TEORI PECKING ORDER PADA KONDISI HIGH UNCERTAINTY DAN LOW UNCERTAINTY

Kurniati Octama

Alumnus Fakultas Ekonomi Universitas Surabaya

Deddy Marciano

Universitas Surabaya, email: marciano@ubaya.ac.id

Liliana Inggrit Wijaya

Universitas Surabaya, email: Liliana_Inggrit@yahoo.com

Abstract

This article tests the pecking order theory during the periods of high uncertainty and low uncertainty in Indonesia. Our results show that during the period of high uncertainty (from 1997 to 2000), several variables such as: dividend yield, profitability (return on assets), sales growth and total assets growth are important determinants of financing decisions (leverage). In addition to those variables, we find that capital intensity is also significantly related to leverage during the period of low uncertainty (from 2001 to 2004). Overall, our results for the whole sample confirm the prediction from the pecking order hypothesis.

Keywords: pecking order, leverage, asymmetric information, dividend yield

Abstrak

Artikel ini meneliti teori *Pecking Order* selama periode ketidakpastian tinggi dan ketidakpastian rendah di Indonesia. Hasil menunjukkan selama periode ketidakpastian tinggi (dari 1997 sampai 2000), beberapa variabel seperti *dividend yield*, profitabilitas, *sales growth* dan *total assets growth* merupakan faktor penting keputusan pendanaan. Selain variabel diatas, ditemukan bahwa intensitas modal juga berpengaruh terhadap pendanaan selama periode ketidakpastian rendah (dari 2001 sampai 2004). Hasil penelitian mengkonfirmasi ramalan dari hipotesis *Pecking Order*.

Kata kunci: *pecking order*, *leverage*, *asymmetric information*, *dividend yield*

1. Latar Belakang

Keputusan Pendanaan dan keputusan deviden merupakan salah satu dari tiga aktivitas utama manajer, menyangkut keputusan tentang penanaman modal, pembiayaan kegiatan usaha dan pembagian deviden pada suatu perusahaan. Dana diperoleh dari sumber keuangan internal dan eksternal dengan memilih biaya yang paling rendah pada tingkat resiko tertentu. Faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan tidak lain yaitu perubahan lingkungan ekonomi makro maupun mikro. Kondisi makro ekonomi Indonesia sejak krisis perekonomian nasional pada pertengahan tahun 1997 yang berlanjut tahun 1998 memberikan dampak negatif terhadap perekonomian Indonesia sampai dengan sekarang ini. Dampak negatif berupa kondisi perekonomian Indonesia yang tidak stabil dan fluktuatif atau ketidakpastian perekonomian (*uncertainty*), ditunjukkan dengan melemahnya nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika

sepanjang periode krisis (1997-2000) tersebut disertai dengan suku bunga SBI (*interest rate*) yang tinggi. Demikian pula pada pasar modal terjadi penurunan IHSG pada PT Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Melihat kondisi perekonomian makro yang tidak pasti dari tahun 1997-2004, maka peneliti membagi 2 kondisi perekonomian yaitu perekonomian periode krisis ekonomi *high uncertainty* (1997-2000) dan perekonomian *low uncertainty* (2001-2004) untuk diteliti lebih lanjut yang dikaitkan dengan pengambilan keputusan pendanaan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia.

Hahm dan Miskin (2000) menunjukkan bahwa kondisi perekonomian pada periode krisis *high uncertainty* dan *low uncertainty* berkaitan pula dengan adanya perbedaan informasi mengenai peluang investasi yang tidak menentu dari para *outside shareholder* (*asymmetric information*). Kondisi *high uncertainty* cenderung memiliki *high asymmetric information* demikian juga kondisi *low uncertainty* cenderung memiliki *low asymmetric information*. Perbedaan asimetri informasi ini akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar (*leverage*).

Pecking order hypothesis (Myers, 1984) merupakan suatu bentuk pendanaan yang didasarkan pada asimetri informasi dimana para manajer lebih menyukai pendanaan dari sumber internal seperti laba perusahaan, penyusutan dan penjualan aktiva daripada menggunakan dana dari sumber eksternal yang berupa pinjaman (*leverage*) dan penjualan saham atau menerbitkan saham baru (*go public*). Perusahaan dengan tingkat asimetri informasi yang tinggi (*high asymmetric information*) akan lebih memilih pendanaan dari internal perusahaan sendiri dibandingkan pendanaan dari eksternal berupa utang (*low leverage*) dikarenakan informasi asimetri yang tinggi memiliki resiko kebangkrutan yang tinggi, demikian juga sebaliknya.

