

INSPIRAT

Inspirasi & Strategi

Jurnal Kebijakan Publik & Bisnis

- ✓ Hipotesis Pasar Efisien: Konsep, Anomali dan Riset Keperilakuan Hari Karyadi
- ✓ Pengembangan Sistem Monitoring dan Evaluasi Peningkatan Kapasitas Pemerintah Kabupaten Sampang
Anwar
- ✓ Implementasi Tanggung Jawab Sosial Perusahaan: Implikasinya pada Model Pengembangan Strategi Perusahaan di masa Depan
Sri Wahyuni
- ✓ Personal Selling untuk Merebut Kekuasaan
Arif Sugiono
- ✓ Strategi Pendanaan Antara Utang dan Saham
Elok Sri Utami
- ✓ Kapasitas Masyarakat dan Sistem Kerjanya Hubungannya dengan Indek Ketahanan dalam Mengurangi Risiko Bencana Alam
Syamsul Maarif
- ✓ Analisis Komparatif Harga Saham Sebelum dan Sesudah Pembagian Dividen: Studi pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2010
Ika Sisbintari
- ✓ Pembangunan Sosial dan Penanggulangan Kemiskinan
Pairan
- ✓ Peran Wanita Nelayan di dalam Keluarga, Rumah Tangga dan Masyarakat di Madura - Jawa Timur
Elly Suhartini
- ✓ Pelaksanaan Fungsi Pengawasan DPRD dalam Mewujudkan Good Governance
Suji

INSPIRAT

Inspirasi & Strategi

INSPIRAT diterbitkan oleh Lembaga Riset Ilmiah Strategis (L-RIS) sebagai media komunikasi dikalangan peneliti, pengajar maupun para pemerhati kajian kebijakan dalam ranah bisnis dan publik. Redaksi menerima sumbangan tulisan yang segar, inspiratif dan obyektif baik hasil penelitian, ulasan buku, artikel ilmiah maupun kajian kritis dibidang sosial, politik dan ekonomi. INSPIRAT terbit dua kali setahun pada bulan Juni dan Desember.

Pemimpin Umum
Edy Wahyudi

Mitra Bestari
Myrtati Dyah Artaria
Uung Nasdia

Pemimpin Redaksi
Rachmad Hidayat

Sekretaris Redaksi
Eny Kurniawati

Redaksi Pelaksana
Tito Kusuma Wardhana
Dinda Lisna Amelia

Mitra Bestari Pada Tahun III, Nomor 1, Januari - Juni 2012
Myrtati Dyah Artaria
Uung Nasdia

Alamat Redaksi :
Griya Permata Campus Blok E No 17 Kaliurang
Jember 68121
www.jurnalinspirat.com
E-mail : Jurnalinspirat@gmail.com

Daftar Isi

Hipotesis Pasar Efisien: Konsep, Anomali dan Riset Keperilakuan Hari Karyadi	1-13
Pengembangan Sistem Monitoring dan Evaluasi Peningkatan Kapasitas Pemerintah Kabupaten Sampang Anwar	14-26
Implementasi Tanggung Jawab Sosial Perusahaan: Implikasinya pada Model Pengembangan Strategi Perusahaan di masa Depan Sri Wahyuni	27-40
Personal Selling untuk Merebut Kekuasaan Arif Sugiono	41-48
Strategi Pendanaan Antara Utang dan Saham Elok Sri Utami	49-57
Kapasitas Masyarakat dan Sistem Kerjanya Hubungannya dengan Indek Ketahanan dalam Mengurangi Risiko Bencana Alam Syamsul Maarif	58-67
Analisis Komparatif Harga Saham Sebelum dan Sesudah Pembagian Dividen: Studi pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2010 Ika Sisbintari	68-79
Pembangunan Sosial dan Penanggulangan Kemiskinan Pairan	80-90
Peran Wanita Nelayan di dalam Keluarga, Rumah Tangga dan Masyarakat di Madura - Jawa Timur Elly Suhartini	91-101
Pelaksanaan Fungsi Pengawasan DPRD dalam Mewujudkan Good Governance Suji	102-115

Kata Pengantar

Inspirasi dan strategi menjadi sinergi yang menjadi inti dari kekuatan semangat redaksi untuk berbagi dengan semua pembaca. Edisi kali ini masih konsisten mengulas strategi multidimensi penguatan kelembagaan, keuangan, kemasyarakatan dalam ruang lingkup publik maupun bisnis. Terdapat analisis mengenai Tanggungjawab sosial Perusahaan (CSR), saham dan property, pasar efisien, strategi pendanaan utang dan saham, dimana beberapa tulisan tersebut lebih bernuansa bisnis. Edisi kali ini juga mengulas hal yang terkait manajemen kebencanaan, *personal selling* demi kekuasaan, pembangunan sosial dan penanggulangan kemiskinan, fungsi pengawasan dalam *good governance*, dan *capacity building* pemerintahan daerah, yang kesemuanya lebih mendekatkan pada strategi dan kebijakan publik.

