

Studi Tentang *Modified Pecking Order* di Bursa Efek Indonesia

Arni Surwanti

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, Email: arni_ummy@yahoo.com

ABSTRACT

This study examines whether there is market reaction to the presence of external financing decisions on companies in the Indonesia Stock Exchange under the Modified Theory pecking order, while also testing whether there is a difference between the market reaction to the interval in the period of observation of the external funding decisions at the company in the Indonesia Stock Exchange. This study uses object manufacturing companies listing on the Indonesia Stock Exchange in the period of 2005-2008. The company studied is a company that in the period of 2005-2008 to the acquisition of external funding sources have either a long-term debt financing and issuance of new shares. Companies that observed in this study were 58 companies, with a 4-year observation period, consisting of 20 companies to issue new shares and 38 companies that have long-term debt. The average abnormal return the company to issue new shares during the observation period showed a positive abnormal return. The average abnormal return the company to obtain long-term debt financing during the observation period showed a positive abnormal return. Based on the different test results on average only on testing the market reaction to companies that meet emission requirements by performing stock funds in the 5 days before and 5 days after the announcement of the acquisition of shares of the fund sources indicate the probability that reflects differences in market reaction to companies that meet the funding requirements by emission of shares at 5 days before and 5 days after the announcement of issuance of new shares.

Keyword: Abnormal Return, Modified Pecking Order.

PENDAHULUAN

Sejauh ini penelitian mengenai struktur modal bertujuan untuk menentukan model atau teori struktur modal yang dapat menjelaskan perilaku keputusan pendanaan perusahaan. Penelitian ini akan mengamati *return* saham harian, bagaimana harga saham akan dipengaruhi oleh kejadian khusus perusahaan. Kejadian perusahaan yang diamati adalah keputusan pendanaan eksternal, yaitu hutang atau modal sendiri dalam hal ini adalah emisi saham baru.

Seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan secara teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih. Hal ini karena masing-masing sumber pendanaan mempunyai konsekuensi finansial yang berbeda-beda. Proporsi penggunaan sumber dana *intern* dan atau *ekstern* dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan yang selanjutnya disebut dengan struktur modal menjadi sangat penting dalam manajemen keuangan perusahaan. Teori struktur modal dalam

manajemen keuangan diantaranya terdiri dari *Static Trade-Off* yang dikemukakan oleh Miller (1977) dan *Pecking Order Theory* yang pertama kali dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984). Penggunaan alternatif sumber dana perusahaan dengan teori *Static Trade-Off* didasarkan pada *cost* dan *benefitnya* antara biaya modal dan keuntungan penggunaan hutang, yaitu biaya kebangkrutan dan keuntungan pajak (Brigham, 2004). Secara definisi teori *Static Trade-Off* menyatakan bahwa teori ini mengenal struktur modal yang optimal dan tingkat moderat rasional antara hutang dan modal sendiri. Pada pertengahan tahun 1970 teori ini menjadi pandangan umum tentang struktur modal. Banyak studi telah dilakukan untuk mengadopsi kebijakan untuk menyeimbangkan rasio *leveragenya* untuk mendapatkan rasio optimal dan deviasinya dari target rasio hutang sehingga memiliki kekuatan prediksi dalam pemilihan hutang atau modal sendiri (Barnea, Haugen, and Senbet 1981; De Angelo and Masulis 1980; Hovakimian, Opiler, dan Titman 2001; Korajczyk dan Levy 2003 dalam Dong S Choi dan Dean F Smith (2007). Beberapa studi empiris menunjukkan bahwa beberapa perilaku pembelanjaan yang penting tidak dijelaskan pada *Static Trade-Off* karena ada variasi yang luas dalam tingkat hutang, bahkan pada perusahaan dengan karakteristik keuangan yang sama. Studi tentang struktur modal perusahaan menunjukkan bukti validitas empiris yang rendah. Oleh karena itu, berdasarkan hal tersebut menggunakan Teori *Pecking Order* yang lebih bisa menggambarkan gambaran yang lebih baik dalam praktek penentuan kebijakan pembiayaannya. Penentuan struktur modal perusahaan dengan Teori *Pecking Order* didasarkan pada keputusan pendanaan secara hierarki dari pendanaan yang bersumber pada laba, hutang, sampai pada saham (dimulai dari sumber dana dengan biaya termurah).

Myers (1984) dalam Teori *Static Trade-Off* tidak menjelaskan secara jelas perilaku keuangan di Pasar Modal Amerika Serikat. Bukti empiris berdasarkan Teori *Pecking Order* yang mengasumsikan bahwa oleh karena adanya asimetri informasi, pembiayaan eksternal biasanya biayanya lebih tinggi dari pada pembiayaan internal. Faktor biaya inilah yang biasanya dijadikan dasar perusahaan dalam memutuskan keputusan pembelanjaannya. Dalam Teori *Static Trade-Off* tidak menjelaskan tentang variasi hutang, terhadap modal sendiri, ketika perusahaan harus membutuhkan pendanaan eksternal. Myers mengenalkan konsep *Pecking Order*. Teori ini menyarankan preferensinya untuk menggunakan sumber dana internal dan menyarankan menggunakan hutang terlebih dahulu sebelum modal sendiri, ketika perusahaan harus mengeluarkan surat berharga. Berdasarkan skenario ini, maka emisi saham baru akan dilakukan ketika manajer mempercayai adanya *overprice* pada saham perusahaan, dan demikian sebaliknya ketika *underprice* akan menggunakan hutang. Proposisi teori *Pecking Order* menyatakan sebaiknya perusahaan menggunakan pembiayaan internal, dan apabila harus menggunakan sumberdana eksternal, maka sebaiknya menggunakan hutang terlebih

dahulu sebelum modal sendiri, dan perusahaan juga perlu untuk menjaga tingkat pembayaran dividen. Penelitian Asquit dan Mullins (1986), Masulis dan Korwar (1986), dan Mikkelson dan Partch (1985) dalam Dong S Choi dan Dean F Smith (2007) menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengumumkan mengeluarkan saham baru, akan diikuti penurunan harga saham. Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Stephen J Brown dan Jerorld B Warner (1985), penelitian *event study* ini menggunakan data harian untuk melihat reaksi pasar yang terjadi karena adanya keputusan pendanaan.

Permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini:

- a. Apakah terdapat reaksi pasar terhadap adanya keputusan pendanaan eksternal pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia berdasarkan Teori *Modified Pecking Order*.
- b. Apakah ada perbedaan reaksi pasar antar interval pada periode pengamatan adanya keputusan pendanaan eksternal pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia berdasarkan Teori *Modified Pecking Order*.

Tujuan studi ini adalah untuk:

- a. Meneliti adanya reaksi dalam pasar modal terhadap keputusan pendanaan eksternal pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia berdasarkan Teori *Modified Pecking Order*.
- b. Meneliti perbedaan reaksi pasar antar interval waktu pada periode pengamatan adanya keputusan pendanaan eksternal pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia berdasarkan Teori *Modified Pecking Order*.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia tentang ada tidaknya reaksi pasar sebagai akibat adanya keputusan pendanaan eksternal, dan dapat melihat pada interval waktu kapan reaksi pasar tersebut terjadi. Hal ini tentunya akan sangat bermanfaat pada investor dalam menetapkan keputusan investasinya.

Agar penelitian ini lebih terarah maka perlu adanya beberapa batasan, yaitu penelitian ini untuk melihat reaksi dalam pasar modal terhadap keputusan pendanaan eksternal pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Periode yang diamati adalah selama 4 tahun terakhir, yaitu tahun 2005 sampai tahun 2008.

KAJIAN TEORI

Perkembangan Pandangan Atas Struktur Modal

Teori *Static Trade-Off*

Modigliani dan Miller (MM) di tahun 1958 mengawali kajian besar tentang struktur modal. Mereka mengajukan dua proposisi besar, dengan asumsi tertentu, yakni: bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal yang dipilih. Proposisi ini mengundang banyak kontroversi. Proposisi ini dianggap tidak relevan. Hal ini karena pertama, tingkat keuntungan dan risiko usaha (keputusan investasi) yang akan

mempengaruhi nilai perusahaan (bukannya keputusan pendanaan); kedua, struktur modal tidak relevan diasosiasikan dengan adanya multiple equilibrium. Kedua, penggunaan hutang yang semakin banyak, perusahaan akan bisa menggunakan sumber modal yang lebih murah yang semakin besar. Penggunaan sumber modal murah yang semakin banyak akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan (WACC), jika tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham (ks) konstan. Dengan semakin meningkatnya hutang, tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham (ks) juga akan meningkat. Dua efek yang saling berlawanan tersebut menghasilkan biaya modal rata-rata tertimbang yang konstan. Hasilnya, nilai perusahaan akan konstan.

Modigliani dan Miller (1963) kembali memperkaya perdebatan tentang struktur modal setelah mereka melonggarkan asumsi tidak ada pajaknya. Pajak dibayarkan kepada pemerintah, yang berarti terdapat aliran kas keluar. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Setelah pajak dimasukkan sebagai faktor yang meningkatkan *debt-tax shield*, maka kemudian muncul pertanyaan, bila hutang dapat mengurangi beban pajak yang harus dibayarkan perusahaan mengapa tidak semua perusahaan memanfaatkan hutang 100% dalam struktur modalnya?

Perkembangan teori struktur modal menunjukkan bahwa dalam kenyataan, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan hutang sebanyak-banyaknya. Pada saat ini logika Modigliani dan Miller diperluas dengan memasukkan masalah pajak, perbedaan informasi, dan biaya keagenan. Satu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya hutang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. Biaya kebangkrutan tersebut bisa cukup signifikan. Penelitian di luar negeri menunjukkan biaya kebangkrutan bisa mencapai sekitar 20% dari nilai perusahaan.

Perdebatan kemudian berlanjut pada *cost* dari sumber pendanaan hutang, yang akan meng-*offset* manfaat penghematan biaya pajak karena ada biaya bunga. Tidak semua perusahaan menggunakan 100% hutang dalam struktur modalnya karena ada *financial distress cost*. Jika perusahaan gagal memenuhi kewajiban hutangnya, tidak serta merta harta perusahaan segera jatuh ke tangan kreditor. Ada proses kebangkrutan yang terkadang membuat nilai asset perusahaan berkurang antara 1% (Warner, 1977) sampai 20% (Andrade dan Kaplan, 1998) bahkan lebih. Kerugian bergantung pada jenis asset yang dimiliki perusahaan (Balakrishnan dan Fox 1993) dan sistem hukum yang mengatur tentang proses kebangkrutan (Rajan dan Zingales, 1995; La-Porta *et.al.*, 2000).

Teori *Pecking Order*

Dalam kenyataan empiris, nampaknya jarang manajer keuangan yang berfikir demikian. Seorang akademisi, Donald Donaldson (1961) melakukan pengamatan terhadap perilaku struktur modal perusahaan di Amerika Serikat. Pengamatannya menunjukkan bahwa

perusahaan yang mempunyai keuntungan yang tinggi ternyata cenderung menggunakan hutang yang lebih rendah. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Teori *Pecking Order* bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang lebih kecil. Teori *Pecking Order* menyatakan, kebutuhan pendanaan sama dengan tersedianya *cash flow* yang dikurangi dengan investasi modal dan dividen. Teori *Pecking Order* mengatakan bahwa defisit finansial sama dengan besarnya pinjaman. Jika defisit adalah negatif, maka surplus dana internal akan digunakan untuk membayar hutang.