Beberapa penelitian mencoba mencari hubungan antara deviden, profitabilitas dan ukuran pertumbuhan perusahaan terhadap keputusan pendanaan (*leverage*) dalam hipotesis *pecking order*. Dimana hasil penelitian memberikan hasil yang berbeda. Penelitian Wibowo dan Erkaningrum (2002) menemukan adanya hubungan negatif antara deviden dengan *leverage*, hal ini juga ditemukan dalam penelitian Waluyo dan Ka'aro (2002) akan tetapi hasil penelitian tersebut tidak konsisten. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Adedeji (1998) yang menemukan adanya hubungan positif antara deviden dengan *leverage*. Terdapatnya hubungan negatif antara profitabilitas dengan *leverage* pada penelitian Waluyo dan Ka'aro (2002) dan penelitian Yanuarti dan Marciano (2005). Waluyo dan Ka'aro (2002) juga menemukan adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *leverage*.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Waluyo dan Ka'aro (2002) yaitu menguji *pecking order theory* pada kondisi dengan tingkat ketidakpastian rendah dan tinggi. Pada penelitian sebelumnya, ditemukan bahwa variabel-variabel bebas yang meliputi *dividend yield*, *return on asset*, *sales growth*, *total assets growth* dan *total capital to sales* memberikan hasil yang sesuai dengan prediksi *pecking order theory* tetapi sebagian hasil menunjukkan tidak konsisten.

Menurut Waluyo dan Ka'aro (2002) pengaruh kebijakan deviden terhadap keputusan pendanaan (*leverage*) terjadi konsisten hanya pada kondisi krisis ekonomi. Penelitian ini menduga bahwa ketidakkonsistenan hasil tersebut disebabkan oleh metodologi yang digunakan dalam hal ini pengujian regresi yang dilakukan setiap tahun untuk kondisi sebelum dan sesudah krisis. Perbaikan metode regresi yang digunakan dalam penelitian adalah mengganti metode OLS *cross-sectional* menjadi GLS dengan metode panel sehingga dapat menghilangkan efek heteroskedastisitas dan dapat diketahui bagaimana pengaruh dalam jangka panjangnya.

2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

2.1. *Pecking Order Theory*

Pecking order theory adalah teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan. Myers (1984) mengemukakan argumentasi mengenai adanya kecenderungan suatu perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan berdasarkan *pecking order theory*. Baskin (1989) mengemukakan bahwa dari hasil pengamatan menunjukkan bahwa *pecking order theory* nampak bisa menggambarkan praktek perusahaan. Myers (1984) yang menyatakan bahwa manajer lebih memilih tingkat pembelanjaan modal yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham saat ini, tanpa memperhatikan kepemilikan manajer tersebut atas saham perusahaan. Manajer cenderung untuk membuat keputusan pendanaan modal atas dasar ketersediaan dana internal dan eksternal dengan alasan adanya *asymetris information* antara manajer tersebut dengan calon pemegang saham potensial.

Pecking order theory juga merupakan suatu teori yang didasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Hal ini dikemukakan oleh Myers (1984) dimana dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan membuat keputusan pendanaan dengan menerbitkan ekuitas.

2.2. Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap *Leverage*

Penelitian Waluyo dan Ka'aro (2002) menunjukkan dampak kebijakan deviden terhadap keputusan pendanaan lebih dapat dijelaskan pada kondisi yang bergejolak dibandingkan kondisi normal, hal ini konsisten dengan *pecking order theory* bahwa perubahan kebijakan deviden dilakukan secara relatif permanen. Hasil penelitian Wibowo dan Erkaningrum (2002) menemukan bahwa adanya hubungan negatif dan signifikan antara kebijakan deviden yang di proksi dengan *dividend payout* dengan *leverage* perusahaan. Hasil penelitian Adedeji (1998) menemukan adanya hubungan positif antara *dividend* dengan *leverage* perusahaan.

