

KEPUTUSAN PENDANAAN : PENDEKATAN *TRADE-OFF THEORY* DAN *PECKING ORDER THEORY*

MUTAMIMAH
RITA

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang
email: tatikmut@yahoo.com

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze what Trade-off Theory and Pecking Order Theory able to explain the financing decision in Indonesian Capital Market. In this study, determinant of Trade-off theory are non-debt tax shields, size, and liquidity. The determinant of Pecking Order theory are profitability, cash deficit, and investment. Sample in this study are 40 manufacturing companies that active and liquid at Indonesian capital market over two years, from 2005 to 2006. Thus, this study have 80 observations. Sample used the method of purposive sampling. Multiple regression model is used to test this hypothesis. The result of this Trade-off theory approach is found that partially all proxy aren't statistically significant. But simultaneously non debt tax shields, size, and liquidity variable give statistically significant. While Pecking Order theory approach is found that partially only cash deficit and investment variable statistically significant. But simultaneously profitability, cash deficit, and investment variable have statistically significant. So, firms that go public at Indonesian capital market tend to follow pecking order theory than trade-off theory in their financing decision.

Keyword : *trade-off theory and pecking order theory*

PENDAHULUAN

Salah satu isu penting yang dihadapi oleh para manajer keuangan adalah hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Menurut Husnan (1996), struktur modal perusahaan adalah proporsi antara penggunaan utang dan modal sendiri dalam struktur finansial perusahaan. Keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan (dari modal internal dan modal eksternal). Sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan diperoleh dari *retained earning* dan depresiasi. Sumber dana eksternal dibedakan menjadi dua kategori, yaitu: pembelanjaan dengan utang (*debt financing*) dan pembelanjaan sendiri (*external equity*). Keputusan pendanaan dapat diukur dari rasio perbandingan antara total utang terhadap ekuitas yang biasa diukur dengan *debt to equity ratio* (DER).

Modigliani-Miller (1958) sebagai peletak dasar teori struktur modal berargumentasi bahwa struktur modal tidak mem-

pengaruhi nilai perusahaan (*irrelevance*). Penemuan itu tentunya memiliki dampak yang sangat luas terutama di kalangan asosiasi manajemen keuangan. Dalam perkembangannya, Modigliani - Miller memasukkan unsur pajak. Jika ada pajak, struktur modal menjadi relevan, karena bunga yang dibayarkan akibat menggunakan utang dapat mengurangi penghasilan kena pajak (*tax shield*).

Kemudian timbul konsep statis *trade-off theory* yang merupakan pengembangan dari teori Modigliani-Miller (Brealey dan Myers, 1991). Berdasar *trade-off theory*, perusahaan mendasarkan keputusan pendanaan pada suatu struktur modal yang optimal. Struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat menggunakan utang dengan biaya menggunakan utang.

Dalam perkembangannya, karena adanya informasi yang tidak simetris antara pihak investor dengan manajer, yang mana manajer mempunyai informasi yang lebih banyak dibanding investor, maka dalam

membuat keputusan pendanaan sesuai dengan preferensi mereka. Teori ini dikenal dengan *pecking order theory*. Dalam teori ini terdapat urutan prioritas berkaitan dengan aktivitas pendanaan perusahaan. Hipotesis *pecking order* menggambarkan sebuah hirarki dalam pencarian dana perusahaan dimana perusahaan lebih memilih dana internal terlebih dahulu untuk membayar dividen dan investasi kemudian mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan jika memungkinkan. Jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan lebih menyukai utang dibanding sumber dana eksternal lain (Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984).

Myers (1984) mengelompokkan berbagai faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan yaitu: perusahaan yang mengikuti *trade-off theory* dan perusahaan yang mengikuti *pecking order theory*. Oleh karena itu keputusan pendanaan secara teoritis didasarkan pada kerangka *static trade-off* dan *pecking order theory*. Kedua teori dalam penelitian ini secara tegas menunjukkan bahwa struktur modal sebagai wujud dari kebijakan pendanaan memiliki implikasi penting bagi nilai perusahaan. Dalam penelitian ini *trade-off theory* diukur dengan *non debt tax shields*, *size*, dan likuiditas, sedangkan *pecking order theory* diukur dengan *profitability*, defisit kas, dan investasi. Penguatan indikator ini didukung dengan penelitian empiris yang telah dilakukan sebelumnya.