Modified Pecking Order Theory, Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa dalam teori *Pecking Order* yang dimodifikasi mendasarkan pada dua asumsi, yaitu: a) adanya asimetri informasi; b) manajer selalu bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Berikut ini urutan *Modified Pecking Order* yang telah disederhanakan dan dikualifikasikan:

1. Perusahaan memiliki alasan yang sama untuk membiayai investasi riil dengan saham atau sekuritas yang beresiko.
2. Menentukan target rasio pembayaran dividen, sehingga tingkat investasi ekuitas pada tingkat yang normal dapat dipenuhi dari dana internal.
3. Perusahaan mungkin juga merencanakan mendanai kebutuhan investasi dengan hutang baru, namun tetap mencoba mengendalikan hutang pada tingkat yang aman. Pengendalian ini ada dua alasan, yaitu menghindari segala macam biaya akibat adanya kesulitan keuangan, dan membentuk *financial slack*, dengan membentuk cadangan yang diperlukan untuk mengeluarkan pinjaman yang baru yang aman terlebih dahulu.
4. Ketika target *divident payout ratio* ditentukan, kesempatan investasi berfluktuasi relatif terhadap internal *cash flow*, maka perusahaan dari waktu ke waktu akan mengeluarkan hutang dalam jumlah yang aman.

Perbedaan yang krusial antara *static tradeoff teori* dengan *Modified Pecking Order theory* adalah *debt ratio* yang diobservasi akan merefleksikan kebutuhan kumulatif pendanaan eksternal pada periode tertentu. Misalnya, ketika suatu perusahaan dalam suatu industri yang menunjukkan kondisi *profitabel*, perusahaan akan menutup kebutuhan dana dengan *debt ratio* yang relatif rendah sebesar *debt ratio* pada rata-rata industri, dan tidak akan mencapai *debt ratio* di luar rata-rata industri, serta tidak akan mengeluarkan ekuitas untuk mencapai *debt ratio* yang relatif normal.

Teori Agency

Sejauh ini orientasi manajer perusahaan sejalan dengan pemegang saham dan semua pengambilan keputusan keuangan didasarkan atas untuk kepentingan pemegang saham. Kondisi ini sejalan dengan teori, namun tidak mungkin dalam praktek.

Lebih jauh, Jensen dan Meckling (1976) mengungkapkan bahwa ada biaya keagenan. Biaya keagenan memainkan peranan penting dalam keputusan pendanaan terkait dengan adanya konflik antara pemegang saham dan pemegang hutang.

Jika perusahaan mendekati kesulitan keuangan, pemegang saham akan mendorong manajemen untuk mengambil keputusan apakah perolehan dana akan diperoleh dari pemegang hutang atau pemegang saham.

Peningkatan penggunaan hutang dapat mengurangi masalah agensi antara manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976; 1986). Penggunaan hutang akan mengurangi aliran kas karena perusahaan harus membayar bunga hutang dan pokok pinjaman. Penurunan aliran kas menyebabkan berkurangnya uang yang ada pada manajer. Keadaan ini akan membatasi keinginan manajer menggunakan aliran kas untuk menambah pendapatan mereka dan melakukan investasi yang berlebihan (*overinvestment*). Dengan demikian, konflik keagenan dapat dikurangi dan manajemen akan dituntut untuk bekerja keras agar dapat membayar angsuran dan bunga yang harus dibayar secara periodik.

Asimetri Informasi

Asimetri informasi dan konsep signaling berkaitan erat. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan pihak lainnya (Mamduh, 2008).

Menurut Myers dan Majluf (1977), ada asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar: manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar. Pada konsep signaling (Ross, 1977) mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan signal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar harga saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer bisa menggunakan hutang lebih banyak, sebagai signal yang lebih *credible* karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang.

Teori Market timing

Teori ini memandang pendanaan berdasarkan *standard hierarki Pecking Order* adalah terjadi pada kasus khusus dalam teori *market timing*. Pada kondisi pasar normal, perusahaan akan mengikuti *standard pecking order* dengan memilih preferensi pembiayaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal, dan ekuitas akan digunakan sebagai pilihan terakhir. Ketika pendanaan eksternal dengan mengeluarkan ekuitas lebih murah dibandingkan dengan hutang, perusahaan akan lebih menyukai menggunakan ekuitas

untuk pendanaannya. Sebaliknya jika hutang lebih murah dibandingkan dengan ekuitas, penggunaan hutang menjadi pilihan pertama ketika akan memenuhi pendanaan eksternalnya. Teori ini mengusulkan bahwa keputusan pendanaan perusahaan lebih menekankan pada penggunaan ekuitas, jika *cost of equity* lebih rendah dibandingkan dengan *cost of debt*. Demikian juga sebaliknya perusahaan akan menekankan penggunaan hutang, jika *cost of debt* lebih rendah dibandingkan dengan *cost of equity* (Rongbing Huang, 2004). Pada teori *market timing*, menurut Baker dan Wurgler (2002) merefleksikan usaha manajer waktunya mengeluarkan ekuitas, yaitu ketika pasar mau menerima.

Reaksi Pasar

Reaksi pasar adalah melihat ada tidaknya *abnormal return*. Studi peristiwa menganalisa *return* tidak normal dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *Excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (*return* ekspektasi atau *return* yang diharapkan oleh investor). *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-*t* yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Brown dan Warner (1985) mengestimasi *return* ekspektasi menggunakan model estimasi *mean-adjusted model*, *market model* dan *market-adjusted model*.

Hipotesis

Menurut Myers dan Majluf (1984), membuat model adanya asimetri informasi antara manajer dan pihak luar. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan pihak lainnya. Manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar. Teori asimetri informasi ini untuk menjelaskan teori *Pecking Order*, yaitu preferensi pemilihan pendanaan dengan memilih dana internal, dan penerbitan saham baru sebagai langkah terakhir.

