara sumber dana lain sudah tidak mencukupi atau jika manajemen merasa yakin harga saham baru tersebut *overvalue*.

Return On Assets (ROA)

ROA merupakan suatu rasio penting yang dapat dipergunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan investasi yang telah ditanamkan (aset yang dimilikinya) untuk mendapatkan laba. ROA menjadi salah satu pertimbangan investor di dalam melakukan investasi terhadap saham di bursa saham.

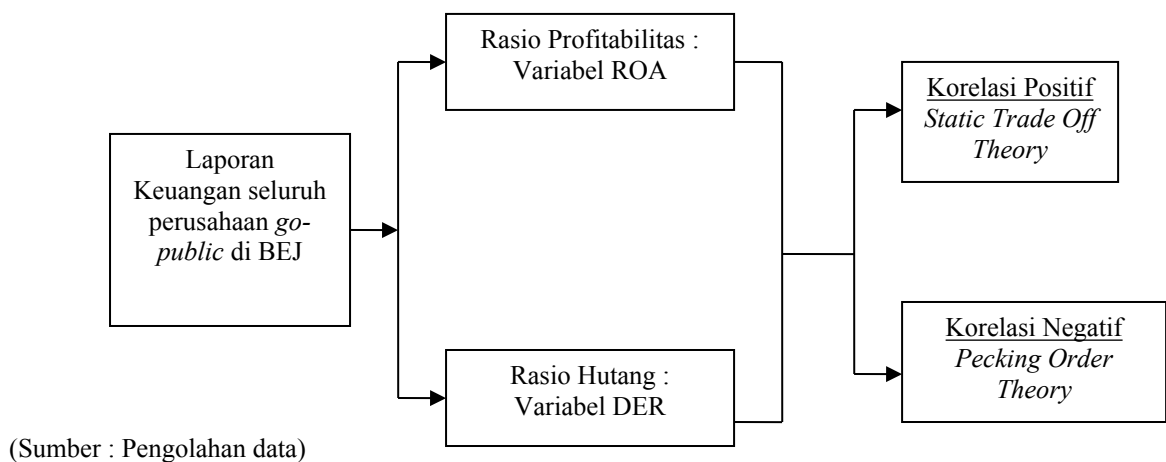
Rasio ini berguna untuk mengukur sejauh mana efektivitas perusahaan di dalam memanfaatkan seluruh sumber daya yang dimilikinya (Hinsa Siahaan, Jurnal Keuangan dan Moneter Volume 7 No.1, Juni 2004, p.53).

Rasio Hutang (DER)

Debt to equity ratio menunjukkan jumlah aktiva yang disediakan oleh kreditor untuk setiap dolar aktiva yang disediakan oleh pemilik perusahaan. Kreditor menginginkan agar *debt to equity ratio* relatif rendah. Semakin rendah rasionya, semakin besar aktiva yang disediakan oleh pemilik perusahaan dan semakin besar perlindungan terhadap para kreditor. Sebaliknya pemegang saham mengharapkan rasionya relatif tinggi karena melalui leverage, pemegang saham biasa dapat memperoleh keuntungan dari aktiva yang disediakan oleh kreditor.

Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran untuk merumuskan hipotesis ke dalam bentuk diagram (Paradigma Penelitian), sehingga pihak lain dapat memahami kerangka pikir penelitian ini.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Hipotesis

Hipotesis alternatif yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

H_0 : Ada hubungan (korelasi) negatif antara nilai rasio hutang (DER) dan nilai rasio profitabilitas (ROA) perusahaan.

H_1 : Ada hubungan (korelasi) positif antara nilai rasio hutang (DER) dan rasio profitabilitas (ROA) perusahaan.

METODE PENELITIAN

1. Jenis Penelitian

Penelitian ini akan menggunakan metode statistik deskriptif analisis dan inferensial. Data yang diperoleh dari BEJ (Bursa Efek Jakarta) kemudian data ini akan diolah dan dianalisis dengan menggunakan dasar-dasar teori finansial dan statistik inferensial. Dan data yang telah diperoleh akan dihitung dengan menggunakan statistik korelasi parametrik (*Pearson two tailed*) untuk menguji keberlakuan suatu hipotesis dengan program komputer SPSS (*Statistical Program for Social Sciences*).

2. Unit Analisis

Unit analisis penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ (Bursa Efek Jakarta), yaitu perusahaan yang telah *go public* selama periode tahun 2002 – 2004.

3. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Operasionalisasi variabel penelitian ini dilakukan untuk menguji prediksi kedua teori struktur modal yaitu *static trade off theory* dan *pecking order theory* terhadap hubungan antara nilai ROA dan nilai DER pada perusahaan publik di BEJ.

Dimana *Return on assets* mengukur kinerja operasi yang menunjukkan sejauh manakah aktiva dikaryakan. Caranya adalah sebagai berikut :

$$\text{Tingkat pengembalian aktiva} = \frac{\text{Laba bersih} + (\text{biaya bunga} \times (1 - \text{tarif pajak}))}{\text{Rata-rata Total aktiva}}$$

Debt ratio mencerminkan struktur finansial perusahaan, yang sekaligus memperlihatkan resiko finansialnya. Makin tinggi persentasenya, berarti makin tinggi pula resiko finansial yang dihadapi perusahaan, dengan rumus Rasio Hutang, yaitu :

$$\text{Debt equity ratio} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Ekuitas pemegang saham}}$$

4. Jenis dan Sumber Data Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan adalah jenis penelitian deskriptif dan inferensial. Sedangkan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh melalui Pusat Referensi Pasar Modal Indonesia, surat kabar dan buku-buku yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan.

5. Teknik pengumpulan data yang penulis lakukan dalam penelitian ini adalah :

- Penelitian Lapangan (*Field Research*)

Yaitu riset yang dilakukan dengan cara melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta (BEJ) untuk memperoleh gambaran umum mengenai keseluruhan perusahaan-perusahaan yang ada di BEJ, laporan keuangan dan lain-lain dalam prospektus perusahaan tersebut.

- Penelitian Kepustakaan (*Library Research*)

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh data-data sekunder dari Pusat Referensi Pasar Modal Indonesia, surat kabar dan buku-buku yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan, maka dilakukanlah studi kepustakaan pada perusahaan-perusahaan publik yang ada di BEJ (Bursa Efek Jakarta).

6. Teknik Pengambilan Sampel

Dalam penelitian ini dilakukan pengambilan sampel secara proporsional dari populasi seluruh perusahaan yang telah *go-public* dan terdaftar di BEJ (Bursa Efek Jakarta) pada periode tahun 2002 – 2004 (dari bulan Januari sampai akhir Desember).

Tabel 1. Periode dan Jumlah Sampel

No.	Tahun	Jumlah Perusahaan
1	2002	336
2	2003	341
3	2004	335

(Sumber : Hasil Pengolahan data)

7. Teknik Pengolahan Sampel

Sampel diolah dengan menggunakan statistik korelasi parametrik dengan bantuan program komputer SPSS (*Statistical Program For Social Sciences*). Dalam penelitian ini dihitung korelasi antara rasio hutang dan rasio profitabilitasnya untuk menguji dari seluruh perusahaan *go-public* yang ada di BEJ (Bursa Efek Jakarta) manakah yang didukung oleh bukti empiris dari dua prediksi yang berbeda dari *static trade off theory* dan *pecking order theory*.

8. Metode Analisis Data

Setelah menemukan hasil dari nilai rasio hutang dan nilai ROA nya, maka selanjutnya dapat diketahui adanya bukti empiris mengenai teori mana yang digunakan oleh perusahaan dan apakah ada hubungan yang signifikan. Serta gambaran seluruh keadaan perusahaan *go-public*.

9. Rancangan Uji Hipotesis

Rancangan uji hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan pengujian statistik dan hipotesis parametrik, yaitu *Pearson* dua arah (*two tailed test*). (1) jika $p = 0$ dan signifikan secara statistik maka H_0 ditolak dan; (a) bila $p > 0$, maka data mendukung teori perimbangan statis dan (b) Jika $p < 0$, maka data mendukung *pecking order theory*. (2) Jika (1) tidak dipenuhi, maka tidak cukup bukti untuk menolak H_0 sehingga prediksi kedua teori tidak mendapat dukungan bukti empiris.

PEMBAHASAN

Profil Responden

Berikut ini data mengenai profil responden PT. Bursa Efek Jakarta melalui tabel-tabel dibawah ini :

Tabel 2. Profil Responden Berdasarkan Jumlah Populasi dan Sampel

Sampel	Tahun 2002	Tahun 2003	Tahun 2004
Populasi	336 Perusahaan	341 Perusahaan	335 Perusahaan

(Sumber : Hasil Pengolahan Data)

Berdasarkan hasil data mengenai sampel yang digunakan dan jumlah populasi yang ada pada setiap tahun dapat diketahui jumlah populasi pada tahun 2002 sebanyak 336 perusahaan, tahun 2003 sebanyak 341 perusahaan dan tahun 2004 sebanyak 335 perusahaan.

