

PENGARUH PRAKTEK *PECKING ORDER THEORY* TERHADAP LABA PERUSAHAAN SEKTOR MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Sugiyanto

Fakultas Ekonomi Universitas Esa Unggul Jakarta
Jln. Arjuna Utara Tol Tomang-Kebon Jeruk Jakarta
sugiyanto@esaunggul.ac.id

Abstract

The ultimate aim of the research is to build the model detection technique asset growth effect on firm value. This model can detect the info whether a combination of debt and equity on the liabilities side which reflects the joint funding between the lender (creditor) and shareholder (stockholder) has been a symbiotic mutualism or symbiosis parasitism. While the purpose of the research is proving the existence of the implementation decisions within the framework of debt-based financing asset. The research design is causal-explanatory. Methods of data collection Secondary form of data types. Cross section dimension is time. The method of selecting of the sample using purposive sampling technique. Data using multiple regression analysis which produces a model as a representation of the theory. The findings of the study will be able to reveal, first, the detection of synergy effects growth models based asset debt financing. Second, the factors that affect leverage. Third, there is evidence of the implementation of the debt-based financing. Fourth, detection effects of assets growth to the value of the company. The findings are expected to be technical aids are more effective and practical in financial decision making. The results of the data analysis showed that ,the first all manufacturing company in Indonesia Stock Exchange practises Pecking order theory, Second the reason of companies do POT is the increase of ratio of fixed asset over the total asset (the growth of fixed assets) and the third, the debt-based financing undertaken by the company is more profitable for shareholders

Keywords: *leverage, profitabilitas, activity*

Pendahuluan

Secara faktual dalam perkembangannya setiap perusahaan memerlukan penambahan asset untuk memutakhirkan operasi produksi yang dimilikinya dalam rangka melayani pasar yang semakin unik. Untuk itu semua diperlukan dana yang cukup dalam rangka pembiayaan penambahan asset supayasecara keseluruhan kinerja perusahaan dapat meningkat baik ditinjau secara kualitas maupun kuantitas. Oleh karena itu efektifitas dan efisiensi adalah kunci sukses, merupakan keharusan dan

kebutuhan setiap bisnis dalam setiap fase gelombang konjunktur ekonomi.

Pada perusahaan-perusahaan go publik, transparansi informasi tentang kondisi perusahaan menjadi sebuah keharusan. Kinerja perusahaan disorot dari semua aspek oleh masyarakat yang semakin cerdas dan terbuka. Pertumbuhan nilai riil perusahaan tidak lagi dapat ditinjau dari pertumbuhan pasar, nilai asset atau bahkan laba yang dapat dicapai. Mereka sadar sepenuhnya bahwa pertumbuhan pasar, asset dan laba adalah penting, tapi jauh lebih penting lagi adalah apakah nilai

perusahaan yang dicerminkan oleh nilai ekuitas dalam arti produktivitas dan perkembangannya jika ditinjau secara fundamental dapat meningkat.

Permasalahan penelitian

Menurut data pasar modal BEI sampai dengan tahun 2011 terdapat sekitar 404 perusahaan sebagai emiten sekuritas yang tercatat. Mereka dikelompokkan ke dalam 9 sektor usaha. Dari data informasi publikasi muncul pertanyaan dalam masyarakat terutama dari para investor yaitu:

- a. Apakah *financing deficit* akibat pertumbuhan nilai asset didanai dengan hutang ?.
- b. Faktor factor fundamental keuangan apa saja yang mempengaruhi tingkat leverage perusahaan?.
- c. Apakah pertumbuhan asset dengan menggunakan pembiayaan hutang menimbulkan sinergi bagi perusahaan sehingga terjadi simbioses mutualisme ?

Dari fakta fakta yang ada di atas maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut.

- a. Apakah perusahaan melakukan POT untuk memenuhi kebutuhan dananya.
- b. Faktor apa saja yang mempengaruhi kebijakan leverage di perusahaan manufaktur di Burs Efek Indonesia.
- c. Apakah kebijakan leverage mempunyai efek sinergi bagi kreditor dan pemegang saham.

Tujuan Penelitian

Dari permasalahan yang di kemukakan di atas, tujuan yang akan di capai dalam penelitian ini adalah:

- a. Untuk mengetahui apakah perusahaan sector manufaktur di bursa efek Jakarta menggunakan *Pecking Order*

Theory (POT) untuk memenuhi kebutuhan dana.

- b. Untuk mengetahui faktor apa saja yang mempengaruhi leveragedi perusahaan manufaktur di bursa efek Indonesia.
- c. Untuk mengetahui apakah kebijakan leverage yang dilakukan oleh perusahaan mempunyai efek sinergi (menguntungkan kedua belah pihak) bagi kreditor dan pemegang saham.

Metode penelitian

Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kausal komparatif, yaitu penelitian dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab-akibat antara dua variabel atau lebih (Indriantoro, 2002:65).

Obyek Penelitian

Obyek penelitian ini adalah Emiten disektor manufaktur pada Bursa Efek Indonesia, Jakarta, 2009-2010.