Myer and Majluf (1984) mengasumsikan bekerja untuk kepentingan pemegang saham yang dan menolak mengeluarkan saham yang *undervalue*, sehingga tidak akan terjadi transfer nilai antara pemegang saham lama dengan pemegang saham baru. Pada saat harga saham menunjukkan nilai yang terlalu tinggi (*overvalue*), manajer akan cenderung mengeluarkan saham (memanfaatkan harga yang terlalu tinggi), tentunya pihak luar tidak mau ditipu karena itu pada saat penerbitan saham diumumkan, harga akan jatuh karena pasar menginterpretasikan bahwa harga saham sudah *overvalue*. Teori ini bisa menjelaskan fenomena jatuhnya harga saham pada saat pengumuman penerbitan saham baru. Jatuhnya harga saham ini bisa dikatakan sebagai biaya asimetri informasi berkaitan

dengan penerbitan saham. Hutang memiliki pendapatan yang bersifat tetap (bunga), sehingga ketidakpastian lebih kecil dibandingkan dengan saham. Dana internal bebas dari biaya asimetri informasi.

Hipotesis dalam penelitian ini:

H1: Bahwa terdapat *abnormal return* positif, ketika perusahaan menambah sumber dana hutangnya dan terdapat *abnormal return* negatif, ketika perusahaan menambah emisi saham baru pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

H2: Bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* pada antar interval waktu pada periode pengamatan pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Untuk mengetahui adanya reaksi pasar pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia terkait dengan keputusan pendanaan eksternal, tahun 2003 sampai dengan 2008. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam semua industri yang ada di Bursa Efek Indonesia dan perusahaan-perusahaan tersebut masih terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2003 sampai dengan 2008. Sampel diambil dengan pendekatan "*non probability sampling*", dengan metode *purposive sampling* khususnya dengan tipe "*judgment sampling*", yaitu dari sampel diambil dengan menetapkan beberapa kriteria (Emory dan Cooper: 275). Kriteria yang diperlukan dalam pengambilan sampel penelitian ini adalah perusahaan tersebut termasuk dalam industri manufaktur; perusahaan tersebut melakukan perolehan sumber dana eksternal antara tahun 2005 sampai dengan 2008; apabila perusahaan melakukan perolehan sumber pendanaan lebih dari 1 (satu) kali dalam periode pengamatan, maka akan diambil salah satu peristiwa; saham perusahaan yang menjadi sampel merupakan saham yang aktif diperdagangkan; perusahaan tersebut tidak melakukan kebijakan keuangan lain selama periode estimasi dan periode pengamatan.

Pengumpulan Data

Penelitian ini ditujukan untuk melihat apakah terdapat *abnormal return*, ketika perusahaan memutuskan untuk menambah sumberdana eksternalnya. Sampel dari studi ini dibagi menjadi dua kelompok, yaitu perusahaan yang menggunakan hutang dan perusahaan yang menggunakan modal sendiri, yaitu saham.

Periode estimasi umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa/*event window* (Jogiyanto, 2007).

Penelitian Dong S Choi dan Dean F Smith (2007) untuk setiap sekuritas digunakan 101 observasi *return* harian, yang kemudian akan dilakukan pengamatan pada beberapa

interval waktu yaitu -50 s/d -1, -10 s/d -1, -5 a/d -1, 0 s/d 0, 1/sd 5, 1s/d10, 1 s/d50. Pada penelitian ini dilakukan pengamatan pada interval waktu -30 s/d -1, -10 s/d -1, -5 s/d -1, 0 s/d 0, 1/sd 5, 1s/d10, 1 s/d30, dengan periode peristiwa -5 s/d -1, 0 s/d 0, 1/sd 5.

Informasi perolehan sumber dana eksternal untuk hutang dan saham, serta waktunya diperoleh dari informasi yang dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia. Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah:

- Data perusahaan yang melakukan pengumuman perolahan pendanaan eksternal pada periode tahun 2005-2008.
- Data harga saham perusahaan yang melakukan pengumuman perolahan pendanaan eksternal, yaitu selama 61 hari, yaitu 30 hari sebelum peristiwa, pada saat hari peristiwa, dan 30 hari sesudah peristiwa.
- Data tanggal pengumuman dari perusahaan yang melakukan perolahan sumber dana eksternal selama tahun 2005-2008.
- Data Indeks Harga Saham Gabunga, yaitu selama 61 hari, yaitu 30 hari sebelum peristiwa, pada saat hari peristiwa, dan 30 hari sesudah peristiwa.

Definisi Operasional

Reaksi pasar diukur dari *return* tidak normal dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman suatu peristiwa. *Abnormal Return* atau *Excess Return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (*return* ekspektasi/*return* yang diharapkan oleh investor).

Sumber dana eksternal adalah perolehan sumber dana baik berupa hutang maupun saham yang diperoleh tidak pada saat IPO. Sumber pendanaan hutang adalah hutang jangka panjang. Saham yang merupakan sumber dana eksternal yang merupakan modal sendiri ini, bisa berupa saham biasa yang sumber dananya diperoleh perusahaan melalui emisi saham baru.