H₁: Diduga kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan (*leverage*).

2.3. Pengaruh Profitabilitas terhadap *Leverage*

Profitabilitas menunjukkan hubungan antara pendapatan dan biaya serta merupakan hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusan pendanaan (*leverage*). Menurut Brigham dan Gapeski (1997) semakin tinggi *profit* semakin rendah kebutuhan keuangan bila faktor lainnya konstan. Tingkat keuntungan yang tinggi dari investasi menggunakan utang secara relatif lebih sedikit dimana faktor yang lain dianggap konstan. Tingkah laku dari profitabilitas ini merupakan konsisten dengan teori informasi asimetri dan secara kenyataan juga memiliki alasan yang sama dengan profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan membiayai pendanaan yang ada dengan menggunakan keuntungan yang diperoleh dari penjualan. Menurut Smart, Megginson, Gitman (2004: 464) seperti telah diprediksi oleh *pecking order* semakin tinggi profitabilitas maka penggunaan utang akan semakin rendah, dan sebaliknya.

Hal ini menyatakan bahwa hubungan profitabilitas dengan keputusan pendanaan melalui utang berhubungan negatif, dikarenakan besarnya profitabilitas akan menyebabkan keputusan pendanaan dari internal. Keseluruhan Penelitian yang dilakukan oleh Baskin (1989), Waluyo dan Ka'aro (2002), Wibowo dan Erkaningrum (2002) menyatakan adanya hubungan negatif antara profitabilitas dengan keputusan pendanaan dimana sesuai dengan *pecking order theory*.

H₂: Diduga *return on assets* berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan (*leverage*).

2.4. Pengaruh Pertumbuhan Ukuran Perusahaan terhadap *Leverage*

Dickerson et al. (1996) menyatakan bahwa pendanaan eksternal dan pertumbuhan penjualan saling berkaitan. Semakin tinggi pertumbuhan penjualan, semakin besar pendanaan eksternal. Pendapat ini menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan perusahaan akan diikuti dengan meningkatnya keputusan pendanaan yang besar pula, menandakan adanya hubungan positif antara pertumbuhan penjualan dengan penggunaan *leverage*. Peningkatan penjualan merupakan suatu indikator dimana harus didukung dengan peningkatan aktiva. Kemampuan aktiva untuk mengcover penjualan menyebabkan menurunnya penggunaan dana dari luar berupa *leverage*. Hal ini menyatakan adanya hubungan negatif antara pertumbuhan total aktiva dengan penggunaan *leverage*.

Studi empiris Waluyo dan Ka'aro (2002) menemukan *sales growth* dan *total asset growth* berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan. Demikian juga penelitian yang dilakukan oleh Wibowo dan Erkaningrum (2002) menemukan hubungan positif antara *size growth* perusahaan dengan *financial leverage*.

H₃: Diduga *sales growth* berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan (*leverage*).

H₄: Diduga *total assets growth* berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan (*leverage*).

2.5. Pengaruh *Capital Intensity* terhadap *Leverage*

Brigham dan Gapeski (1997) menyatakan jika intensitas modal rendah, maka penjualan akan tumbuh lebih cepat tanpa menggunakan modal eksternal. Namun, bila perusahaan adalah modal intensif, maka pertumbuhan *output* yang rendah membutuhkan pendanaan eksternal yang tinggi. Pernyataan ini dimaksudkan jika perusahaan mempunyai rasio *capital intensity* yang rendah, maka bila penjualan bertumbuh dengan cepat, perusahaan tersebut tidak memerlukan dana dari luar. Sedangkan bila *capital intensity* tinggi sedang pertumbuhan penjualan lambat, maka perusahaan tersebut akan dapat mempunyai rasio *capital intensity* yang tinggi dikarenakan perusahaan tersebut banyak melakukan kegiatan yang banyak membutuhkan investasi dana yang besar, bisa berupa aset ataupun perlengkapan perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa *capital intensity* dengan keputusan pendanaan mempunyai hubungan korelasi yang positif atau searah, bila rasio *capital intensity* tinggi maka keputusan pendanaan melalui *leverage* juga tinggi.

H₅: Diduga *capital intensity* berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan (*leverage*).