Populasi dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan semua perusahaan manufaktur di BEI, yang dikelompokkan dalam 6 sektor. Sampel dipilih dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar tahun 2009-2010, memiliki tahun buku yang berakhir pada 31 Desember.
2. Perusahaan mengalami peningkatan total asset.

Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan dengan cara dokumentasi data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur.

Sumber Data

Data yang digunakan adalah data sekunder berupa informasi laporan

keuangan publikasi perusahaan Bursa Efek Indonesia.

sedangkan variabel dependen, yaitu perubahan utang atau *delta total debt (dTD)*.

Definisi Operasional Variabel

Variabel dalam penelitian adalah variabel independen, yaitu *Tangibility of Assets (FATA ratio)*, *Market to Book Ratio (MTB)*, *Firm Size (Ln Assets)*, *Profitability (Return on Assets/ROA)*, dan *Financing Deficit (Def)*, *Sales Growth*; sedangkan variabel dependen, yaitu *Leverage*. Variabel untuk pengujian pengaruh terhadap perubahan utang, adalah variabel independen, yaitu *Financing Deficit (Def)*;

Variabel untuk pengujian pengaruh terhadap ROE, ROA dan BVE adalah variabel independen, yaitu *leverage*; Dummy 1= ada pendanaan utang (MPO); Dummy 0= tidak ada pendanaan utang (non MPO) dalam *leverage*; sedangkan variabel dependen, yaitu *Return On Equity (ROE)*, *Return on Aset (ROA)*, dan *Book Value of Equity (BVE)*.

Definisi operasional variabel dalam penelitian ini dijabarkan sebagai berikut:

Variabel	Definisi operasional
<i>Financing Defisit</i>	Mengukur kekurangan dana untuk ekspansi perusahaan setelah ditopang oleh dana dari dalam perusahaan (<i>internal financing</i>).
<i>Struktur Finansial (Leverage)</i>	Mengukur seberapa besar asset ditopang dengan dana dari luar (<i>external financing</i>) perusahaan yang berupa utang
<i>Struktur Aktiva (Tangible Asset)</i>	Mengukur seberapa besar porsi Nilai <i>Fixed Asset</i> dalam Asset perusahaan
<i>Size of Firm</i>	Mengukur besar nilai asset perusahaan
<i>Net Debt Issued</i>	Mengukur tambahan utang dalam menopang pertumbuhan asset
<i>Return on Asset</i>	Mengukur seberapa besar laba operasi (EBIT) yang dapat dicapai dari semua asset perusahaan yang dioperasikan
<i>Growth Market</i>	Mengukur seberapa besar pertumbuhan penjualan perusahaan
<i>Market to Book Value</i>	Mengukur seberapa besar pasar menghargai nilai buku per lembar saham dibandingkan dengan nilai buku per saham
<i>Return On Equity</i>	Mengukur seberapa besar laba bersih (EAT) yang dapat dicapai dari total ekuitas perusahaan
<i>Book value Equity</i>	Mengukur nilai buku ekuitas perusahaan
<i>Dummy</i>	Mengukur ada atau tidak penerapan POT dalam Leverage

Analisis Data

Metode Analisis Regresi

Untuk menguji pengaruh *financing deficit* terhadap perubahan utang digunakan :

$$\text{Model 1a : } NDI_i = \alpha_0 + \alpha_1 Def_i + \epsilon_i$$

Untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi *leverage* digunakan :

$$\text{Model 1b : } Lev_i = \beta_0 + \beta_1 FATA_i + \beta_2 MTB_i + \beta_3 LnAsset_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 SG_i + \epsilon_i$$

$$\text{Model 1c : } Lev_i = \beta_0 + \beta_1 FATA_i + \beta_2 MTB_i + \beta_3 LnAsset_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 SG_i + \beta_6 Def_i + \epsilon_i$$

Model regresi untuk menguji pengaruh *leverage* dan MPO terhadap ROA digunakan :

$$\text{Model 2a : } ROA_i = \gamma_0 + \gamma_1 Lev_{it} + \gamma_2 Dummy_i + \epsilon_i$$

Model regresi untuk menguji pengaruh *leverage* dan MPO terhadap ROE digunakan :

Model 2b : $ROE_i = \gamma_0 + \gamma_1 Lev_i + \gamma_2 Dummy_i + \epsilon_i$

Di mana :

Simbol	Keterangan	Formula
Lev_i	: leverage atau porsi Total Debt (TD) dalam Total Asset(TA) perusahaan i pada tahun t	TD/TA
$FATA_i$: fixed asset (FA) to total asset (TA) ratio perusahaan i pada tahun t	FA/TA
MTB_i	: market to book ratio atau perbandingan Price Market (P) dengan Book Value (BV) saham perusahaan i pada tahun t	P/BV
$Ln Asset_i$: size of firm yang diukur dengan logaritma natural Asset perusahaan i pada tahun t	Ln TA
ROA_i	: return on assets atau produktivitas Total Asset (TA) yang dicerminkan oleh Earning Before Interest&Taxes (EBIT) perusahaan i pada tahun t	EBIT/TA
ROA_i	: return on assets perusahaan i pada tahun t	EBIT/TA
ROE_i	: return on equity atau produktivitas total equity (TE) yang dicerminkan oleh earning after taxes (EAT) perusahaan i pada tahun t	EAT/TA
SG_i	: Sales Growth perusahaan i pada tahun t	$S(t+1)-S(t)/S_t$
Def_i	: financing Deficit atau selisih antara perubahan total asset (TA) dengan perubahan Retained Earning (RE) perusahaan i pada tahun t	$dTA-dRE$
<i>Dummy 1</i>	: ada penerapan Pecking Order Theory (POT) pada leverage	D=1
<i>Dummy 0</i>	: tidak ada penerapan POT pada leverage	D=0
$\alpha, \beta, \gamma, \delta$: koefisien regresi	
ϵ_{it}	: variabel pengganggu	