Sampel yang diambil oleh penulis adalah seluruh perusahaan *go-public* di BEJ pada bulan Januari dan sampai akhir bulan Desember. Disini Penulis mengambil sampel pada tahun yang berbeda agar hasil dari pengujian hipotesis tidak hanya bersifat satu periode saja.

Pengujian Dengan Statistik Parametrik (Korelasi *Pearson Two Tailed Test*)

Tabel 3. Uji Statistik Parametrik (Korelasi *Pearson*) – Tahun 2002

		ROA2002	DER2002
ROA2002	Pearson Correlation	1	-.002
	Sig. (2-tailed)		.976
	N	336	336
DER2002	Pearson Correlation	-.002	1
	Sig. (2-tailed)	.976	
	N	336	336

(Sumber : Hasil pengolahan data)

Deskriptif Statistik Tahun 2002

Dari tabel *Correlation* dapat diperoleh informasi bahwa nilai korelasi *Pearson* antara nilai ROA dan DER sebesar -0,002. Itu berarti hubungan antara ROA dan DER tidak begitu kuat. Dengan kata lain, apabila ROA mengalami peningkatan, maka DER mengalami penurunan.

Bila tidak ada tanda ** menunjukkan bahwa koefisien korelasi tersebut tidak signifikan. Berarti tidak ada hubungan yang nyata antara kedua variabel tersebut, yaitu rasio ROA dan DER.

Analisis Data Tahun 2002

Dari hasil data yang diolah maka menunjukkan bahwa koefisien korelasi tersebut tidak ada hubungan antara nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio *return on asset* (ROA). Yang berarti jumlah laba (EBIT) suatu perusahaan mempengaruhi jumlah hutang yang digunakan oleh perusahaan karena adanya sinyal-sinyal variabel lain seperti besarnya bunga dan pajak.

Tabel 4. Uji Statistik Parametrik (Korelasi *Pearson*) – Tahun 2003

		ROA2003	DER2003
ROA2003	Pearson Correlation	1	-.023
	Sig. (2-tailed)		.679
	N	341	341
DER2003	Pearson Correlation	-.023	1
	Sig. (2-tailed)	.679	
	N	341	341

(Sumber : Hasil pengolahan data)

Deskriptif Statistik Tahun 2003

Dari tabel *Correlation* dapat diperoleh informasi bahwa nilai korelasi *Pearson* antara nilai ROA dan DER sebesar -0,023. Itu berarti hubungan antara ROA dan DER tidak begitu kuat. Dengan kata lain, apabila ROA mengalami peningkatan, maka DER mengalami penurunan.

Bila tidak ada tanda ** menunjukkan bahwa koefisien korelasi tersebut tidak signifikan. Berarti tidak ada hubungan yang nyata antara kedua variabel tersebut, yaitu rasio ROA dan DER.

Analisis Data Tahun 2003

Dari hasil data yang diolah maka menunjukkan bahwa koefisien korelasi tersebut tidak ada hubungan antara nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio *return on asset* (ROA). Yang berarti jumlah laba (EBIT) suatu perusahaan mempengaruhi jumlah hutang yang digunakan oleh perusahaan karena adanya sinyal-sinyal variabel lain seperti besarnya bunga dan pajak.

Tabel 5. Uji Statistik Parametrik (Korelasi *Pearson*) – Tahun 2004

		ROA2004	DER2004
ROA2004	Pearson Correlation	1	-.156(**)
	Sig. (2-tailed)		.004
	N	335	335
DER2004	Pearson Correlation	-.156(**)	1
	Sig. (2-tailed)	.004	
	N	335	335

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

(Sumber : Hasil pengolahan data)

Deskriptif statistik Tahun 2004

Dari tabel *Correlation* dapat diperoleh informasi bahwa nilai korelasi *Pearson* antara nilai ROA dan DER sebesar -0,156. Itu berarti hubungan antara ROA dan DER kuat. Dengan kata lain, apabila ROA mengalami peningkatan, maka DER mengalami peningkatan juga, begitu sebaliknya.