2.6. Pengaruh *Asymmetry Information* terhadap *Leverage*

Hahm dan Miskin (2000) menyatakan bahwa krisis keuangan disebabkan oleh masalah informasi asimetri sehingga menimbulkan *adverse selection* dan *moral hazard* sehingga pasar keuangan tidak menyalurkan dana kepada investasi yang produktif. Kondisi perekonomian juga mempengaruhi informasi asimetri, pada periode krisis (*high uncertainty* dan *low uncertainty*) adanya perbedaan informasi mengenai peluang investasi yang tidak menentu dari para *outside shareholder* (*asymmetry information*). Kondisi *high uncertainty* cenderung memiliki *high asymmetric information* demikian juga kondisi *low uncertainty* cenderung memiliki *low asymmetric information*. Perbedaan asimetri informasi ini akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar (*leverage*).

H₆: Diduga *asymmetry information* berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (*leverage*).

3. Metode Penelitian

3.1. Data dan Sampel

Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 115 perusahaan manufaktur yang terdiri dari 20 sektor bagian manufaktur dengan jangka waktu keseluruhan 4 tahun untuk kondisi *high uncertainty* (1997-2000) dan 4 tahun untuk kondisi *low uncertainty* (2001-2004).

3.2. Definisi Operasional

Definisi operasional variabel-variabel pada penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a) *Leverage* (Lev_{it}) perusahaan yang mencerminkan kebijakan manajemen dalam menentukan proporsi sumber pendanaan melalui utang sebagai *leverage* (sebagai variabel dependen).
- b) Kebijakan deviden (DY_{it}) merupakan pembayaran yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam bentuk tunai yang merupakan bagian dari hasil investasi saham. Kebijakan deviden yang digunakan sebagai variabel bebas, diproksi dari *dividend yield* yang diperoleh dengan deviden tunai yang dibayarkan dari perusahaan manufaktur pada tahun t yang dibandingkan dengan harga saham perusahaan tersebut pada tahun $t-1$.
- c) Profitabilitas (ROA_{it}) merupakan penilaian terhadap pendapatan, aset dan *equity* perusahaan-perusahaan manufaktur. Profitabilitas perusahaan diproksi dari *return on assets* (ROA_{it}).
- d) Pertumbuhan perusahaan diproksi dari pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan total aktiva, yaitu:
- 1) Rasio pertumbuhan penjualan (SG_{it}) adalah besarnya kenaikan atau penurunan dari penjualan perusahaan pada tahun tersebut yang diperoleh dari total penjualan perusahaan tahun t dikurangi dengan penjualan tahun $t-1$ dibandingkan dengan total penjualan tahun $t-1$.
 - 2) Rasio pertumbuhan total aktiva (TAG_{it}) adalah besarnya total aset perusahaan tahun tersebut dibandingkan tahun sebelumnya yang diperoleh dari total aktiva tahun t dikurangi total aktiva tahun $t-1$ dibagi dengan total aktiva tahun $t-1$.
 - 3) Rasio intensitas modal (CI_{it}) merupakan sejumlah aset yang dibutuhkan perusahaan untuk mendukung pertumbuhan penjualan perusahaan (*sales growth*) yang diperoleh dari total aktiva perusahaan i pada tahun t dibandingkan besarnya penjualan perusahaan i pada tahun t .
 - 4) *Dummy* ($Dummy_{it}$), variabel *dummy* adalah variabel yang hanya mempunyai 2 nilai, yaitu 0 (nol) dan 1 (satu). Nilai 0 (nol) akan diberikan untuk tahun observasi *low uncertainty* (2001-2004) dan nilai 1 (satu) akan diberikan untuk tahun observasi *high uncertainty* (1997-2000). Nilai 0 (nol) dan 1 (satu) yang diberikan tersebut dapat digunakan seperti variabel kuantitatif lainnya.