Untuk membuktikan ada atau tidak penerapan MPO, digunakan uji kefisien regresi (α) deficit financing pada model 1 dan koefisien determinasi (R^2) pada model 1b dan 1c. Kriteria yang digunakan adalah jika α ternyata positif signifikan dan R^2 model 1b lebih kecil R^2 model 1c, maka terdapat penerapan MPO. Untuk membuktikan ada atau tidak dampak positif dari penerapan MPO pada leverage terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan, digunakan uji kefisien regresi (γ) leverage dan *Dummy* pada model 2a dan 2b. Kriteria yang digunakan adalah jika γ ternyata positif dan signifikan, maka secara simultan terdapat simbiosis mutualisme antara kreditur dan pemilik saham.

Untuk membuktikan ada atau tidak dampak positif dari penerapan MPO pada leverage terhadap nilai perusahaan,

digunakan uji kefisien regresi (δ) leverage dan *Dummy* pada model 2c. Kriteria yang digunakan adalah jika δ ternyata positif dan signifikan, maka secara eksplisit dapat dikatakan terdapat efek positif yang signifikan dalam penambahan asset dengan menggunakan utang dalam meningkatkan nilai perusahaan (*value of firm*).

Uji Hipotesis

Uji F, yaitu uji pengaruh secara bersama-sama (uji model) variabel independen terhadap variabel dependen. Untuk mencari besarnya F hitung yaitu (Gujarati, 2005):

$$H_0 \text{ diterima jika } F_{hitung} \leq F_{tabel}, (\alpha, (k-1), (n-k)) ;$$

$$H_0 \text{ ditolak jika } F_{hitung} > F_{tabel}, (\alpha, (k-1), (n-k))$$

Uji t, untuk menguji apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara masing-masing variabel independen (*FATA*, *MTB*, *Ln Asset*, *ROA*, *SG* dan *Def*) terhadap variabel dependen (*leverage*) digunakan pengujian secara parsial atau pengujian terhadap koefisien regresi secara individual dengan rumus (Gujarati, 2005):

Menentukan kriteria pengujian :

H_0 diterima jika $-t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$, atau $sig > \alpha$

H_0 ditolak jika $-t_{hitung} < t_{tabel}$, atau $t_{hitung} > t_{tabel}$

Analisis Penerapan Model Pecking Order (MPO).

Berdasarkan Seifert dan Gonenc (2007), dilakukan tahap-tahap berikut :

1) Regresi persamaan uji pengaruh terhadap *leverage*, tanpa memasukkan variabel *financing deficit*. Persamaan regresi menjadi sebagai berikut :

$$Lev_i = \beta_0 + \beta_1 FATA_i + \beta_2 MTB_i + \beta_3 Ln Asset_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 Def_i + \epsilon_i \dots (1)$$

Menurut Seifert dan Gonenc (2007), perusahaan sampel dikatakan

menerapkan *pecking order theory* jika pada persamaan tersebut koefisien *financing Deficit* (β_5) harus signifikan positif.

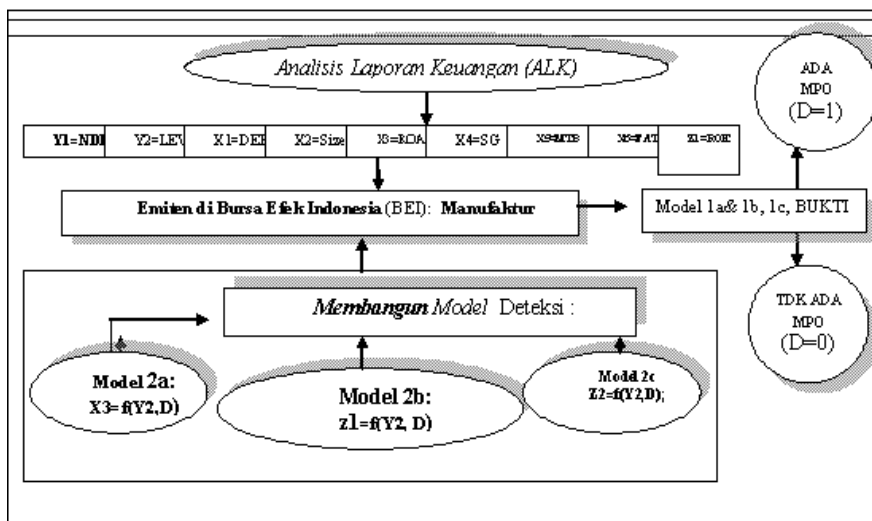
2) Regresi persamaan uji pengaruh terhadap *leverage*, dengan memasukkan variabel *financing deficit*. Persamaan regresi menjadi:

$$Lev_i = \beta_0 + \beta_1 FATA_{it} + \beta_2 MTB_{it} + \beta_3 Ln Asset_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 Def_i + \epsilon_i \dots (2)$$

Menurut Seifert dan Gonenc (2007), perusahaan sampel dikatakan menerapkan *pecking order theory* jika R^2 meningkat setelah penambahan variabel *financing Deficit* pada persamaan (2).