Semoga edisi kali ini senantiasa memberikan manfaat, menginspirasi hal hal baru yang orisinal dan ceria. Redaksi berpendapat, dengan ceria segala sesuatu dapat dilaksanakan dengan *positif thinking*, membuat orang lain terinspirasi, sehat dan merdeka. Salam

Salam Hormat

Redaksi

STRATEGI PENDANAAN ANTARA UTANG DAN SAHAM

Elok Sri Utami*

Abstrak

Strategi memilih sumber pendanaan antara utang dan saham penting karena akan membentuk struktur modal. Struktur modal yang baik adalah struktur modal yang mengandung biaya modal minimal. Sumber dana Utang atau Saham memiliki karakteristik tersendiri, dimana utang merupakan pinjaman sedang saham merupakan surat kepemilikan. Oleh karena itu masing-masing memiliki keuntungan (manfaat) dan biaya.

Perusahaan dapat memilih strategi pendanaan dengan utang atau saham atas pertimbangan *tradeoff* antara keuntungan dan biaya dari masing-masing sumber yang mampu diterima oleh manajer keuangan. Pilihan Strategi akan sangat tergantung pada estimasi *cash flow* perusahaan di masa yang akan datang. Ada empat pola strategi yang dapat dipilih yaitu : *satu*, mengacu pada struktur modal yang akan ditargetkan oleh perusahaan; *dua*, mengacu pada tahapan siklus hidup perusahaan; *tiga*, mengacu pada rasio perusahaan lain yang sejenis; *empat*, mengacu pada pola urutan pendanaan sebagai akibat adanya informasi asimetri.

1.Pendahuluan

Strategi pendanaan suatu perusahaan dibuat dengan pertimbangan bagaimana membentuk struktur pendanaan yang dapat meminimalkan biaya modal atau *cost of capital*. Sebagaimana diketahui, sumber pendanaan didalam perusahaan mengandung biaya modal, di antaranya adalah utang yang mengandung biaya berupa bunga dan ekuitas seperti saham yang juga mengandung biaya, yaitu berupa dividen. Kombinasi sumber pembiayaan yang ada di perusahaan sering disebut bauran pendanaan (*financing mix*). Struktur yang membentuk komposisi bauran pendanaan hutang jangka panjang dan modal sendiri disebut dengan struktur modal (*capital structure*).

Strategi struktur modal menjadi penting karena dalam memilih apakah perusahaan menggunakan utang atau ekuitas (saham) membawa konsekwensi terhadap risiko dan *return*. Jika perusahaan menggunakan utang, maka perusahaan akan mendapat keuntungan yang berupa penghematan pajak (*taxs saving*), dilain pihak penggunaan hutang juga akan menimbulkan risiko, karena adanya beban tetap. *Tadeoff theory* menyatakan bahwa perusahaan akan menggunakan utang hutang akan memberikan *tax saving* tetapi itu sampai titik tertentu dan setelahnya akan menimbulkan biaya *financial distress* dan biaya keagenan (*agency cost*) yang mengakibatkan turunnya nilai perusahaan (*value of the firm*) (Fama, 2000).

Financial distress atau tekanan keuangan muncul karena penggunaan utang yang berlebihan dalam struktur modal perusahaan, yang pada akhirnya akan dapat mengakibatkan meningkatkan risiko kebangkrutan (*bankruptcy*). Hal ini mengingatkan kita ketika pertengahan 1997 terjadi krisis moneter yang menghantam seluruh sektor perekonomian, disejumlah negara Asia Timur tidak terkecuali perusahaan-perusahaan di Indonesia. Pengaruh krisis pertama menghantam sektor keuangan, jasa dan akhirnya mempengaruhi sektor riil. Perusahaan-perusahaan *go public* juga merupakan pihak yang merasakan dampak krisis karena mereka merupakan perusahaan yang relatif besar, baik secara permodalan maupun skala ekonomi produksi. Melemahnya nilai uang akan mengakibatkan utang perusahaan dalam bentuk dolar melonjak ketika dikonversikan dalam *currency* setempat, dan suku bunga mengalami lonjakan yang cukup tinggi berkisar 60% hingga 70% menyebabkan banyak perusahaan-perusahaan mengalami penurunan kinerja karena biaya-biaya terutama bunga mengalami peningkatan yang mengakibatkan kerugian dan bahkan mengakibatkan kebangkrutan. Ini merupakan bukti bahwa sumber pendanaan atau keputusan tentang struktur modal menjadi sangat penting.