Dari beberapa penelitian yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia ditemukan hasil yang saling bertentangan satu dengan yang lain, sebagian penelitian menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia mengikuti *pecking order theory*, sementara penelitian lain menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mengikuti *trade off theory*. Penelitian ini ingin menguji dan menganalisis lebih lanjut dari penelitian sebelumnya yang mempengaruhi keputusan pendanaan. Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah "Untuk mengetahui dan menguji apakah teori *trade-off* dan *pecking order* mampu menjelaskan keputusan pendanaan di pasar modal Indonesia." Dalam penelitian ini dapat diambil beberapa permasalahan yang menyangkut keputusan pendanaan

yang dilakukan perusahaan, yaitu: Bagaimana pengaruh *non debt tax shields*, *size*, *likuiditas*, *profitability*, *defisit kas*, dan *investasi* terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di pasar modal Indonesia ?

KAJIAN PUSTAKA

Struktur Modal

Struktur modal (Husnan, 1993) adalah proporsi antara penggunaan utang dan modal sendiri dalam struktur finansial perusahaan. Wijaya (2001) menjelaskan bahwa manajer harus mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Bagi dana yang berbentuk utang, maka biaya dana mudah untuk diidentifikasi yaitu biaya bunganya. Biaya modal ini akan lebih kecil daripada biaya modal yang berasal dari modal sendiri. Bila dana tersebut berasal dari laba ditahan, maka biaya dananya akan sama dengan biaya dana yang berasal dari penerbitan saham baru yang membedakan hanyalah bahwa penerbitan saham baru akan menimbulkan biaya emisi (*floating cost*). Hal ini mengakibatkan biaya modal dari penerbitan saham baru akan sedikit lebih tinggi dari biaya modal dari laba ditahan.

Keputusan pendanaan disebut juga struktur modal berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari dalam maupun dari luar, sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber dana perusahaan dari internal berasal dari laba ditahan dan depresiasi. Dana yang diperoleh dari sumber dana eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian dalam perusahaan. Keputusan pendanaan dalam penelitian ini diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Proksi *debt to equity ratio* adalah *total debt* dengan *total equity*. *Total debt* merupakan *total liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang), sedangkan *total equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Makin kecil angka rasio ini makin baik.

Teori-Teori Struktur Modal

Trade-off Theory

Teori struktur modal pertama kali

dipelopori oleh Modigliani dan Miller tahun 1958. Salah satu asumsi dalam pasar sempurna adalah tidak ada pajak. Proporsi MM adalah "jika tidak ada pajak, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan". Dengan kata lain, jika tidak ada pajak, maka struktur modal adalah *irrelevance*. Proporsi ini dibuktikan dengan menggunakan arbitrase. Dalam perkembangannya, Modigliani-Miller memasukkan unsur pajak, sehingga struktur modal menjadi relevan, karena bunga yang dibayarkan akibat menggunakan utang dapat mengurangi penghasilan kena pajak (*tax deductible*). Nilai perusahaan akan maksimum, jika perusahaan menggunakan 100% utang dan semakin banyak utang adalah semakin baik, fenomena ini disebut *corner optimum leverage decision*.

Dalam praktek penggunaan utang 100% sulit dijumpai dan hal ini ditentang oleh *trade-off theory*. Kenyataannya, semakin besar utang semakin tinggi beban yang harus ditanggung perusahaan, karena adanya *agency cost*, biaya kebangkrutan, keengganan kreditur untuk memberi utang besar, dan sebagainya. *Trade-off theory*, menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan utang. Manfaat penggunaan utang berbentuk *tax shield*. Biaya penggunaan utang adalah beban bunga utang, biaya kebangkrutan, maupun *agency cost*.