Model Penelitian

Model penelitian yang dibangun terdapat pada gambar 1 berikut ini. Tujuan akhir yaitu membentuk model deteksi efek pertumbuhan asset yang bersumber dari utang terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan.



Gambar 1 Model Penelitian

Struktur Modal/Finansial

Struktur finansial perusahaan tercermin dari seluruh komposisi pasiva perusahaan yang menggambarkan dari mana sumber dana diperoleh. Perbandingan seluruh utang dan seluruh modal atau perbandingan seluruh utang dari seluruh aktiva perusahaan atau sering dikenal dengan istilah *leverage*, ini adalah cermin dari kondisi solvabilitas perusahaan.

Struktur modal adalah pembelanjaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal perusahaan mencerminkan seberapa besar aset perusahaan dibiayai dengan utang. Beberapa teori mengenai struktur modal antara lain (Hapsari, 2007:45):

Agency Theory

Agency theory atau teori keagenan merupakan teori mengenai struktur kepemilikan perusahaan yang dikelola oleh manajer bukan pemilik (pemegang saham). Manajemen merupakan agen dari pemilik. Pemilik mendelegasikan wewenang kepada agen agar bertindak sesuai kepentingan pemilik. Namun tidak ada jaminan bahwa manajer akan selalu bertindak sesuai kepentingan pemilik.

Manajer dapat mengambil keputusan untuk memaksimalkan keuntungan bagi diri pribadi. Untuk mengatasinya, harus diberikan insentif bagi manajer dan pengawasan agar manajer melaksanakan tugasnya dengan baik. Kegiatan pengawasan tersebut menimbulkan *agency cost* yang merupakan biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajer bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditur dan pemegang saham (Brigham *et al*, 1999:78).

Signaling Theory / Asymmetric Information Theory

Asimetri informasi berarti adanya perbedaan informasi yang diterima antar pihak internal (manajer) dan pihak eksternal (investor) perusahaan. Manajer memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan, sedangkan investor membutuhkan informasi mengenai perusahaan untuk pengambilan keputusan investasinya.

Pada saat harga saham menunjukkan nilai yang terlalu tinggi (*overvalue*), manajer akan cenderung mengeluarkan saham baru. Manajer memanfaatkan saham yang sedang *overvalue* tersebut sebagai upaya mendapatkan modal yang lebih besar. Namun pasar akan merespon sebagai sinyal negatif. Pada saat penerbitan saham baru diumumkan, harga saham akan jatuh karena pasar menginterpretasi bahwa harga saham sudah *overvalue*. Jika harga saham jatuh cukup tajam, maka pemegang saham lama akan dirugikan. Sebaliknya, pemegang saham baru diuntungkan karena bisa membeli saham dengan harga murah.

Pengumuman penerbitan utang juga menyebabkan penurunan harga saham. Namun penurunan tersebut tidak sebesar saat pengumuman penerbitan saham. Dipandang dari segi asimetri informasi, utang memiliki asimetri informasi yang lebih kecil dibandingkan saham. Utang memiliki pendapatan yang bersifat tetap dan lebih kecil dari saham, karenanya risikonya juga lebih kecil dibandingkan saham. Manajer menyadari asimetri informasi pada saham adalah sangat besar, karenanya manajer cenderung enggan menerbitkan saham. Saham menjadi alternatif paling akhir dalam upaya pendanaan. Dana internal praktis bebas dari asimetri informasi, karenanya dana internal akan dipilih pertama kali jika perusahaan membutuhkan dana. Jika kebutuhan dana

masih ada, maka langkah terakhir adalah menerbitkan saham (Brigham *et al.*, 1999:82).

Trade Off Theory

Teori ini mengisyaratkan bahwa utang baik digunakan oleh perusahaan dalam mendukung kegiatan operasionalnya. Kecenderungan penggunaan utang adalah selain mudah didapat, sumber dana ini terbilang murah dan mudah diperoleh. Namun dalam kenyataan, perusahaan tidak dapat menggunakan utang sebanyak mungkin. Semakin tinggi utang maka kemungkinan kebangkrutan juga semakin tinggi, dikarenakan bunga yang harus dibayar juga semakin tinggi, selain juga mengembalikan pokok utangnya.