Penggunaan dana dengan penerbitan saham (*right issue*) juga mengandung konsekuensi baik positif maupun negatif. Namun sebagaimana diketahui fenomena yang ada menunjukkan bahwa penerbitan ekuitas banyak dilakukan oleh perusahaan publik tidak terkecuali di Indonesia. Menurut Utami (2011) ditemukan bahwa mulai tahun 2000 hingga 2010 ada 170 perusahaan yang menerbitkan saham dengan nilai Rp. 172.011,830 Milyar. Atas dasar kondisi tersebut menjadi menarik untuk melihat strategi yang melatar belakangi pilihan pendanaan antara utang dan saham.

Tulisan ini diatur sebagai berikut, bagian dua mengulas tentang karakteristik dari utang dan saham. Bagian tiga membahas tentang bagaimana strategi perusahaan memilih struktur modal, dan terakhir penutup disajikan pada bagian empat.

2. Karakteristik Utang dan Saham

Sebelum membahas tentang bagaimana perusahaan harus memilih antara utang (obligasi) dan saham ada baiknya jika kita melihat karakteristik masing-masing sumber pendanaan. Karakteristik masing-masing sumber pendanaan menyangkut kompensasi dan bentuk perikatan sesuai risiko yang melekat yang juga menggambarkan kelebihan dan kekurangan sehubungan dengan fleksibilitas penggunaannya. Schall dan Hales (dalam Sudarma,2004) menunjukkan karakteristik utang dan saham seperti dalam Tabel 1 berikut :

Tabel 1.

Perbandingan Karakteristik Sumber Dana Utang dengan Saham

Debt	Common Stock
Firms must pay back money with interest	Money is raised by selling ownership rights
Interest rate is based on risk principal and interest payment as perceived by lenders	Value stock is determined by investors
Amount of money to be repaid is specified by debt contract	Dividends are not legally required
Lenders can take action to get their money back lenders get preferred treatment in liquidation	Create change in ownership shareholders have voting rights
Interest payments are tax deductible	Common dividends aren't tax deductible

Sumber: Schall and Hales dalam Sudarma (2004)

Pada Tabel diatas diketahui bahwa utang merupakan dana pinjaman yang harus dikembalikan disertai bunganya. Tingkat bunga utang didasarkan pada risiko yang ditanggung peminjam, dan jumlah yang harus dibayar sesuai kontrak. Ketika terjadi likuidasi maka peminjam berhak menerima klaim sebesar pinjaman tersebut. Bagi perusahaan pendanaan dengan utang akan memberikan dampak *interest payment* yang merupakan unsur pengurang pajak (*tax deductible*). Jika menerbitkan saham baru perusahaan akan memperoleh dana, namun konsekwensinya perusahaan akan dimiliki oleh orang lain dengan proporsi sesuai kepemilikannya. Nilai saham (*stock*) ditentukan oleh investor, dan dividen secara legal tidak harus diberikan. Penerbitan saham dapat merubah kepemilikan pemegang saham dan dividen bukan merupakan unsur pengurang pajak (*tax deductible*).

Berangkat dari karakteristik sumber pendanaan utang dan ekuitas (saham), jika dilihat dari sudut pandang perusahaan, maka keuntungan menggunakan utang atau saham dapat dijabarkan sebagai berikut:

Keuntungan dan biaya menggunakan Utang

Keuntungan menggunakan utang bagi perusahaan dapat dirangkum dalam beberapa hal: *Pertama*, utang menyediakan manfaat pajak karena pengeluaran bunga dapat merededuksi pajak. Manfaat pajak dari utang juga bisa diekspresikan dalam istilah perbedaan antara biaya hutang sebelum pajak dan sesudah pajak. Untuk mengilustrasikan hal tersebut misalkan: jika r adalah tingkat presentase bunga terhadap hutang dan t adalah tarif pajak marginal, maka biaya peminjaman setelah pajak (k_d) yang akan dinikmati oleh peminjam adalah: $k_d = r (1 - t)$. Dalam persamaan ini, biaya utang setelah pajak adalah fungsi menurun dari tarif pajak. Contoh, suatu perusahaan dengan tarif pajak sebesar 40%