Bila ada tanda ** menunjukkan bahwa koefisien korelasi tersebut signifikan pada taraf kepercayaan 99%. Berarti ada hubungan yang nyata antara kedua variabel tersebut, yaitu rasio ROA dan DER. Sehingga teori yang dipakai pada tahun 2004 ini adalah *pecking order theory* karena adanya hubungan yang negatif antara nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio profitabilitas (ROA) perusahaan.

Analisis Data Tahun 2004

Dari hasil data yang diolah maka menunjukkan bahwa koefisien korelasi tersebut mempunyai hubungan antara nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio *return on asset* (ROA). Yang berarti jumlah laba (EBIT) suatu perusahaan mempengaruhi jumlah hutang yang digunakan oleh perusahaan tanpa adanya variabel lain seperti besarnya bunga dan pajak.

Pengujian Hipotesis Dengan Parametrik (Korelasi *Pearson Two Tailed Test*)

Tabel 6. Uji Hipotesis Dengan Korelasi Parametrik (Pearson)

Periode	Nilai <i>Pearson Correlation</i>	Nilai t_0 (t hitung)	Kesimpulan
2002	-0,002	-0,033	Terima H_0 , Tolak H_1
2003	-0,023	-0,379	Terima H_0 , Tolak H_1
2004	-0,156	-2,513	Tolak H_0 , Terima H_1

(Sumber : Hasil pengolahan data)

Analisis Data Keseluruhan

Dari hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan korelasi parametrik pada tahun 2002 dan 2003 menghasilkan t_0 negatif dan t_0 lebih kecil dari nilai t tabel (1,645). Dengan demikian hasil pengujian mendukung menerima hipotesis nol (H_0) dan menolak hipotesis alternatif (H_1). Ini berarti pada tahun 2002 dan 2003 menyatakan bahwa tidak ada hubungan antara nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio profitabilitas (ROA) perusahaan. Sedangkan pada tahun 2004 menghasilkan t_0 negatif dan t_0 lebih besar dari nilai t tabel (1,645). Dengan demikian hasil pengujian menolak hipotesis nol (H_0) dan menerima hipotesis alternatif (H_1). Ini berarti pada tahun 2004 menyatakan bahwa ada hubungan negatif antara nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio profitabilitas (ROA) perusahaan. Yang berarti pada tahun 2004 seluruh perusahaan *go-public* yang ada di Bursa Efek Jakarta (BEJ) menggunakan *pecking order theory* dimana perusahaan-perusahaan tersebut untuk membiayai kinerja perusahaannya memilih menggunakan pembiayaan dari sumber internal (dibandingkan sumber eksternal) karena lebih mudah diakses. Perusahaan akan menggunakan sumber eksternal perusahaan untuk membiayai investasi dengan NPV (*Net Present Value*) positif jika sumber dana internal telah habis terpakai. Jika perusahaan perlu dana dari luar perusahaan (sumber dan eksternal), mereka mempunyai jenjang minat terhadap sekuritas yang akan dipilih.

Hasil Keseluruhan Pengujian Dengan Statistik Parametrik & Hipotesis (Korelasi *Pearson Two Tailed Test*)

Tabel 7. Hasil Keseluruhan Uji Statistik Parametrik (Korelasi *Pearson*) – Tahun 2002 – 2004

	ROA	DER
ROA <i>Pearson Correlation</i>	1	-.042
<i>Sig. (2-tailed)</i>		.180
<i>N</i>	1012	1012
DER <i>Pearson Correlation</i>	-.042	1
<i>Sig. (2-tailed)</i>	.180	
<i>N</i>	1012	1012

(Sumber : Hasil pengolahan data)

Keterangan

Data-data yang diolah adalah variabel ROA dan DER dengan menggunakan sampel 3 (tiga) tahun, yaitu tahun 2002 sampe tahun 2004 dan dengan menggunakan populasi seluruh perusahaan yang ada di Bursa Efek Jakarta dalam kurun waktu 3 tahun dengan total keseluruhannya adalah 1012 populasi.

Deskriptif Statistik Tahun 2002 - 2004

Dari tabel *Correlation* dapat diperoleh informasi bahwa nilai korelasi *Pearson* antara nilai ROA dan DER sebesar -0,042. Itu berarti hubungan antara ROA dan DER tidak begitu kuat. Dengan kata lain, apabila ROA mengalami peningkatan, maka DER mengalami penurunan.