Teori *trade off* menggambarkan bahwa struktur modal optimal dapat ditentukan dengan menyeimbangkan manfaat penghematan pajak (*tax shield of leverage*) dengan biaya penggunaan utang (*cost of financial distress* dan *agency cost of leverage*). Terdapat implikasi yaitu perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi lebih baik menggunakan sedikit utang. Hal ini akan memperbesar biaya bunga serta menurunkan laba, sehingga perusahaan mengalami *financial distress*. Teori *trade off* mengungkapkan bahwa utang memiliki sisi positif dan negatif. Sisi positif adalah pembayaran bunga akan mengurangi pendapatan kena pajak. Penghematan pajak ini akan meningkatkan nilai perusahaan. Utang menguntungkan perusahaan karena adanya perbedaan perlakuan pajak terhadap bunga dan *dividend yield*. Bunga diperhitungkan sebagai biaya yang akan mengurangi pendapatan kena pajak.

Sedangkan pada saham, pembayaran *dividend yield* kepada pemegang saham tidak dapat diperlakukan sebagai biaya, sehingga tidak mengurangi pendapatan kena pajak. Maka, dari sisi pajak akan lebih menguntungkan jika

perusahaan membiayai investasi dengan utang dikarenakan pertimbangan penghematan pajak. Menurut teori ini, semakin besar laba (pendapatan kena pajak), semakin besar pula tingkat utangnya agar pajak yang dibayar berkurang. Namun, besarnya utang ini dibatasi oleh besarnya biaya kepailitan (*bankruptcy cost*) dan biaya-biaya tekanan keuangan yang timbul menjelang perusahaan bangkrut (*cost of financial distress*) (Sari, 2006:53).

Model Pecking Order Theory

Pemilihan pendanaan berdasarkan risiko merupakan konsep *pecking order theory* yang diperkenalkan oleh Myers (1984) menyatakan bahwa keputusan pendanaan yang pertama kali dikemukakan oleh Donaldson (1961) mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut :

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal
2. Perusahaan menyesuaikan target pembayaran *dividend yield* terhadap peluang investasi
3. Kebijakan *dividend yield* bersifat *sticky*, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal dapat lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi
4. Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan memilih sumber dana dari utang karena dipandang lebih aman dari penerbitan ekuitas baru. Penerbitan ekuitas baru adalah pilihan terakhir untuk memenuhi kebutuhan sumber dana.

Myers (1984:100) mengatakan bahwa perusahaan dalam mendanai investasinya akan mengikuti hierarki risiko. Hal ini disebabkan karena biaya penerbitan ekuitas baru dan biaya transaksi yang timbul paling besar di antara pilihan sumber dana yang lain. Baskin (1989:150), Titman dan Wessel (1988:150), dan Thies dan Klock (1992:50) menemukan bukti empiris

bahwa tingkat *leverage* perusahaan secara signifikan berhubungan terbalik dengan profitabilitas suatu perusahaan. Semakin tinggi porsi dana yang tersedia untuk membiayai operasi perusahaan dan kesempatan investasi yang berasal dari *retained earnings* maka tingkat *leverage* perusahaan akan lebih kecil. Hal ini memberikan dukungan yang kuat terhadap *pecking order theory* (Wijaya, 2004).

Kesempatan Investasi

Suatu perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi tinggi, akan berusaha memenuhinya dengan menggunakan laba ditahan perusahaan. Tetapi, selain itu, perusahaan juga harus memperhatikan kebijakan *dividend yield* yang dilakukan. Hal ini berakibat jika kesempatan investasi perusahaan meningkat, maka *leverage* perusahaan akan naik, *ceteris paribus* (Wijaya, 2004:55).

Dalam penelitian ini indikator kesempatan investasi yang digunakan adalah *net asset growth (NAG)*. Christianti (2006:45) menyatakan bahwa dalam *pecking order theory*, *growth* memiliki dua sinyal. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung menjaga dan mempertahankan rasio utang pada level yang rendah (sinyal negatif) atau perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan melakukan ekspansi dengan cara menggunakan dana eksternal berupa utang.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (*firm size*) merupakan ukuran yang digunakan untuk mengetahui keberhasilan usaha yang dijalankan oleh perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dilihat dari penjualan bersih, kapitalisasi pasar, dan total aset. Dalam penelitian ini akan digunakan penjualan (*sales*) sebagai indikator ukuran

perusahaan. Besar kecilnya ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap akses perusahaan untuk memperoleh pinjaman berupa utang. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin mudah bagi perusahaan dalam memperoleh pinjaman utang. Ukuran perusahaan (*firm size*) merupakan ukuran yang digunakan untuk mengetahui keberhasilan usaha yang dijalankan oleh perusahaan. Dalam penelitian ini akan digunakan penjualan (*sales*) sebagai indikator ukuran perusahaan.

Dividen Yield

Dividen adalah bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Jumlah dividen yang akan dibagi ditentukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Dividen dapat berupa kas tunai atau saham. Dalam penelitian ini akan digunakan rasio *dividend yield*.

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang diperoleh dari kegiatan operasional sehari-hari. Profitabilitas akan mempengaruhi besarnya laba ditahan yang secara langsung juga akan mempengaruhi besarnya penggunaan utang. Merujuk pada *pecking order theory*, profitabilitas yang tinggi akan menurunkan penggunaan utang dan juga sebaliknya. Hal ini disebabkan semakin tinggi profitabilitas, laba ditahan juga akan meningkat. Dana internal yang tersedia bertambah, dengan asumsi *ceteris paribus*, maka utang yang digunakan akan berkurang.