Implikasi *trade-off theory* menurut Brealey dan Myers (1991) adalah : (1) Perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan lebih kecil utang dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan utang yang semakin besar akan meningkatkan beban bunga, sehingga akan semakin mempersulit keuangan perusahaan, (2) Perusahaan yang dikenai pajak tinggi pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak utang karena adanya *tax shield*, (3) Target rasio utang akan berbeda antara perusahaan satu dengan perusahaan yang lain. Perusahaan yang *profitable*, dan *tangible asset* mempunyai target rasio utang lebih tinggi. Perusahaan *unprofitable* dengan risiko tinggi dan *intangible assets* mempunyai rasio utang lebih

rendah dan lebih mengandalkan pada ekuitas.

Pecking Order Theory

Hipotesis *pecking order* menggambarkan sebuah hierarki dalam pencarian dana perusahaan dimana perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* untuk membayar dividen dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Apabila perusahaan membutuhkan dana eksternal, maka akan lebih memilih utang sebelum *eksternal equity* (Donaldson, 1961; Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984). *Internal equity* diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi. Hutang diperoleh dari pinjaman kreditur, sedangkan *external equity* diperoleh karena perusahaan menerbitkan saham baru. Myers mengintroduksi teori *pecking order* yang mendasarkan pada *asymmetric information*, apabila harga saham di pasar terlalu mahal (*over value*) maka perusahaan harus menolak menerbitkan saham baru. Sebab harga saham tersebut akan turun sebagai proses koreksi/penilaian. Dengan demikian akan lebih baik kalau menerbitkan utang.

Secara singkat urutan-urutan pendanaan menurut *pecking order theory* yaitu (Brealey dan Myers, 1991), (1) Perusahaan lebih menyukai *internal financing*, (2) Perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis, (3) Kebijakan dividen yang "*sticky*" ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi, berarti bahwa terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi, (4) Jika pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi (utang), *convertible bond*, alternatif yang paling akhir adalah sekuritas.

Pengaruh Non Debt Tax Shields terhadap Keputusan Pendanaan

Perusahaan yang dikenai pajak tinggi pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak utang karena adanya *tax shield*. Wiwattanakantang (1999) menemukan ada hubungan negatif antara *non*

debt tax shields dengan *leverage*. Sementara Titman dan Wessels (1988), Homaifar (1994) temuannya berbeda dengan Wiwattanakantang, yaitu tidak ada hubungan yang signifikan antara *non debt tax shields* dengan *leverage*. Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H1: *Non debt tax shields* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Pengaruh Size terhadap Keputusan Pendanaan

Perusahaan besar lebih terdiversifikasi (Titman dan Wessels, 1988), lebih mudah dalam mengakses pasar modal, menerima rating kredit yang tinggi, dan membayar tingkat suku bunga rendah (Ferri dan Jones, 1979). Perusahaan kecil sangat mungkin untuk dilikuidasi pada saat perusahaan mengalami kesulitan untuk membayar utang-utang mereka (Ozkan, 2001). Berarti ada hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan utang (Marsh, 1982; Baskin, 1989; Chang dan Rhee 1990; Bennet dan Donnelly, 1993; Rajan dan Zingales, 1995; Titman dan Wessels, 1988; Ferri dan Jones, 1979; Wiwattanakantang, 1999). Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H2: *Size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Pengaruh Likuiditas terhadap Keputusan Pendanaan

Posisi likuiditas perusahaan dapat diatasi dengan kemampuan perusahaan untuk meminjam dalam jangka pendek. Perusahaan yang dapat segera mengembalikan utang-utangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah besar. Ozkan (2001) menemukan perusahaan menyesuaikan target *leverage ratio* relatif cepat dan ada hubungan positif antara likuiditas perusahaan dengan *leverage*. Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H3: Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Pengaruh Profitability terhadap Keputusan Pendanaan

Perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan utang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Perusahaan yang dapat menghasilkan *earnings* yang lebih besar cenderung mempergunakan *retained earning* untuk memenuhi kebutuhan dana. Hasil penelitian Titman dan Wessels (1988); Rajan dan Zingales (1995); Baskin (1989); Wiwattanakantang (1999) dalam Mutamimah (2003), bahwa ada hubungan negatif antara *profitability* dengan *debt ratio*. Ang *at al.* (1997) dalam Mutamimah (2003) menemukan bahwa perusahaan yang profitnya besar mempunyai akses bagus terhadap alternatif sumber pendanaan. Hal ini karena perusahaan yang *profitable* tersebut mempunyai informasi yang superior. Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H4: *Profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Pengaruh Defisit Kas terhadap Keputusan Pendanaan

Jika kas perusahaan mengalami defisit dan membutuhkan dana eksternal, maka sumber dana eksternal yang dipilih adalah utang dan alternatif terakhir adalah saham. Djakman dan Halomoan (2001) menemukan bahwa ada hubungan positif antara kebutuhan dana perusahaan (defisit kas) dengan kebutuhan dana jangka perusahaan. Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H5: Defisit kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Pengaruh Investasi terhadap Keputusan Pendanaan

Keinginan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham telah mendorong perusahaan untuk memanfaatkan adanya kesempatan investasi yang ada. Kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan akan mem-

pengaruhi struktur modal apabila *internal equity* yang dapat dipergunakan untuk mendanai investasi tidak mencukupi. *Pecking order theory* menyatakan bahwa urutan pendanaan setelah laba internal adalah melalui penggunaan *debt*. Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990), dan Adedeji (1998) menemukan bahwa investasi berhubungan positif dengan struktur modal. Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H6 : Investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang *go public* di Pasar Modal Indonesia. Sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Sampel penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Pasar Modal Indonesia selama tahun 2005-2006. Dari perusahaan-perusahaan manufaktur diambil sebanyak 40 saham yang aktif dan likuid, sehingga diperoleh 80 observasi dari tahun 2005 dan 2006. Perusahaan manufaktur dipilih untuk mengurangi gangguan data yang berfluktuasi baik dalam hal jumlah dan relevansinya, di samping itu kelompok industri manufaktur merupakan kelompok terbesar di BEJ sehingga dalam penelitian ini dapat diambil sampel yang mencukupi untuk dilakukan uji-uji. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dengan cara *archival*. Data sekunder tersebut meliputi: *Indonesian Capital Market Directory, Internet, JSX Statistics*, dan sumber lain yang terkait dengan penelitian ini. Pada data *crosssection* (silang waktu), masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena “gangguan” pada observasi yang berbeda berasal dari individu kelompok yang berbeda, sehingga dalam penelitian ini tidak menggunakan uji asumsi klasik Autokorelasi. Pengumpulan data dilakukan secara *pooling data* dari perusahaan manufaktur.

Pengukuran Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah keputusan pendanaan (DER)

dan variabel independen dari *trade-off theory* adalah: *non debt tax shields*, *size*, dan likuiditas. Sedangkan variabel independen dari *pecking order theory* adalah *profitability*, defisit kas, dan investasi. Keputusan pendanaan dalam penelitian ini adalah DER : *Debt to Equity Ratio* (Rasio Utang atas Modal). Menggambarkan struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan, dengan demikian dapat dilihat struktur risiko tidak tertagihnya utang. Makin kecil angka rasio ini makin baik. Proksi DER adalah total utang dengan modal. DeAngelo dan Masulis (1980) menyatakan dalam struktur modal, *non debt tax shield* sebagai substitusi *interest expense* akan berkurang saat menghitung pajak perusahaan. Perusahaan yang dikenai pajak tinggi pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak utang karena adanya *tax shield*. Proksi *non debt tax shield* adalah rasio depresiasi dengan *total assets*. Ukuran perusahaan (*size*) merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan diproksikan dengan *log sales*. Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendek setiap kali jatuh tempo. Proksi likuiditas adalah *current assets* dengan *current liabilities*. *Profitability* adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Ukuran dari profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan *Return on Assets*, yaitu *ratio of earning before interest and taxes to total assets*. Defisit kas (Sunder dan Myers, 1999) adalah kekurangan dari jumlah dana yang dibutuhkan, yang dihitung dari dividen ditambah pengeluaran modal, utang awal tahun, modal kerja dan dikurangi aliran kas operasi setelah bunga dan pajak. Yang dimaksud dengan investasi adalah pengkaitan sumber-sumber dalam jangka panjang untuk menghasilkan laba di masa yang akan datang (Mulyadi, 1993). Investasi dihitung dari $Total\ assets_t - Total\ assets_{t-1}$ dengan $Total\ assets_{t-1}$