Bila tidak ada tanda ** menunjukkan bahwa koefisien korelasi tersebut tidak signifikan. Berarti tidak ada hubungan yang nyata antara kedua variabel tersebut, yaitu rasio ROA dan DER.

Tabel 8. Hasil Keseluruhan Uji Hipotesis Parametrik (Korelasi *Pearson*) – Tahun 2002 – 2004

Periode	Nilai <i>Pearson Correlation</i>	Nilai t_0 (t hitung)	Kesimpulan
2002 - 2004	-0,002	-0,064	Tolak H_1 , Terima H_0

(Sumber : Pengolahan data)

Dari hasil tabel di atas dapat disimpulkan bahwa pengujian hipotesis dengan menggunakan korelasi parametrik pada tahun 2002 – 2004: menghasilkan t_0 negatif dan CR (*critical values*) lebih kecil dari nilai t tabel. Dengan demikian, hasil pengujian mendukung menolak H_1 dan menerima H_0 . Hipotesis yang diterima adalah bahwa tidak ada hubungan (korelasi) antara nilai DER dengan nilai ROA perusahaan. Nilai t_0 negatif dan nilai r (*Pearson correlation*) menunjukkan tidak ada hubungan negatif antara rasio hutang dengan nilai rasio ROA perusahaan.

Analisis Data

Bahwa dari hasil data yang diolah dengan menggunakan statistik dan hipotesis korelasi *Pearson two tailed test* ternyata pada tahun 2002, 2003 dan 2004 menyatakan bahwa tidak ada hubungan antara nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio profitabilitas (ROA) perusahaan. Dan tidak cukup bukti untuk menolak H_0 sehingga prediksi kedua teori tidak mendapat dukungan bukti empiris. Dengan hasil yang telah diteliti bahwa perusahaan tidak mempunyai hubungan yang signifikan antara nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio profitabilitas (ROA) perusahaan pada tahun 2002, 2003 dan 2004, maka *static trade off theory* ini mempunyai dua implikasi yang penting yaitu perusahaan dengan resiko bisnis tinggi lebih baik menggunakan sedikit hutang. Hal ini akan memperbesar biaya bunga serta menurunkan laba, sehingga perusahaan mengalami *financial distress*. Perusahaan yang terkena tarif pajak tinggi, memperoleh penghematan pajak lebih tinggi bila menggunakan lebih banyak hutang. *Static trade off theory* tidak membedakan urutan pemilihan sumber pendanaan. Ini berarti bahwa ekuitas tidak dibedakan apakah diperoleh dari laba ditahan atau dari penerbitan saham baru.

Sedangkan *pecking order theory* menyatakan adanya pengaruh antara nilai rasio hutang (DER) dan nilai rasio profitabilitas (ROA) perusahaan, karena perusahaan yang mencetak laba (EBIT) yang besar maka perusahaan tidak perlu berhutang, dan apabila perusahaan laba yang dihasilkan sudah habis terpakai maka perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal. Sehingga teori ini mempunyai implikasi bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan pembiayaan dari sumber internal (dibandingkan sumber eksternal) karena lebih mudah diakses. Perusahaan akan menggunakan sumber eksternal perusahaan untuk membiayai investasi dengan NPV (*Net Present Value*) positif jika sumber dana internal telah habis terpakai. Jika perusahaan perlu dana dari luar perusahaan (sumber dan eksternal), mereka mempunyai jenjang minat terhadap sekuritas yang akan dipilih.

KESIMPULAN DAN SARAN

Dari uraian dan hasil penelitian mengenai hubungan struktur modal berdasarkan *static trade off theory* dan *pecking order theory* pada perusahaan publik di BEJ periode tahun 2002 – 2004 dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil perhitungan dengan pengujian statistik dan hipotesis korelasi parametrik (*Pearson two tailed*), maka pada tahun 2002 dan 2003 tidak ada hubungan (korelasi) antara besarnya nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio *return on asset* (ROA). Sedangkan pada tahun 2004 menyatakan adanya hubungan (korelasi) antara besarnya nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio *return on asset* (ROA).
2. Adanya hubungan yang negatif antara nilai rasio hutang (DER) dengan nilai rasio *return on asset* (ROA) pada tahun 2004, maka mendukung prediksi *pecking order theory*. Hal ini merupakan bukti berlakunya *pecking order theory* pada perusahaan-perusahaan *go public* di Indonesia. Sebaliknya *static trade off theory* tidak mendapat dukungan bukti empiris.