3.3. Pengujian Hipotesis

Model pengolahan regresi linier panel (*pooling*) merupakan suatu model analisis dengan kombinasi antara data runtut waktu (*time series*) dengan data silang industri (*cross sectional*), dengan metode *General Least Square* (GLS). GLS sudah melakukan pengujian terhadap heterokedastisitas, sehingga tidak perlu dilakukan lagi pengujian asumsi klasik untuk heterokedastisitas. Secara sendirinya hasil pengolahan akan bebas dari heterokedastisitas. Model analisis regresi linear data panel (*pooling*):

- a) Kedua kondisi *high uncertainty* dan *low uncertainty* secara empiris dirumuskan sebagai berikut:

$$Lev = \sigma_0 + \sigma_1 DY_{it} + \sigma_2 ROA_{it} + \sigma_3 SG_{it} + \sigma_4 TAG_{it} + \sigma_5 CI_{it} + u_{it}$$

- b) Keseluruhan tahun observasi secara empiris dirumuskan sebagai berikut:

$$Lev = \gamma_0 + \gamma_1 DY_{it} + \gamma_2 ROA_{it} + \gamma_3 SG_{it} + \gamma_4 TAG_{it} + \gamma_5 CI_{it} + \gamma_6 Dummy + u_{it}$$

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Uji Regresi *High Uncertainty* (1997-2000)

Perhitungan pengujian hipotesis secara parsial terhadap variabel *dividend yield* bersifat negatif dengan *leverage*. Hal ini menunjukkan jika pembayaran deviden naik maka penggunaan utang untuk membiayai pembayaran deviden semakin menurun dikarenakan perusahaan akan menggunakan keuntungan dari penjualan untuk membiayai deviden tersebut. Hasil pengolahan data selengkapnya pada Tabel 1.

Tabel 1. Hasil Uji Regresi *High Uncertainty*

Variabel	Koefisien Regresi	t-stat
Konstanta	0,882292	41,43550 ***
DY	-0,014450	-6,623966 ***
ROA	-1,170703	-12,07956 ***
SG	0,117527	8,008185 ***
TAG	-0,137878	-6,034740 ***
CI	0,000883	0,130103
<i>Adjusted R</i> ²	0,899446	

Keterangan: *** signifikan pada $\alpha = 1\%$

Demikian juga sebaliknya. Hubungan yang negatif ini bertentangan dengan teori yang telah dikemukakan, yang menyatakan adanya hubungan positif antara kebijakan deviden dengan keputusan pendanaan (*leverage*). Hubungan yang negatif dapat dijelaskan dengan *agency theory* atau *signalling theory* yaitu deviden menurun akan menaikkan *cash flow* dan *earnings* perusahaan, banyaknya *cash flow* akan dimanfaatkan oleh manager untuk kepentingan sendiri sehingga keputusan pendanaan (*leverage*) semakin meningkat. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Waluyo dan Ka'aro (2002) pada kondisi krisis *high uncertainty* dan penelitian Wibowo dan Erkaningrum (2002) yang menyatakan *dividend yield* yang bernilai negatif terhadap *leverage* menyatakan konsisten pada prediksi *signalling theory* bahwa deviden negatif merupakan *bad news* dan prediksi *pecking order theory* bahwa perubahan deviden yang bersifat *sticky* membawa implikasi yang relatif tetap pada tahun selanjutnya.

Pengaruh *return on assets* bersifat negatif dengan *leverage*. Hal ini menunjukkan jika perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tidak akan menggunakan utang sehingga peminjaman utang menurun, demikian juga sebaliknya. Hasil ini sesuai dengan prediksi teori *pecking order*, dimana perusahaan akan menggunakan terlebih dahulu dana internal untuk membiayai kebutuhan investasinya. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Baskin (1989), Waluyo dan Ka'aro (2002), Wibowo dan Erkaningrum (2002) menyatakan adanya hubungan negatif antara profitabilitas dengan keputusan pendanaan dimana sesuai dengan *pecking order theory*.