Analisis data

Menurut Jogiyanto (2001) *abnormal return* dapat dihitung dengan langkah-langkah sebagai berikut: *Abnormal Return* atau *Excess Return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (*return* ekspektasi/*return* yang diharapkan oleh investor). Jadi *abnormal return* apabila dinotasikan adalah:

$$RTN_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

$$RTN_{it} = \text{abnormal return sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t}$$

$$R_{it} = \text{return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t}$$

$$E(R_{it}) = \text{return ekspektasi sekuritas ke-I untuk periode peristiwa ke-t}$$

Return sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-*t* yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya atau dapat dihitung dengan rumus: $P_{it} - P_{it-1} / P_{it-1}$

Return Ekspektasi dengan menggunakan *Market-adjusted model*

Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Pada model ini *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

Rata-rata *Return* Tidak Normal (*Average Abnormal Return*)

Pengujian adanya *abnormal return* dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* seluruh sekuritas secara *cross section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. Rumusnya:

$$RRTN_t = \sum_{i=1}^k \frac{RTN_{it}}{k}$$

$RRTN_t$ = rata-rata *return* tidak normal (*average abnormal return*) pada hari ke-*t*

RTN_{it} = *return* tidak normal untuk sekuritas ke-*I* pada hari ke-*t*

k = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

Akumulasi *Return* Tidak Normal/*ARTN* (*Cummulative Abnormal Return/CAR*)

CAR adalah merupakan penjumlahan *return* tidak normal dari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas.

$$ARTN_{i,t} = \sum_{a=t_3}^t RTN_{ia}$$

$ARTN_{i,t}$ = akumulasi *return* tidak normal sekuritas ke-*I*, pada hari ke-*t*, yang diakumulasi dari *return* tidak normal (*RTN*) sekuritas ke-*I* mulai hari awal periode peristiwa (t_3) sampai hari ke-*t*.

RTN_{ia} = *return* tidak normal untuk sekuritas ke-*i* pada hari ke-*a*, yaitu mulai t_3 (hari awal periode jendela) sampai hari ke-*t*.

Akumulasi Rata-rata *Return* Tidak Normal *ARRTN* (*Cumulative Average Abnormal Return*) (*CAAR*)

Jika terdapat *k* buah sekuritas, maka:

$$ARRTN_t = \left\{ \sum_{i=1}^k ARTN_{it} / k \right\}$$

$ARRTN_t$ = akumulasi rata-rata *return* tidak normal pada hari ke *t*

$ARTN_{it}$ = akumulasi *return* tidak normal sekuritas ke-*I* pada hari ke *t*

k = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

ARRTN dapat juga dihitung dengan mengakumulasi rata-rata *return* tidak normal untuk hari-hari sebelumnya.

$$ARRTN_t = \sum_{a=t-3}^t RRTN_a$$

$ARRTN_t$ = akumulasi rata-rata *return* tidak normal pada hari ke t

$RRTN_a$ = rata-rata *return* tidak normal (*Averager abnormal return*) pada hari ke- a , yaitu mulai $t-3$ (hari awal periode jendela) sampai hari ke- t .

Pengujian Statistik Terhadap *Abnormal Return*

Pengujian statistik terhadap *abnormal return* digunakan untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang ada pada periode peristiwa. Untuk itu digunakan pengujian t (t -test), dengan rumus:

t = β /kesalahan standar estimasi

t = -hitung

β = parameter yang akan diuji (misalnya adalah koefisien dari regresi, rata-rata suatu nilai dan sebagainya).

kesalahan standar estimasi = *standard error of estimate*, yaitu kesalahan standar pada saat mengestimasi nilai *abnormal return*. Standarisasi dilakukan untuk *abnormal return* untuk masing-masing sekuritas.

Uji statistik korelasi Pearson dan uji beda rata-rata (uji $-t$) digunakan untuk menguji hipotesis perbedaan reaksi pasar antar interval waktu pada periode pengamatan adanya keputusan pendanaan eksternal pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Obyek Penelitian

Penelitian ini menggunakan obyek perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2005-2008. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang pada periode 2005-2008 melakukan perolehan sumber pendanaan eksternal baik itu yang mendapatkan sumber pendanaan hutang jangka panjang maupun emisi saham baru. Perusahaan yang diamati dalam penelitian ini sebanyak 58 perusahaan, dengan periode pengamatan selama 4 tahun, terdiri dari 20 perusahaan yang melakukan emisi saham baru dan 38 perusahaan yang mendapatkan hutang jangka panjang.

Abnormal Return atau Excess Return

Abnormal Return atau *Excess Return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (*return* ekspektasi/*return* yang diharapkan oleh investor). *Return* yang diharapkan investor dihitung dengan menggunakan *market-adjusted model*. Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Pada model ini *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar. Adapun gambaran statistik deskripsi dari *abnormal return* pada 38 perusahaan yang melakukan perolehan sumber pendanaan dari hutang jangka panjang dan 20 perusahaan yang melakukan emisi saham baru selama periode pengamatan, yaitu 30 hari sebelum, pada peristiwa, dan 30 hari sesudah peristiwa perolehan sumber pendanaan hutang jangka panjang menunjukkan adanya *abnormal return*. Berdasarkan pengamatan selama 61 hari, yaitu 30 hari sebelum, pada hari pengumuman dan pada 30 hari sesudah pengumuman perolehan pendanaan pada perusahaan manufaktur terdapat saham perusahaan yang memberikan *abnormal return* positif dan *abnormal return* negatif.

Rata-rata Abnormal Return

Pengujian *abnormal return* tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, namun dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* seluruh sekuritas secara *cross section* untuk tiap hari di periode peristiwa. Gambaran statistik deskriptif dari rata-rata *abnormal return* perusahaan adalah:

TABEL 1. DESKRIPSI STATISTIK AVERAGE ABNORMAL RETURN SAHAM

61	Mean	Median	Max	Min.	Std. Dev.	Obs.
61	0.001638	0.001626	0.035200	-0.026091	0.012976	61
All	0.001638	0.001626	0.035200	-0.026091	0.012976	61

Berdasarkan Tabel 1, rata-rata *abnormal return* perusahaan yang melakukan emisi saham baru selama periode pengamatan menunjukkan adanya *abnormal return* yang positif. *Abnormal return* perusahaan yang melakukan emisi saham baru berkisar antara -0.026091 s/d 0.035200.