yang meminjam dengan bunga 8%, maka perusahaan mempunyai biaya hutang setelah pajak sebesar $8\% (1-40\%) = 4,8\%$. Perusahaan lain dengan tarif pajak sebesar 70% yang meminjam pada 8%, mempunyai biaya hutang setelah pajak sebesar 2,4%. Artinya tarif pajak yang lebih tinggi akan menurunkan biaya utang *ceteris paribus*. **Kedua**, utang bisa mendorong manajer untuk lebih disiplin dalam pilihan-pilihan investasi mereka. Salah satu cara untuk mengenalkan disiplin kedalam proses investasi adalah dengan memaksa perusahaan tersebut untuk meminjam uang, karena peminjaman menciptakan sebuah komitmen untuk membuat bunga dan pembayaran pokok. Selain itu pada perusahaan yang didalamnya ada pemisahan antara kepemilikan dan manajemen maka utang mengendalikan perilaku oportunitis manajer untuk pengeluaran sesuai dengan kewenangannya (*discretionary*). Oleh karena itu dengan adanya utang, nantinya manajer akan terfokus pada aktivitas yang diperlukan untuk memastikan bahwa pembayaran utang dapat dipenuhi. **Ketiga**, utang tidak memberikan pihak pemegang surat utang (debtholder) hak suara, sehingga tidak terjadi pergeseran pengendalian perusahaan.

Adapun beberapa hal yang diyakini sebagai beban karena berutang antara lain adalah sebagai berikut : **Pertama**, utang dapat meningkatkan risiko karena kemungkinan perusahaan tidak mampu memenuhi pembayaran tetapnya bahkan dapat juga berujung pada risiko kebangkrutan. Kondisi tersebut mungkin terjadi ketika perusahaan mengalami kegagalan pada saat aliran kas (*cash flow*) dari operasi tidak mencukupi untuk membayar bunga. Sebuah perusahaan dianggap bangkrut apabila perusahaan tersebut tidak mampu memenuhi komitmen kontraktual mereka, bahkan perusahaan yang tidak memiliki utang pun dapat menjadi bangkrut jika mereka tidak mampu membayar gaji karyawan mereka. Ketika sebuah perusahaan bangkrut, asetnya dapat dilikuidasi dan hasil dari likuidasi akan digunakan untuk memenuhi klaim yang belum dilunasi. Prioritas klaim mengikuti persyaratan legal dan spesifikasi kontraktual yang ada. **Kedua**, utang akan meningkatkan potensi konflik antara pemberi utang (kreditor) dan agen (dalam hal ini diwakili oleh manajer). Konflik muncul karena manajemen perusahaan mengambil proyek-proyek berisiko lebih besar dari yang diperkirakan oleh kreditor, dimana proyek berisiko akan memberikan hasil yang bagus, namun kompensasi yang diberikan kepada kreditor (berupa bunga) tidak ikut naik, sehingga jika terjadi kerugian maka kreditor akan dirugikan. **Ketiga**, utang menyebabkan perusahaan kehilangan beberapa fleksibilitas berkaitan dengan pembiayaan di masa mendatang, karena adanya rambu-rambu perjanjian (*debt covenant*) yang ditetapkan pada awal pinjaman dilakukan. Perjanjian ini berisi rambu-rambu yang membatasi manajemen untuk membuat keputusan investasi dan pembayaran dividen dalam jumlah tertentu.

Keuntungan dan kekurangan pendanaan Ekuitas

Ekuitas dalam pembahasan ini lebih diorientasikan pada penerbitan saham yang dilakukan perusahaan. Keuntungan menggunakan saham sebagai sumber pendanaan ada beberapa : **Pertama**, saham tidak mengharuskan perusahaan untuk membayar dividen, meskipun demikian bukan berarti dana ekuitas yang masuk untuk kegiatan usaha tidak mengandung biaya. Biaya modal ekuitas adalah sebesar *opportunity cost* yang disebut *cost of equity* (ke). Dengan tidak mengharuskan pembayaran dividen memungkinkan perusahaan untuk menahan sisa laba perusahaan untuk kegiatan perusahaan. **Kedua**, dana yang digali dari saham (ekuitas) adalah sangat besar sehingga memungkinkan bagi perusahaan untuk melakukan investasi dengan nilai yang juga besar. Selain itu saham merupakan surat kepemilikan atau modal sehingga tidak mempunyai tanggal jatuh tempo. **Ketiga**, saham merupakan modal yang dapat menjamin kerugian yang diderita perusahaan, sehingga saham dapat meningkatkan kredibilitas perusahaan penerbit.