Adanya hubungan positif antara *sales growth* dengan keputusan pendanaan (*leverage*) pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 1997-2000. Pengaruh *sales growth* yang bersifat positif menunjukkan jika perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang

tinggi akan disertai dengan pinjaman utang yang tinggi pula, demikian juga sebaliknya. Hasil penelitian sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Waluyo dan Ka'aro (2002) dimana adanya hubungan positif antara *Sales Growth* dengan keputusan pendanaan (*leverage*) yang menyatakan dampak positif *Sales Growth* terhadap *leverage* mengindikasikan bahwa dibutuhkan lebih banyak utang untuk mendorong penjualan, ini juga memungkinkan karena kebutuhan sumber internal masih belum mencukupi sehingga penggunaan utang diperlukan untuk perluasan area penjualan perusahaan. Pengaruh *total assets growth* yang bersifat negatif menunjukkan jika perusahaan dengan tingkat pertumbuhan *assets* yang tinggi mampu untuk meng-cover penjualan sehingga pinjaman utang dari luar akan semakin rendah, dikarenakan kebutuhan dana yang masih dapat di cover dengan aset perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order*. Hasil penelitian konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Waluyo dan Ka'aro (2002) menyatakan adanya hubungan negatif antara *Total Asset Growth* dengan keputusan pendanaan yang menyatakan dampak negatif *Total Asset Growth* terhadap *leverage* mengindikasikan bahwa peningkatan pertumbuhan *total assets* lebih banyak didanai oleh sumber internal.

Intensitas modal bersifat positif dengan *leverage*. Hal ini menunjukkan jika perusahaan intensitas modal yang tinggi akan didukung dengan pinjaman utang yang tinggi dikarenakan pada umumnya dana internal perusahaan tidak mampu mencukupi peningkatan modal. Hasil penelitian tidak sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Waluyo dan Ka'aro (2002) yang menyatakan adanya hubungan negatif antara *Capital Intensity* dengan keputusan pendanaan pada kondisi krisis tahun 1997.

4.2. Uji Regresi *Low Uncertainty* (2001-2004)

Pengaruh *dividend yield* bersifat negatif dengan *leverage*. Hal ini menunjukkan jika pembayaran deviden naik maka penggunaan utang untuk membiayai pembayaran deviden semakin menurun dikarenakan perusahaan akan menggunakan keuntungan dari penjualan untuk membiayai deviden tersebut. Hasil pengolahan data selengkapnya pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Uji Regresi *Low Uncertainty*

Variabel	Koefisien Regresi	t-stat	
Konstanta	0,806807	29,86681	***
DY	-0,013212	-4,630570	***
ROA	-1,564855	-12,00654	***
SG	0,046551	0,940010	
TAG	-0,275344	-4,432332	***
CI	0,051492	3,509632	***
<i>Adjusted R</i> ²	0,829716		

Keterangan: *** signifikan pada $\alpha = 1\%$

Hubungan negatif ini berbeda dengan teori yang telah dikemukakan, yang menyatakan adanya hubungan positif. Akan tetapi hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Waluyo dan Ka'aro (2002)

pada kondisi perekonomian stabil (normal) dan penelitian Wibowo dan Erkaningrum (2002) yang menunjukkan hubungan negatif dan signifikan antara kebijakan deviden yang di proksi dengan *dividend yield* dengan *leverage* perusahaan.

Pengaruh *return on assets* bersifat negatif dengan *leverage*. Hal ini menunjukkan jika perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tidak akan menggunakan utang sehingga peminjaman utang menurun, demikian juga sebaliknya jika perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang rendah akan menggunakan utang untuk menjalankan perusahaannya. Hasil ini sesuai dengan prediksi teori *pecking order*, dimana perusahaan akan menggunakan terlebih dahulu dana internal untuk membiayai kebutuhan investasinya. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Baskin (1989), Waluyo dan Ka'aro (2002), Wibowo dan Erkaningrum (2002) menyatakan adanya hubungan negatif antara profitabilitas dengan keputusan pendanaan pada kondisi normal, dimana sesuai dengan *pecking order theory*.

Adanya hubungan positif antara *sales growth* dengan keputusan pendanaan (*leverage*) pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 2001-2004, namun hasilnya tidak signifikan dikarenakan pertumbuhan penjualan perusahaan bukan didukung dengan bantuan utang melainkan dipengaruhi oleh faktor lainnya seperti kondisi perekonomian yang semakin membaik. Hubungan yang positif juga ditemukan oleh Waluyo dan Ka'aro (2002) dimana adanya hubungan positif antara *Sales Growth* dengan keputusan pendanaan (*leverage*).