Return on Asset (ROA)

Dalam penelitian ini digunakan *return on assets (ROA)* sebagai proksi profitabilitas. Analisis *ROA* mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba

dengan menggunakan total aset (kekayaan) yang dimiliki perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk mendanai aset tersebut. Variasi dalam perhitungan *ROA* adalah dengan memasukkan biaya pendanaan. Biaya pendanaan yang dimaksud adalah bunga yang merupakan biaya pendanaan dengan utang. *ROA* bisa diinterpretasikan sebagai hasil dari serangkaian kebijakan perusahaan dan pengaruh dari faktor-faktor lingkungan. Analisis difokuskan pada profitabilitas aset. Dengan demikian tidak memperhitungkan cara mendanai aset tersebut (Hanafi dan Halim, 2005:65).

Return On Equity(ROE)

ROE menggambarkan seberapa besar laba bersih (*Earning After Tax*) yang dicapai perusahaan sebagai hasil produktivitas modal sendiri (*Equity*). Perusahaan dengan *ROE* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu memberikan keuntungan yang tinggi bagi para pemegang saham (investor).

Leverage

Rasio *leverage* menunjukkan seberapa besar aset didanai dengan utang, sehingga menunjukkan risiko bagi pemberi pinjaman. *Leverage* disebut sebagai struktur modal, karena menunjukkan besaran pendanaan dari pasiva (utang dan modal). Suatu perusahaan yang mempunyai tingkat *leverage* yang relatif tinggi dibandingkan dengan industry, maka perusahaan tersebut mempunyai risiko yang tinggi di mata para kreditor maupun investor. Hal ini terjadi karena beban hutang yang tinggi mempunyai *default risk* yang tinggi karena beban bunga dan angsuran.

Studi Terdahulu

Penelitian tentang kebijakan perusahaan menggunakan POT untuk memenuhi kebutuhan dananya, telah menarik banyak peneliti. Beberapa penelitian terdahulu yang mengambil topik hampir sama/ada variabel yang sama adalah sebagai berikut:

Hipotesis Penelitian.

Dari permasalahan dalam penelitian, hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

- Ha1: Defisit pendanaan berpengaruh terhadap *Net Defisit Investment* (*NDI*)
- Ha2: Perusahaan manufaktur di Bursa efek indonesia melakukan praktek POT untuk memenuhi kebutuhan dananya.
- Ha3: Kebutuhan dana untuk menambah aktiva tetap berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang perusahaan.
- Ha4: Kebijakan penambahan dana dengan menggunakan *pecking order Theory* berdampak menguntungkan baik bagi kreditor maupun bagi investor (pemegang saham).

Hasil Penelitian

Pengaruh Defisit pendanaan terhadap *Net Defisit Investment* (*NDI*).

Defisit pendanaan adalah kekurangan dana untuk penambahan aset yang dipenuhi oleh laba ditahan dan *NDI* adalah kebutuhan dana untuk penambahan aset yang dipenuhi oleh hutang dan saham baru. Dari hasil analisis data (lihat tabel 1)

Sumber/Topik	Periset	Temuan Hasil Penelitian
Jurnal, Pengujian Model POT di BEI. 1994/1995	Gina Halomoan & Chaerul D. Djakman (2000)	Variabel independen yang diteliti adalah perubahan utang jangka panjang, dengan variabel dependen adalah defisit arus kas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebutuhan dana perusahaan (defisit arus kas) berpengaruh positif terhadap perubahan utang jangka panjang. Hasil tersebut menunjukkan perilaku pendanaan perusahaan mengikuti atau mendukung <i>pecking order theory</i> .
Jurnal. Uji Empiric POT thdp Leverage Di BEI 1994- 2000	Muhamad Edi Wijaya (2004)	Hasil penelitian menunjukkan bahwa kemampuan berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> , sedangkan kesempatan berpengaruh positif terhadap <i>leverage</i> . Hasil tersebut menunjukkan bahwa <i>leverage</i> berperilaku sesuai dengan <i>pecking order theory</i> .
Jurnal, Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di BEJ.; Hipotesis <i>Static Trade Off</i> atau <i>Pecking Order Theory</i> ".	Ari Christianti (2006)	Obyek yang diteliti adalah perusahaan manufaktur BEJ dengan data dari tahun 2000-2003. Analisis yang digunakan adalah <i>structural equation model (SEM)</i> dengan menggunakan AMOS. Variabel independen yang digunakan adalah <i>tangibility asset, firm size, growth, profitability, earning volatility</i> , dan <i>flexibility</i> . Variabel dependen yang diukur adalah struktur modal (<i>leverage</i>). Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>tangibility asset, growth</i> , dan <i>profitability</i> berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> . Sedangkan <i>earning volatility</i> berpengaruh positif terhadap <i>leverage</i> . Dari penelitian yang dilakukan disimpulkan bahwa perilaku struktur modal pada perusahaan manufaktur BEJ mendukung <i>pecking order theory</i>
Jurnal, <i>The Pecking Order, Information Asymmetry, and Financial Market Efficiency.</i>	Abu Jalal (2007)	Obyek yang diteliti adalah perusahaan nonkeuangan <i>go-public</i> dari 42 negara. Dari penelitian yang dilakukan disimpulkan bahwa perusahaan jarang menggunakan saham ketika membutuhkan dana jika dana internal tidak mencukupi. Perusahaan hampir selalu menggunakan utang saja.
Jurnal, "Determinants of Public Financing Choice".	Ming Dong, Igor Loncarski, Jenketer Horst,& Chris Veld (2008)	Obyek yang diteliti adalah perusahaan di Kanada yang mengeluarkan saham atau melakukan utang, atau melakukan pembelian saham kembali pada tahun 1998-2004. Hasil penelitian mendukung <i>pecking order theory</i> dalam hal pilihan menggunakan saham untuk pendanaan.
Jurnal, Pengujian POT di Industri Manufaktur di BEI, Jkt	Pratiwi dan Sapto 2010	Terbukti perusahaan sampel pada industri manufaktur di BEI Jakarta, menerapkan teori <i>pecking order</i> dalam keputusan pendanaannya