Sedangkan kelemahan dari penggunaan saham sebagai sumber pendanaan adalah sebagai berikut : **Pertama**, penerbitan saham baru sering direspon negatif oleh pasar, sehingga mengakibatkan harga saham turun. Respon negatif muncul karena anggapan investor kepada manajemen bahwa perusahaan tidak mampu membayar bunga jika menggunakan utang sebagai akibat dari kinerja yang kurang bagus. **Kedua**, penerbitan saham menyebabkan dilusi kepemilikan saham, yaitu berkurangnya presentase kepemilikan saham pemilik lama yang tidak memiliki cukup dana untuk membeli saham baru yang berpotensi pada resistensi rencana penerbitan saham. **Ketiga**, penerbitan saham dapat mengakibatkan pergeseran pengendalian. Ketika penerbitan saham baru tidak diikuti oleh pembelian secara proporsional dari pemegang saham mayoritas, maka hal ini dapat menyebabkan perubahan pengendali perusahaan. **Keempat**, biaya pendanaan saham akan lebih tinggi dibandingkan dengan utang karena banyak melibatkan pihak lain, seperti penjamin emisi (*underwriter*), notaris dan lain-lain.

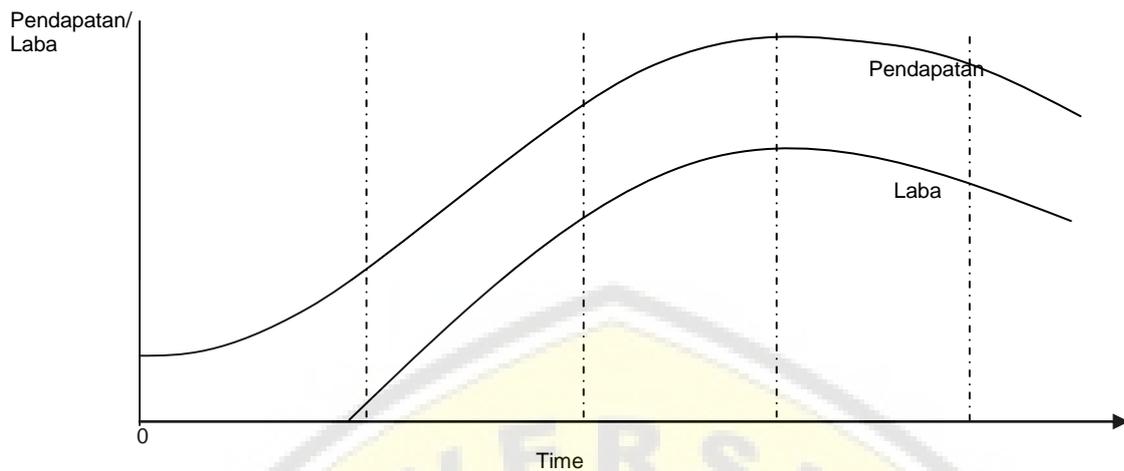
3. Strategi Perusahaan Memilih Struktur Modal

Pertanyaan penting yang selama ini belum terjawab adalah mengapa perusahaan mempunyai bauran pembiayaan yang berbeda dan apakah *debt ratio* yang ada saat ini adalah tepat bagi mereka?. Ada tiga pandangan alternatif mengenai strategi perusahaan memilih sebuah bauran pembiayaan. **Pertama**, pilihan antara hutang dan ekuitas ditentukan oleh berada dimanakah suatu perusahaan dalam siklus hidupnya. **Kedua**, perusahaan memilih bauran pembiayaannya dengan melihat perusahaan lain yang sejenis dalam bisnisnya.