TABEL 2. DESKRIPSI STATISTIK AVERAGE ABNORMAL RETURN

61	Mean	Median	Max	Min.	Std. Dev.	Obs.
61	0.000755	-0.001008	0.018264	-0.015357	0.007240	61
All	0.000755	-0.001008	0.018264	-0.015357	0.007240	61

Berdasarkan Tabel 2 rata-rata *abnormal return* perusahaan yang memperoleh pendanaan hutang jangka panjang selama periode pengamatan menunjukkan adanya *abnormal return* yang positif. *Abnormal return* perusahaan yang mendapatkan pendanaan

dari hutang jangka panjang berkisar antara -0.015357 s/d 0.018264.

Secara detail hasil perhitungan rata-rata *return* tidak normal (*average abnormal return*) perusahaan yang memperoleh pendanaan eksternal dan nilai signifikansinya adalah sebagaimana terlihat pada tabel berikut ini:

TABEL 3. RATA-RATA *ABNORMAL RETURN*

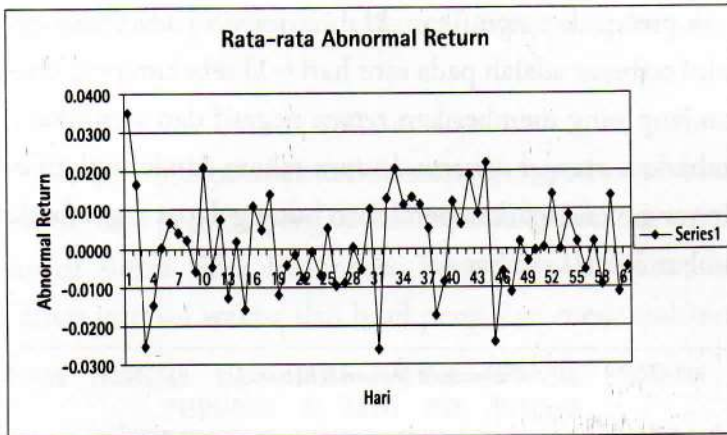
HARI KE	AVERAGE ABNORMAL RETURN	SIGN	AVERAGE ABNORMAL RETURN	SIGN
	pendanaan emisi saham		pendanaan hutang jk panjang	
-5	-0.0097	***	0.0039	***
-4	-0.0090	***	-0.0154	***
-3	0.0004		-0.0013	**
-2	-0.0055	***	-0.0041	***
-1	0.0103	***	-0.0137	***
0	-0.0261	***	-0.0036	***
1	0.0130	***	-0.0040	***
2	0.0206	***	-0.0052	***
3	0.0114	***	-0.0020	***
4	0.0131	***	-0.0082	***
5	0.0112	***	0.0105	***

* signifikan pada 10%** signifikan pada 5%*** signifikan pada 1%

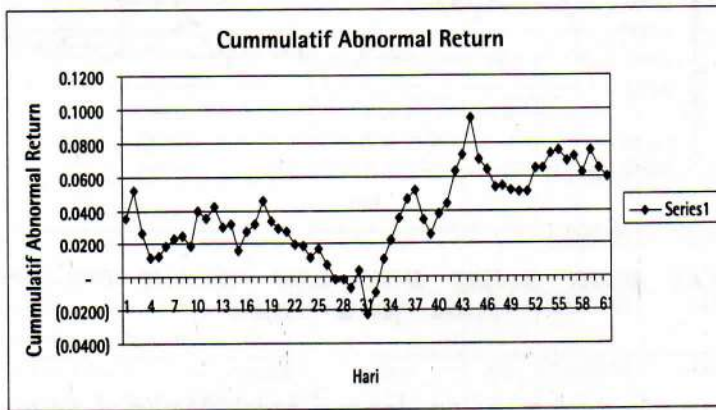
Hasil pada Tabel 3 menunjukkan bahwa selama periode peristiwa saham perusahaan yang melakukan emisi saham baru menunjukkan *abnormal return* yang negatif dan signifikan pada hari ke -5, -4, -2, sedangkan pada hari -1 dan -3 memberikan *return* positif dan signifikan, sedangkan pada hari ke 1 s/d ke 5 memberikan *abnormal return* yang positif dan signifikan. Reaksi terbesar adalah pada saat pengumuman emisi saham baru memberikan *return* negatif dan signifikan yang menunjukkan bahwa perilaku investor lebih mendukung teori *Pecking Order* yang mengasumsikan bahwa perusahaan yang melakukan emisi saham baru merupakan sinyal bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi kurang baik sehingga ditunjukkan adanya *abnormal return* negatif dan signifikan pada saat pengumuman emisi saham baru.

Reaksi terbesar adalah pada saat pengumuman emisi saham baru memberikan *return* negatif dan signifikan yang sesuai dengan *Modified Pecking Order* pada saat pengumuman emisi saham baru.

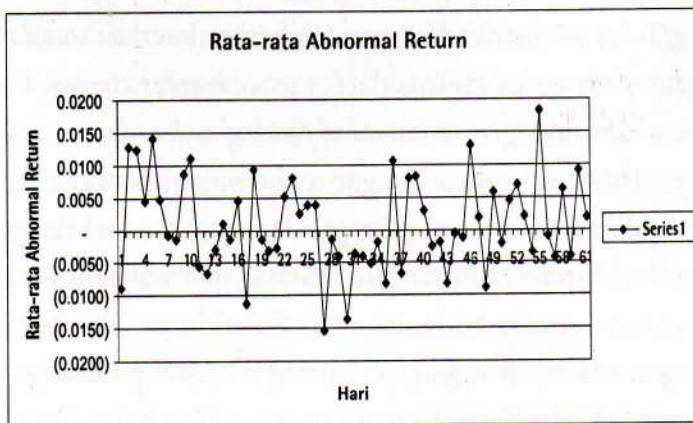
Apabila digambarkan *average abnormal return* saham dan kumulatif *average abnormal return* perusahaan yang melakukan emisi saham baru dapat digambarkan sebagaimana terlihat pada Gambar 1 dan Gambar 2.