Tabel 1
Pengaruh deficit anggaran terhadap NDI

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	40825455079009.650	1	40825455079009.650	54.167	.000(a)
	Residual	39192156678861.580	52	753695320747.338		
	Total	80017611757871.200	53			

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	-255832.891	120711.733		-2.119	.039
	Def	.427	.058	.714	7.360	.000

Dari hasil analisis di atas terbukti bahwa hipotesis 1 diterima, jadi dapat disimpulkan bahwa penyebab utama perusahaan menambah dana dari luar adalah karena kekurangan dana dari dalam (laba ditahan) besarnya nilai sig adalah 0.00 dan sevcara model (uji F) juga signifikan sehingga model persamaan ini bisa digunakan untuk memprediksi kebutuhan dana dari luar (NDI) yang disebekan oleh deficit pendanaan

Pengujian Praktek POT di perusahaan manufaktur untuk memenuhi kebutuhan dana.

Pengujian praktek PO T yang dilakukan oleh perusahaan manufaktur dilakukan dengan membandingkan 2 (dua) persamaan regresi dengan memasukkan variabel bebas leverage. Dari hasil analisis data (lihat tabel 2)

Tabel 2
Hasil analisis Uji POT

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.511 ^a	.261	.201	24.986184613310

a. Predictors: (Constant), ROA, FATA, MTB, Ln TA

b. Dependent Variable: LEV

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.522 ^a	.273	.197	*****

a. Predictors: (Constant), Def, MTB, ROA, FATA, Ln TA

b. Dependent Variable: LEV

Dari Tabel di atas diketahui besarnya koefisien determinasi untuk persamaan 1 adalah sebesar 0,261 atau 26,1 %. Dengan menambahkan satu variabel bebas (Leverage) menjadi persamaan ke 2 (dua), besarnya koefisien determinasi naik menjadi 0,273 atau 27,3 %. Sehingga dapat disimpulkan persamaan regresi ke 2 (dua) lebih baik dari yang pertama. Hiotesis alternative kedua (H_{a2}) diterima jadi dapat

disimpulkan bahwa perusahaan menggunakan POT untuk memenuhi kekurangan dana untuk penambahan asset.

Uji faktor determinasi leverage perusahaan

Kenaikan aktivitas perusahaan memerlukan tambahan dana, baik dari internal maupun dari eksternal perusahaan. Dari hasil analisis data (lihat Tabel 3)

Tabel 3
Faktor determinasi leverage

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.522 ^a	.273	.197	*****

a. Predictors: (Constant), Def, MTB, ROA, FATA, Ln TA

b. Dependent Variable: LEV

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11291.720	5	2258.344	3.598	.008 ^a
	Residual	30126.278	48	627.631		
	Total	41417.998	53			

a. Predictors: (Constant), Def, MTB, ROA, FATA, Ln TA

b. Dependent Variable: LEV

Coefficients^c

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	102.775	38.423		2.675	.010
	FATA	.557	.245	.319	2.274	.027
	MTB	-.336	.317	-.176	-1.061	.294
	Ln TA	-5.291	3.014	-.325	-1.755	.086
	ROA	-.033	.308	-.014	-.107	.916
	Def	1.63E-006	.000	.119	.861	.394

a. Dependent Variable: LEV

Persamaan regresi

$$\text{Lev} = 102,775 + 0,557 \text{ FATA} - 0,336 \text{ MTB} - 5,291 \text{ Ln TA} - 0,033 \text{ ROA} + 0,0000016 \text{ Def.}$$

Dari hasil persamaan diatas diketahui bahwa vatiabel yang signifikan terhadap perubahan leverage adalah rasio antara aktiva tetap dengan total asset, Hipotesis ke 3 (Ha3) diterima, jadi kenaikan /penambahan aktiva tetap berpengaruh positif terhadap kenaikan hutang.