Pandangan yang *ketiga* adalah perusahaan memiliki pilihan yang kuat terhadap pilihan pembiayaan yang akan mereka gunakan dengan hirarki pembiayaan. Alternatif bauran pembiayaan pada masing-masing strategi ini secara implisit tetap mempertimbangkan untung rugi (*tradeoff*) antara biaya dan keuntungan sumber dana, meskipun demikian tetap ada asumsi pada masing-masing strategi berikut:

a. Bauran Pembiayaan dan Siklus Hidup Perusahaan

Strategi pembiayaan perusahaan dapat berubah seiring dengan transisinya dari perusahaan yang baru berdiri (*start-up*) menjadi sebuah perusahaan yang dewasa hingga akhirnya mengalami penurunan (Damodaran, 2001:511). Ada lima tahapan siklus hidup sebuah perusahaan *Pertama*, adalah *start-up* yaitu suatu tahapan ketika bisnis baru yang seringkali didanai oleh sumber dana dari ekuitas dan mungkin sedikit utang bank, karena baru berdiri maka ada hambatan untuk mendapatkan dana. *Kedua*, masa *ekspansi* dimana pelanggan mulai meningkat sehingga kebutuhan pendanaan juga meningkat karena keinginan untuk ekspansi. Pada masa ini perusahaan kemungkinan kecil untuk dapat membuat *cash flows* internal tinggi sementara kebutuhan investasi besar sehingga pemilik akan mencari lewat ekuitas pribadi atau ada sebagian perusahaan menjadi *go public* lewat penerbitan saham biasa. *Ketiga*, masa pertumbuhan tinggi (*mature*) meski pendapatan perusahaan tinggi tetapi laba jauh tertinggal dari pendapatan sehingga kebutuhan dana dapat dipenuhi dengan ekuitas lebih banyak lagi, dan utang konvertibel yang mungkin untuk mengumpulkan modal. *Keempat*, masa pertumbuhan matang (dewasa) pada kondisi ini laba dan cash flow kan terus meningkat pesat, maka kebutuhan dana akan ditutup dengan utang bank atau menerbitkan obligasi. *Kelima*, adalah masa penurunan (*decline*) yang mana akan dijumpai pendapatan dan laba perusahaan mulai menurun, karena bisnis mereka semakin dewasa dan kompetitor baru mengambil alih posisi mereka. Gambar 1 berikut menyajikan keterkaitan tahapan siklus hidup perusahaan dengan pola pendanaan yang seharusnya dapat dilakukan berdasarkan aliran kasnya.



Kebutuhan Dana Luar	Tapi dibatasi oleh infrastruktur	Tinggi, relatif terhadap nilai perusahaan	Moderat relatif terhadap nilai perusahaan	Menurun, sebanding prosentase nilai perusahaan	Rendah, karena proyek menyusut
Pendanaan Internal	Negatif atau rendah	Negatif atau rendah	Rendah, relatif terhadap kebutuhan pendanaan	Tinggi, relatif terhadap kebutuhan pendanaan	Lebih dari kebutuhan pendanaan
Pendanaan Eksternal	Modal pemilik, utang bank	Modal Ventura, saham biasa	Saham biasa, Warran konvertibel	Utang	Bayar utang, beli saham kembali
Tingkat pertumbuhan	Tahap 1 Pendirian	Tahap-2 Ekspansi	Tahap-3 Pertumbuhan	tahap-4 Kedewasaan	Tahap-5 Penurunan
Transisi Pendanaan					
	Penilai ekuitas	Penawaran saham Privat/Swasta	Penawaran saham Perdana (IPO)	Penawaran Obligasi susulan (SEO)	

Gambar 1. Analisis Siklus Hidup Perusahaan dan Pola Pendanaan (Sumber : Damodaran, 2001: 512 diolah)

Gambar 1 diatas merangkum pilihan pembiayaan internal dan juga pembiayaan eksternal pada tahapan yang berbeda-beda dari siklus hidupnya. Hal yang perlu diperhatikan adalah tidak semua perusahaan melalui kelima tahapan dan pilihannya juga tidak sama untuk setiap tahapan karena banyak perusahaan yang tidak menjadikan masalahnya sebagai start-up, selain itu tidak semua perusahaan swasta sukses menjadi publik dengan mencatatkan diri di bursa saham. Beberapa perusahaan yang berada pada tahap pertumbuhan tinggi tidak membutuhkan pembiayaan eksternal, karena dana internal terbukti lebih dari cukup untuk membiayai pertumbuhan disamping itu, kemungkinan ada perusahaan dengan pertumbuhan tinggi menerbitkan utang dan perusahaan dengan pertumbuhannya rendah meningkatkan ekuitas. Ini menunjukkan banyak pengecualian namun kerangka pikir siklus hidup

perusahaan tetap memberikan acuan yang dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang berbeda melakukan apa yang mereka lakukan dan menyimpang dari pilihan pembiayaan yang ditentukan karena adanya *trade-off* faktor-faktor yang mempengaruhi.