Pengaruh *total assets growth* yang bersifat negatif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan (*leverage*) pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 2001-2004. Menunjukkan jika suatu perusahaan dengan tingkat penjualan yang menurun, dimana aset perusahaan yang tinggi akan menyebabkan perusahaan akan mendukung pertumbuhan penjualan, sehingga keputusan pendanaan (*leverage*) akan menurun. Demikian pula sebaliknya jika aset perusahaan rendah untuk mendukung penjualan maka diperlukan keputusan pendanaan (*leverage*) yang tinggi. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order*. Hasil penelitian konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Waluyo dan Ka'aro (2002) menyatakan adanya hubungan negatif antara *Total Asset Growth* dengan keputusan pendanaan pada kondisi normal.

Intensitas modal bersifat positif dengan *leverage*. Hal ini menunjukkan jika perusahaan intensitas modal yang tinggi, dengan mana jumlah aktiva tidak mampu untuk meng-*cover* penjualan maka kebutuhan dana untuk modal perusahaan didukung dengan keputusan pendanaan (*leverage*) yang tinggi. Hasil penelitian konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Waluyo dan Ka'aro (2002) menyatakan adanya hubungan positif antara *Capital Intensity* dengan keputusan pendanaan pada kondisi ekonomi normal.

4.3. Uji Regresi Sampel Keseluruhan (1997-2004)

Dividend yield secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan pendanaan (*leverage*) pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 1997-2004. Pengaruh *dividend yield*

bersifat negatif dengan *leverage*. Hal ini menunjukkan jika pembayaran deviden naik maka penggunaan utang untuk membiayai pembayaran deviden semakin menurun demikian juga sebaliknya. Hubungan yang negatif ini bertentangan dengan teori yang telah dikemukakan, yang menyatakan adanya hubungan positif antara kebijakan deviden dengan keputusan pendanaan (*leverage*). Hubungan negatif dapat dijelaskan dikarenakan sifat dari deviden yang *sticky*. *Dividend yield* berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan (*leverage*) konsisten dengan prediksi *signalling theory* bahwa deviden negatif merupakan *bad news* dan prediksi *pecking order theory* bahwa perubahan deviden yang bersifat *sticky* membawa implikasi yang relatif tetap pada periode selanjutnya. Hasil pengolahan data selengkapnya pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Regresi High dan Low Uncertainty

Variabel	Koefisien Regresi	t-stat	
Konstanta	0,809956	45,33969	***
DY	-0,013391	-5,719546	***
ROA	-1,316982	-14,85623	
SG	0,104727	5,450217	***
TAG	-0,159328	-5,852498	***
CI	0,018274	2,416566	**
DUMMY	0,067129	4,287509	***
<i>Adjusted R</i> ²	0,899446		

Keterangan: *** signifikan pada $\alpha = 1\%$, ** signifikan pada $\alpha = 5\%$

Pengaruh *return on assets* bersifat negatif dengan *leverage*. Hal ini menunjukkan jika perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tidak akan menggunakan utang sehingga peminjaman utang menurun, demikian juga sebaliknya jika perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang rendah akan menggunakan utang untuk menjalankan perusahaannya. Hasil ini sesuai dengan prediksi teori *pecking order*, dimana perusahaan akan menggunakan terlebih dahulu dana internal untuk membiayai kebutuhan operasional dan investasinya. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Baskin (1989), Waluyo dan Ka'aro (2002), Wibowo dan Erkaningrum (2002) menyatakan adanya hubungan negatif antara Profitabilitas dengan keputusan pendanaan pada kondisi krisis dan kondisi normal, dimana sesuai dengan *pecking order theory*.

Hubungan positif antara *sales growth* dengan keputusan pendanaan (*leverage*) pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 1997-2004. Adanya hubungan positif antara pertumbuhan penjualan dengan keputusan pendanaan mendukung hipotesis yaitu penjualan perusahaan akan diikuti dengan meningkatnya keputusan pendanaan yang besar pula. Hubungan yang positif juga ditemukan oleh Waluyo dan Ka'aro (2002) dimana adanya hubungan positif antara *Sales Growth* dengan keputusan pendanaan (*leverage*).