Terdapat beberapa saran yang dapat disampaikan dari penelitian ini, yaitu:

1. Bagi manajemen perusahaan diharapkan lebih memperhatikan defisit arus dana internal, penghematan pajak bukan hutang, peluang pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, serta risiko perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan, karena semua variabel mempunyai pengaruh signifikan terhadap penambahan hutang baru.
2. Bagi para investor perlu memperhatikan keputusan pendanaan yang dilakukan manajer, karena dapat dipakai sebagai sumber informasi dalam menilai kinerja perusahaan.
3. Bagi peneliti selanjutnya agar menambah periode penelitian sehingga dapat dilihat secara konsistensi keputusan pendanaan yang dilakukan seluruh perusahaan *go public* yang ada di Bursa Efek Jakarta pada kondisi ekonomi normal dan karena variabel yang digunakan dalam penelitian tidak banyak, disarankan bagi peneliti selanjutnya perlu mempertimbangkan variabel lain di luar model, sehingga diperoleh hasil penelitian dengan tingkat akurasi yang lebih tinggi.

DAFTAR RUJUKAN

- Brigham, Eugene F. & Joel F. Houston. (2001). *Manajemen Keuangan, Edisi Kedelapan. Buku 2*. Erlangga, Jakarta.
- Darsono, P. (2006). *Manajemen Keuangan. Pendekatan Praktis Kajian Pengambilan Keputusan Bisnis Berbasis Analisis Keuangan*. Diadit Media, Jakarta.

- Hadisoebroto, Andreas E. (2004). *Penentuan Struktur Modal Untuk Mencapai Biaya Modal Minimum dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan*. Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi, 4: (1), April 2004, halaman 105-117.
- Keown, Arthur J. & dkk. (2001). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Salemba Empat, Jakarta.
- Norren, Garrison. (2000). *Akuntansi Manajerial*. Salemba Empat, Jakarta.
- Norren, Garrison. (2001). *Akuntansi Manajerial*. Salemba Empat, Jakarta.
- Pratisto, Arif. (2004). *Cara Mudah Mengatasi Masalah Statistik dan Rancangan Percobaan Dengan SPSS 12*. PT. Elex Media Komputindo, Gramedia, Jakarta.
- Prawironegoro, Darsono. (2006). *Manajemen Keuangan*. Diadit Media, Jakarta.
- Riduwan. (2003). *Dasar-dasar Statistika*. Alfabeta, Bandung.
- Siahaan, Hinsa. (2004). *Teori Optimalisasi Struktur Modal dan Aplikasinya Didalam Memaksimumkan Nilai Perusahaan*, 7: (1), Juni 2004, halaman 41-57.
- Sugiyarso, G. dan Winarni, F. (2006). *Manajemen Keuangan (Pemahaman Laporan Keuangan, Pengelolaan Aktiva, Kewajiban dan Modal, serta Pengukuran Kinerja Perusahaan)*. Media Pressindo, Yogyakarta.
- Sugiyono. (2004). *Metode Penelitian Bisnis. Cetakan Ketujuh*. Alfabeta CV, Bandung.
- Sulaiman, Wahid. (2003). *Statistik Non Parametrik (Contoh Kasus dan Pemecahannya Dengan SPSS)*. ANDI, Yogyakarta.
- Supranto, J. (2001). *Statistik Teori dan Aplikasi. Edisi Keenam*. Erlangga, Jakarta.
- Trihendradi, Cornelius. (2005). *SPSS 12 Statistika Inferen Teori Dasar dan Aplikasinya*. ANDI, Yogyakarta.
- Trisnaningsih, Sri. (2005). *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing*. JAK, 4: (2), September 2005, halaman 199-200.
- Waluyo, Joko, Agus FX. (2002). *Pengujian Pecking Order Theory dan Static Trade Off Theory Pada Perusahaan Go Public di BEJ*. Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi, 2: (1), April 2002, halaman 261-275.
- Waluyo, Joko, Agus FX. & Ka'aro, Hermeindito. (2002). *Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen Serta Leverage Terhadap Keputusan Pendanaan*. Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi, 2: (1), April 2002, halaman 1-21.
- Weston, J. Fred & Copeland, Thomas E. (2002). *Manajemen Keuangan, Edisi Kedelapan. Jilid Pertama*. Erlangga, Jakarta.