Pada masing masing tahapan akan menjadi suatu pertimbangan mengapa pola pembiayaan tersebut dipilih, perusahaan harus memilih bauran hutang dan ekuitas dengan mempertimbangkan keuntungan dan kelemahannya. Bagaimanapun masing-masing industri atau sektor mempunyai tahapan yang berbeda dalam siklus hidupnya. Misalnya, sebuah perusahaan baja yang dewasa akan menggunakan hutang yang jauh lebih banyak daripada sebuah perusahaan farmasi yang dewasa karena para pemberi pinjaman merasa lebih nyaman dengan memberikan pinjaman pada perusahaan baja yang mempunyai aset lebih besar (*tangible* dan mudah dilikuidasi) daripada pada aset perusahaan farmasi (yang mungkin paten namun asetnya sulit dilikuidasi). Oleh karena itu, masing-masing tahapan dan sektor yang berbeda akan juga mempengaruhi *tradeoff* antara menggunakan utang atau saham dan *cash flow* serta jaminan yang dimiliki.

b. Bauran Pembiayaan Berdasarkan Rasio Industri

Strategi kedua adalah bauran pembiayaan dengan mendasarkan pada bauran pembiayaan yang digunakan oleh perusahaan lain dalam bisnis yang sejenis. Bukti empiris mengenai cara-cara perusahaan memilih *debt rationya* secara kuat mendukung hipotesis bahwa perilaku perusahaan cenderung untuk tidak menyimpang terlalu jauh dari rata-rata industri atau sektor mereka. Cara ini seolah berlawanan dengan pendekatan dimana perusahaan akan mempertimbangkan keuntungan hutang dengan biayanya. Namun hal ini dapat dipahami karena suatu sektor bisnis tertentu memang mempunyai karakteristik yang secara umum tidak sama dengan karakteristik sektor bisnis yang lain. Misalnya, perusahaan perangkat lunak memiliki pendapatan yang cepat habis namun mempunyai potensi pertumbuhan yang tinggi. Perusahaan jenis itu akan memilih *debt ratio* yang rendah. Sebaliknya, perusahaan telekomunikasi memiliki karakteristik aset yang ditempatkan sangat besar dan mempunyai pendapatan yang tinggi dan stabil, maka sektor tersebut cenderung menggunakan hutang yang lebih banyak dalam struktur pembiayaannya. Dengan alasan tersebut, memilih *debt ratio* yang mirip dengan perusahaan lain dalam industri yang sama dimana perusahaan tersebut beroperasi adalah tepat, apalagi ketika perusahaan yang dimaksudkan tersebut juga berada pada tahapan siklus hidup yang sama.

Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam memilih strategi debt ratio berdasarkan perusahaan-perusahaan sejenis (industri): *Pertama* jika variasi dari potensi

pertumbuhan dan risiko di seluruh perusahaan dalam suatu sektor tersebut tinggi. *Kedua* jika terjadi perubahan pada satu sektor atau industri, maka akan menyebabkan banyak perusahaan yang utangnya tinggi sekali atau sedikit sekali. Hal ini dapat terjadi ketika sebuah sektor berubah. Contohnya, perusahaan-perusahaan telepon secara historis mempunyai laba yang stabil dan besar (karena kekuatan monopoli), ketika teknologi dan persaingan baru mengganggu kekuatan ini maka yang terjadi kemudian adalah laba menjadi lebih tidak dapat diprediksi dan banyak perusahaan mengalami kerugian akibat pendanaan dengan utang.

c. Bauran Pembiayaan mengikuti Hierarki Pembiayaan

Ada bukti bahwa perusahaan akan mengikuti hierarki pembiayaan yang dimulai dari menggunakan laba ditahan, diikuti kemudian dengan utang dan ekuitas baru menjadi pilihan terakhir. Mengapa perusahaan mempunyai hierarki pembiayaan? Dalam kondisi nyata terjadi adanya perbedaan informasi antara manajemen dan investor. Manajemen dalam banyak hal memiliki pengetahuan mengetahui lebih banyak daripada pihak luar seperti investor, perbankan atau pemerintah. Posisi dimana pihak manajemen memiliki kelebihan informasi dari pihak lain disebut ketimpangan informasi atau informasi tidak simetri (*information asymmetry*)

Adanya informasi tidak simetri di pasar akan membatasi perusahaan dalam mengakses sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa dengan informasi tidak simetri, menyebabkan investor sering mengintepretasikan penerbitan saham yang dilakukan perusahaan sebagai berita buruk. Oleh karena itu maka perusahaan mempunyai pola urutan pendanaan yang disebut *Pecking Order Theory*. Teori ini secara singkat menyatakan bahwa (Brealy dan Myers, 1996: 500) :