Dampak POT terhadap kreditor dan Investor (pemegang saham)

Dampak pelaksanaan POT terhadap pemegang saham dapat dilkihat dengan membandingakn pengaruh leverage dan POT terhadap ROA (lihat tabel 4) dan ROE (Lihat tabel 5)

Tabel 4
Pengaruh Lverage dan POT terhadap ROA

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	21.564	3.893		5.539	.000
	LEV	-.067	.056	-.157	-1.191	.239
	Dummy	-7.098	3.289	-.285	-2.158	.036

a. Dependent Variable: ROA

Pengaruh leverage terhadap ROA tidak signifikan sedangkan POT berpengaruh negative signifikan terhadap ROA.

Tabel 5. Pengaruh Lverage dan POT terhadap ROA

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	40.820	10.343		3.947	.000
	LEV	-.389	.149	-.342	-2.619	.012
	Dummy	-7.833	8.737	-.117	-.897	.374

a. Dependent Variable: ROE

Pengaruh leverage terhadap ROE negative dan signifikan sedangkan pengaruh POT terhadap leverage negative dan signifikan terhadap ROA..

Dari hasil analisis diatas disimpulkan bahwa Hipotesis ke 4 (Ha4) ditolah atau engan kata lain pendanaan dengan model POT belum bersinergi dengan baik,

pendanaan modle ini hanya akan menguntungkan pemegang saham.

Hasil dan Pembahasan

Hasil penelitian diatas mempunyai implikasi terhadap perusahaan, kreditor dan investor (pemegang saham) sebagai berikut:

1. Kenaikan akiva tetap yang menjadi factor utama deficit pendanaan

perusahaan, Defisit ini dipenuhi dananya dengan menggunakan dana dari luar perusahaan (hutang atau sahambaru), sehingga perusahaan melakukan kebijakan POT.

2. Pendanaan dari luar yang dipilih oleh manajemen adalah dengan menggunakan hutang, hal ini ibis dipahami karena pembiayaan dengan menggunakan hutang memberikan efek yang paling kecil bagi manajemen (dalam pembuatan keputusan), penggunaan hutang ini juga terindikasi terjadi *agency theory*, terjadi konflik kepentingan antara manajemen dengan investor/pemegang saham dimanan pihak manajemen berusaha untuk mendapatkan imbalan lebih banyak dari pemilik dengan cara mengurangi jumlah pemegang saham baru.
3. Pendanaan dengan menggunakan POT ini kecenderungannya merugikan para kreditur, hal ini disebabkan tingkat suku bunga yang dibayarkan oleh perusahaan pada para kreditur jauh sangat kecil dibandingkan dengan tingkat keuntungan perusahaan. (tingkat suku bunga jauh dibawah net profit margin).

Kesimpulan

Dari hasil analisis dan pembahasan penelitian, dapat di tarik simpulan sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia menggunakan *pecking order Theory*, untuk memenuhi kebutuhan dana, (2) Defisit pendanaan adalah penyebab utama perusahaan manufaktur di bursa efek jakarta melakukan kebijakan *laverage*. (3) Faktor penentu penambahan *laverage* adalah kebutuhan dana perusahaan untuk menambah aktiva tetap / pertumbuhan aktiva tetap. (4) Penggunaan *laverage* untuk memenuhi kebutuhan dana cenderung merugikan kreditor dan mengunungkan investor (pemegang saham).

Daftar Pustaka

- Brigham, E.F. dan J.F. Houston, Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Salemba Empat, Jakarta, terjemahan oleh Ali Akbar Yulianto dari *Fundamentals of Financial Management*, 2004, 10th Edition, Thomson South-Western, Singapore. 2006
- Christianti, A., “Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta : Hipotesis *Static Trade Off* atau *Pecking Order Theory*”, *SNA 9 Padang* 2006. 2006
- Ghozali, I., *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Umum, Semarang. 2005
- Gujarati, D., *Ekonometrika Dasar*, Erlangga, Jakarta. 1995
- Halomoan, G. dan C.D. Djakman, “Pengujian *Pecking Order Hypothesis* pada Emiten di Bursa Efek Jakarta Tahun 1994 dan 1995”, *SNA 3* 2000. 2000
- Hanafi, M. M. dan A. Halim, *Analisis Laporan Keuangan*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta. 2005
- Indriantoro, N. dan B. Supomo, *Metodologi Penelitian Bisnis*, BPFE, Yogyakarta. 2002
- McClave, J. T dan T. Sincich, *Statistics, 8th Edition*, Prentice-Hall, New Jersey. 2000
- Myers, S. C, “*The Capital Structure Puzzle*”, *The Journal of Finance*, Vol . 39 No. 3. 1984

Seifert, B. dan Gonenc H., “*The International Evidence on The Pecking Order Hypothesis*”, *Journal of Multinational Financial Management* 18. 2007

Suliyanto, *Analisis Data dalam Aplikasi Pemasaran*, Ghalia Indonesia, Jakarta. 2005

Sujoko dan U. Soebiantoro, “Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan”, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 9 No. 1.

Wijaya, M. E, “Pengujian Empiris *Pecking Order Theory* terhadap *Leverage*”, *Jurnal Manajemen dan Keuangan*, Vol. 2 No. 2. 2004