Pengaruh *total assets growth* yang bersifat negatif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan (*leverage*) pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 1997-2004. Menunjukkan jika suatu perusahaan dengan tingkat penjualan yang menurun, dimana aset perusahaan

yang tinggi akan menyebabkan perusahaan akan mendukung pertumbuhan penjualan, sehingga keputusan pendanaan (*leverage*) akan menurun. Demikian pula sebaliknya jika aset perusahaan rendah untuk mendukung penjualan maka diperlukan keputusan pendanaan (*leverage*) yang tinggi. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order*. Hasil penelitian konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Waluyo dan Ka'aro (2002) menyatakan adanya hubungan negatif antara *Total Asset Growth* dengan keputusan pendanaan.

Intensitas modal bersifat positif dengan *leverage*. Hal ini menunjukkan jika perusahaan intensitas modal yang tinggi, dimana jumlah aktiva tidak mampu untuk meng-*cover* penjualan maka kebutuhan dana untuk modal perusahaan didukung dengan keputusan pendanaan (*leverage*) yang tinggi. Hasil penelitian ini mendukung teori yang telah dikemukakan. Nilai positif pada t-statistik menunjukkan perbedaan penggunaan *leverage* pada 2 kondisi bersifat positif (searah). Jika pada kondisi *high uncertainty* dengan *high risk* maka penggunaan *leverage* lebih tinggi sedangkan jika kondisi *low uncertainty* maka perusahaan akan menggunakan tingkat *leverage* lebih rendah. Penggunaan *leverage* yang lebih tinggi yang dilakukan oleh manager cenderung menggeser resiko dari *shareholder* ke *debtholder*. Pergeseran resiko disertai dengan pemindahan kemakmuran/kekayaan yang dimiliki *debtholder* ke *shareholder*, yang disebut juga dengan *transfer wealth theory*.

4.4. Kesimpulan dan Saran

Keputusan pendanaan (*leverage*) suatu perusahaan dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal perusahaan. Faktor internal seperti kebijakan perusahaan, tingkat keuntungan perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan modal yang tersedia. Sedangkan faktor eksternal dipengaruhi dari besarnya resiko yang dihadapi perusahaan dengan kondisi perekonomian yang tidak stabil atau tidak dapat diprediksi, seperti halnya pada kondisi krisis ekonomi dengan *high uncertainty* manager akan mengambil keputusan pendanaan (*leverage*) lebih tinggi dibandingkan kondisi *low uncertainty*.

Bagi penelitian selanjutnya, disarankan agar memasukkan faktor-faktor lainnya seperti struktur *asset*, tingkat penerimaan, besarnya investasi, pembelanjaan modal, *size* perusahaan dan kondisi pasar diluar perusahaan. Serta mempertimbangkan adanya *agency problem* pada keputusan pendanaan (*leverage*) perusahaan.

Daftar Pustaka

- Adedeji, A., 1998, Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firms In The UK?, *Journal of Business Finance dan Accounting*.
- Baskin, J., 1989, *An Empirical Investigation Of The Pecking Order Hypotheses*, Financial Management.
- Brigham, F.L. Eugene, C. Gapenski, 1997-1999, *Intermediate Financial Management* 5th ed, The Dyden Press, Harcourt Brace College Publishers.

- Dickerson, B., B.J. Campsey, F.B. Eugene, 1996, *Introduction to Financial Management* 4th ed, The Dryden Press.
- Gitman, 2003, *Foundation of managerial's Finance* 7th ed, Harpes Collins College Publisher.
- Hahm dan Mishkin, 2000, *The Korean Financial Crisis: an Asymmetric Information Perspective*, Emerging markets Review.
- Myers, S.C., 1984, The Capital Structure Puzzle I, *Journal of Finance*, 575-592.
- Smart, S.M., G.L. William., 2004, *Corporate Finance*, Thomsom South-Westren, United States of America.
- Waluyo dan Ka'aro, 2002, Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen Serta Leverage terhadap Keputusan Pendanaan, *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi* 2.
- Wibowo dan Erkaningrum, 2002, Studi Keterkaitan Antara Dividend Payut Ratio, Financial Leverage Dan Investasi Dalam Pengujian Pecking Order, *Simposium Nasional Keuangan in memoriam Prof.Dr. Bambang Riyanto*.
- Yanuarti dan Marciano., 2005, *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan publik di Indonesia*, Prasetya Mulya Business School Conference.