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, yaitu pendanaan dari hasil operasi perusahaan sendiri,
2. Perusahaan akan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi dimana pembayaran secara bertahap disesuaikan terhadap peluang investasi,
3. Kebijakan dividen bersifat *sticky* disertai dengan fluktuasi keuntungan akan membawa ketersediaan dana internal berkurang atau lebih dari kesempatan investas, jika dana internal kurang dari investasi memungkinkan bagi perusahaan untuk mencari sumber pendanaan eksternal,
4. Jika dibutuhkan dana eksternal perusahaan akan mencari dana yang paling murah dan aman lebih dulu yaitu dari utang, kemudian diikuti menerbitkan saham baru sebagai pilihan terakhir untuk memenuhi investasi.

Perusahaan mengetahui prospek mereka di masa yang akan datang dibandingkan dengan pasar keuangan dan ada kemungkinan pasar menetapkan harga yang lebih rendah (*underpriced*) atau lebih tinggi (*overpriced*) pada sekuritas yang diterbitkan oleh perusahaan. Myers dan Majluf (1984) memperlihatkan bahwa dengan hadirnya informasi tidak simetris ini, perusahaan yang yakin bahwa sekuritas mereka *underpriced*, dengan adanya prospek mereka di masa yang akan datang, mungkin cenderung menolak proyek yang baik daripada mengumpulkan pembiayaan eksternal. Di lain pihak, perusahaan yang yakin sekuritas mereka *overpriced* lebih mungkin untuk menerbitkan saham untuk membiaya proyek yang menguntungkan.

4. Penutup.

Ada hal penting kiranya dapat ditarik dari pembahasan di atas: Pertama, strategi memilih alternatif pendanaan apakah utang ataukah saham adalah sarat oleh untung rugi (*tradeoff*) antara pertimbangan keuntungan (manfaat) dan biaya (kerugian) dari masing-masing yang mampu diterima oleh manajer keuangan sebagai pengambil kebijakan. Kedua strategi memilih antara utang dan saham akan sangat tergantung pada estimasi *cash flow* perusahaan di masa yang akan datang, mengingat utang yang harus dibayar beserta bunganya, sedang untuk saham merupakan modal yang tidak mempunyai jatuh tempo. Ketiga, strategi yang merupakan alternatif struktur yang akan ditargetkan oleh perusahaan dapat mengacu pada tahapan siklus hidup perusahaan atau mengacu pada rasio perusahaan lain yang sejenis dan juga bisa mengacu pada pola urutan pendanaan sebagai akibat adanya informasi asimetri. Penentuan pilihan akan mencerminkan preferensi *risk* dan *return* perusahaan. Oleh karena itu, pilihan pendanaan antara utang atau saham akan sudah sangat dipertimbangkan oleh manager dengan alasan-alasan yang menguntungkan bagi perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Brealey, R.A. dan Myers, S.C. 1991. *Principle of Corporate Finance*, Fifth Edition. McGraw-Hill
- Damodaran, Aswath. 2001. *Corporate Finance : Theory and Practise*, Second Edition, John Wiley & Son, USA
- Fama, E.F. dan KR. French. 1995. Size and Book-to Market Factors in Earning and Return, *Journal of Finance*, Vol 50: 131-155
- Marsh, P. 1982. The Choice Between Equity and Debt : An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, 37 : 121-143

- Megginson, L.W. 1997. *Corporate Finance Theory*, Wesley Educational Publishers, Inc
Megginson, W.L. 1997. *Corporate Finance Theory*, Addison - Wesley Educational Publishers, Inc
- Myers, Stewart, dan Nicolas Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investor Do Not Have, *Journal of Financial Economic*, vol 5 : 187-221
- Ross, S.A., 1977, The Determination of Financial Structure : The Incentive Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, Vol 8, No.1, Spring 1977,pp.23-40
- Scholes ,M..S., 1975 The Market for Securities : Substitution versus Price Pressure and the Effect of Information on Share Price, *Journal of Business* 45 : 179-211
- Sudarma, M. 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan, *Disertasi*, Universitas Brawijaya.
- Utami, E.S., 2011, *Pilihan Pendanaan Eksternal Pada Perusahaan Publik, Kajian Empirik di Bursa Efek Indonesia*, Disertasi, Universitas Brawijaya