GAMBAR 1. AVERAGE ABNORMAL RETURN SAHAM PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN EMISI SAHAM BARU



GAMBAR 2. CUMMULATIF AVERAGE ABNORMAL RETURN SAHAM PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN EMISI SAHAM BARU

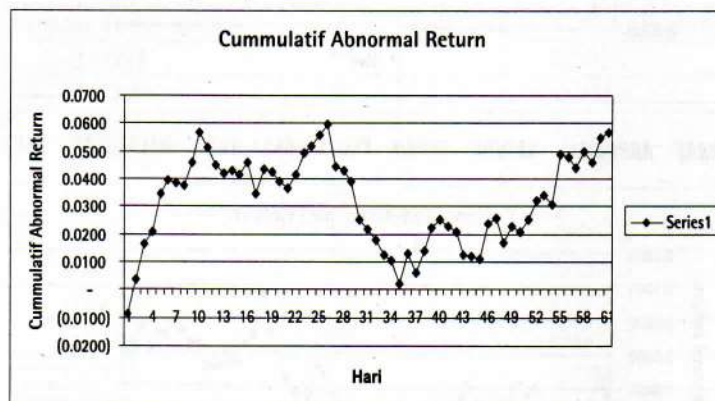


GAMBAR 3. AVERAGE ABNORMAL RETURN SAHAM PERUSAHAAN YANG MEMPEROLEH PENDANAAN HUTANG JANGKA PANJANG

Hasil pada Tabel 2 juga menunjukkan bahwa selama periode peristiwa saham perusahaan yang melakukan perolehan pendanaan dari hutang jangka panjang menunjukkan *abnormal return* yang negatif dan signifikan pada hari ke -4, s/d 4, sedangkan pada hari -5 dan 5 memberikan *return* positif dan signifikan. Teori *Modified Pecking Order* menunjukkan bahwa pengumuman perolehan hutang jangka panjang akan

memberikan *return* positif dan signifikan. Hal ini terjadi pada reaksi investor pada hari ke1 s/d ke 5. Reaksi terbesar adalah pada satu hari (-1) sebelum pengumuman perolehan hutang jangka panjang yang memberikan *return* negatif dan signifikan.

Apabila digambarkan *average abnormal return* saham dan kumulatif *average abnormal return* perusahaan yang mendapatkan perolehan hutang dapat digambarkan sebagaimana terlihat pada Gambar 3 dan Gambar 4.



GAMBAR 4. CUMMULATIF AVERAGE ABNORMAL RETURN SAHAM PERUSAHAAN YANG MEMPEROLEH PENDANAAN HUTANG JANGKA PANJANG

Adanya temuan ketidaksesuaian dengan teori *Modified Pecking Order*, yaitu pengumuman emisi saham baru justru diikuti dengan reaksi pasar positif dan perolehan hutang jangka panjang diikuti reaksi pasar negatif, hal ini dimungkinkan adanya pengaruh teori *market timing*. Teori ini memandang pendanaan berdasarkan *standard hierarki Pecking Order* adalah terjadi pada kasus khusus dalam teori *market timing*. Pada kondisi pasar normal, perusahaan akan mengikuti *standard pecking order*, dengan memilih preferensi pembiayaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal, dan ekuitas akan digunakan sebagai pilihan terakhir. Ketika pendanaan eksternal dengan mengeluarkan ekuitas lebih murah dibandingkan dengan hutang, perusahaan akan lebih menyukai menggunakan ekuitas untuk pendanaannya. Sebaliknya jika hutang lebih murah dibandingkan dengan ekuitas, penggunaan hutang menjadi pilihan pertama ketika akan memenuhi pendanaan eksternalnya. Teori ini mengusulkan bahwa keputusan pendanaan perusahaan lebih menekankan pada penggunaan ekuitas, jika *cost of equity* lebih rendah dibandingkan dengan *cost of debt*. Demikian juga sebaliknya perusahaan akan menekankan penggunaan hutang, jika *cost of debt* lebih rendah dibandingkan dengan *cost of equity* (Rongbing Huang, 2004). Pada teori *market timing*, menurut Baker dan Wurgler (2002) merefleksikan usaha manajer waktunya mengeluarkan ekuitas, yaitu ketika pasar mau menerima. Jika *market timing* memberikan dampak keputusan mengeluarkan hutang dan ekuitas, pengukuran pasar ekuitas (*market to book ratio*) dan *debt market* (tingkat

bunga) seharusnya signifikan memberikan dampak perubahan pada *leverage*.

Uji Perbedaan

Uji beda rata-rata (uji-t) digunakan untuk menguji hipotesis perbedaan reaksi pasar antar interval waktu pada periode pengamatan adanya keputusan pendanaan eksternal pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Pengujian dilakukan antar keputusan pendanaan dan antar interval waktu, dan hasil pengujian menunjukkan:

TABEL 4. PENGUJIAN PERBEDAAN REAKSI PASAR TERHADAP KEPUTUSAN PENDANAAN EKSTERNAL PADA PERUSAHAAN DI BURSA EFEK INDONESIA

PENGUJIAN	METHOD	df	VALUE	PROBABILITY
Uji beda abnormal return saham dan obligasi	t-test	120	0.029300	0.9767
Uji beda 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman emisi saham	t-test	8	4.059099	0.0036
Uji beda 10 hari sebelum dan sesudah pengumuman emisi saham	t-test	18	2.241953	0.0378
Uji beda 30 hari sebelum dan sesudah pengumuman emisi saham	t-test	58	0.865930	0.3901
Uji beda 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman pendanaan obligasi	t-test	8	0.888872	0.4000
Uji beda 10 hari sebelum dan sesudah pengumuman pendanaan obligasi	t-test	18	0.455846	0.6540
Uji beda 30 hari sebelum dan sesudah pengumuman pendanaan obligasi	t-test	58	0.176835	0.8603

Hasil pengujian pada Tabel 4 menunjukkan bahwa reaksi pasar pada perusahaan yang memenuhi kebutuhan dana dengan melakukan emisi saham dan menggunakan perolehan hutang jangka panjang menunjukkan probability 0.9767 yang berarti tidak signifikan pada 10%, 5% dan 1%. Hal ini berarti bahwa tidak ada perbedaan reaksi pasar pada perusahaan yang memenuhi kebutuhan dana dengan melakukan emisi saham dan menggunakan perolehan hutang jangka panjang.

Berdasarkan hasil uji beda rata-rata menunjukkan tidak ada perbedaan reaksi pasar pada perusahaan yang memenuhi kebutuhan dana dengan melakukan emisi saham dan menggunakan perolehan hutang jangka panjang. Uji perbedaan antar interval waktu dalam waktu 5 hari dan 10 hari menunjukkan ada perbedaan reaksi pasar khususnya pada perusahaan yang melakukan emisi saham baru.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dapat diambil kesimpulan bahwa rata-rata *abnormal return* perusahaan yang melakukan emisi saham baru selama periode pengamatan menunjukkan adanya *abnormal return* yang positif. Rata-rata *abnormal return* perusahaan yang

memperoleh pendanaan hutang jangka panjang selama periode pengamatan menunjukkan adanya *abnormal return* yang positif. Berdasarkan hasil uji beda rata-rata menunjukkan tidak ada perbedaan reaksi pasar pada perusahaan yang memenuhi kebutuhan dana dengan melakukan emisi saham dan menggunakan perolehan hutang jangka panjang. Uji perbedaan antar interval waktu dalam waktu 5 hari dan 10 hari menunjukkan ada perbedaan reaksi pasar khususnya pada perusahaan yang melakukan emisi saham baru.

Saran

1. Saran Bagi Investor. Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa keputusan pendanaan menunjukkan keputusan yang sangat penting, hal ini ditunjukkan adanya reaksi pasar terhadap keputusan pendanaan baik itu perusahaan yang memenuhi kebutuhan dananya dengan saham maupun dengan hutang jangka panjang. Oleh karena itu, investor dalam menetapkan keputusan investasinya perlu untuk memperhatikan keputusan pendanaan perusahaan.
2. Saran untuk penelitian berikutnya, perlu untuk memperluas obyek penelitian dengan menguji pada industri lain apakah menunjukkan pola yang sama atau tidak.

DAFTAR PUSTAKA

- Andrade, G. and S.N. Kaplan., (1998), "How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leverage Transactions That Become Distressed", *Journal of Finance* 53: 1443-1493.
- Balakrishnan, Srinivasan, and Isaac Fox., (1993), "Asset Specificity, Fir Heterogeneity and Capital Structure", *Strategic Management Journal* 14 (1): 3-16.
- Brigham, Eugene., Phillip R. Daves, (2004), *Intermediate Financial Management*. 8 th Ed. Thomson, New South Wales.
- Brown., Stephen J., Jerodl B. Warner., (1985), "Using Daily Stock Return, The Case Of Event Studies", *Journal Of Financial Economics* 14, 3-31., North-Holland
- Choi., Dong S dan Dean F Smith., (2007), "A Study Of The Modified Pecking Order Theory in The Korean Market", *The Business Review, Cambridge*; pg289.
- DeAngelo, Harry and Ronald W. Masulis., (1980), "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics* 8: 3-30.
- Decisions When Firm Have Information that Investor Do Not Have., *Journal of Financial Economics*, Vol 13, pp187-221.
- Fama, E and French., K., (1998), "Taxes, Financing Decision and Firm Values" ., *Journal of Finance*, Vol 53. pp.819-43.
- Hanafi, Mamduh, (2008), *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: BPFE.
- Hartono., Jogianto, (2004), *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Yogyakarta: BPFE.
- Hartono., Jogianto., (2007), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi ke-5. Yogyakarta: BPFE.
- Heshmati., Almas., "The Dynamics Of Capital Structure: Evidence From Swedish Micro and Small Firms", *Research In Banking and Finance*, Vol.2, pages 199-241.

- Huang, Rongbing and Jay. R. Ritter., (2009), "Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 44 No.2 Apr. 237-271.
- Jensen, Michael C. and William Meckling., (1976), Theory of the Firm: Managerial
- Mahadwarta, Putu Anom, (2006), Indonesian financial crisis evidence: bonding mechanism of free cash flow to financial performance. Paper presented in 1st International Conference on Business and Management Research: Facing the 21st Century Challenges, Bali: 23-24 August.
- Masulis, R. dan Korwar, A., (1986), "Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation", *Journal of Financial Economics*, 15, 91-118.
- Modigliani, Franco and Merton Miller., (1958), "The Cost of Capital Corporate Finance and Theory of Investment", *The American Economic Review*, No.3. Vol XLV III.
- Myers, Stewart C. dan Nicholas S. Majluf., (1984), Corporate Financing Investment
- Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales, (1995), What Do We Know about Capital.
- Ross, S., (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling
- Shyam-Sunder, L. and S.C Myers., (1999), "Testing of Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure", *Journal of Financial Economics* 51: 219-244.
- Tse Chin-Bun., Joanne Ying Jia., (2007), "The Impacts of Corporate Ownership Structure on the Incentive of Using Capital Structure to Signal", *Studies in Economics and Finance.*, Vol 24., No 2, pp156-181.
- Warner, J.B., (1977), "Bankruptcy Costs: Some Evidence", *Journal of Finance* 32: 337-348.
- Welch, Ivo., (2004), "Capital Structure and Stock Return" *Journal of Political Economy*, Vol 112, no 1, 106-131.