MODEL PENELITIAN

Dalam menjelaskan hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen, model yang digunakan adalah model regresi berganda. Untuk menguji

hipotesis 1, 2, dan 3 atau *trade-off theory*, digunakan rumus sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{NDTS} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LIKUIDITY} + e$$

Dimana :

Y = Keputusan pendanaan (DER)

NDTS = Non debt tax shield

SIZE = Ukuran perusahaan

LIKUIDITY = Kemampuan perusahaan untuk mengembalikan utang jangka pendek

Untuk menguji hipotesis 4, 5, dan 6 (*pecking order theory*) digunakan rumus sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{PROF} + \beta_2 \text{DCE} + \beta_3 \text{INV} + e$$

Dimana:

Y = Keputusan pendanaan (DER)

PROF = Keuntungan perusahaan

DC = Defisit kas

INV = Investasi

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada tahap ini, peneliti menguji satu per satu hipotesis yang diajukan. Dengan menggunakan model regresi berganda, semua uji menggunakan alat SPSS versi 12.0

Hasil Penelitian *Trade-off Theory*

Hasil analisis regresi berganda dengan variabel terikat keputusan pendanaan (DER) dan tiga variabel bebas yang terdiri dari NDTS, *size*, likuiditas menghasilkan *intercept* dan koefisien regresi sebagaimana tercantum pada tabel 1

$$Y = 1,069 - 0,719 X_1 + 0,142 X_2 - 0,241 X_3 + e$$

Pengujian Hipotesis Pertama (H1)

Hipotesis pertama yang menyatakan *non debt tax shields* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan (DER) tidak terbukti. *Non debt tax shields* dalam penelitian ini tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (DER), karena nilai P value $0,120 > 0,05$. Hasil penelitian ini sama dengan Titman dan Wessels (1988). DeAngelo dan Masulis (1980) menyatakan dalam struktur modal, *non debt tax shields* sebagai substitusi *interest expense* akan berkurang saat menghitung pajak perusahaan.

Pengujian Hipotesis kedua (H2)

Hipotesis kedua yang menyatakan *size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan (DER) tidak diterima. *Size* dalam penelitian ini tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (DER) dengan nilai P value $0,261 > 0,05$. Kondisi ini terjadi karena perusahaan yang besar dimana sahamnya tersebar luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualan dibandingkan perusahaan yang kecil. Hasil penelitian ini sesuai dengan Johnson (1997-b) dan dukungan teoritis dari pernyataan Riyanto (1995). Barber dan Lyon (1997); Ho- maifar, Ziets, dan Benkato (1997); Johnson

Tabel 1
Hasil Analisis Regresi Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	Constant	1.069	.820		1.303	.196
	NDTS	-.719	.457	-.145	-1.573	.120
	size	.142	.125	.109	1.133	.261
	likuiditas	-.241	.044	-.531	-5.530	.000

Sumber : Output SPSS

$$R^2 = 0.351$$

$$F \text{ stat} = 0.000$$

$$R^2 \text{ adj} = 0.325$$

(1997-b) menyatakan bahwa investor yang ingin menanamkan modalnya pada suatu perusahaan akan mendapatkan informasi

profitability, LN_*defisit* kas, investasi menghasilkan *intercept* dan koefisien regresi sebagaimana tercantum pada tabel 2

$$LN_Y = -4,247 - 0,256 LN_X_4 + 0,240 LN_X_5 + 1,048 X_6 + e$$

Tabel 2
Hasil Analisis Regresi Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-4.247	.937		-4.534	.000
	Ln_ profitability	-.256	.109	-.239	-2.350	.021
	Ln_ defisitkas	.240	.061	.405	3.913	.000
	Investasi	1.048	.343	.312	3.055	.003

Sumber : Output SPSS

$R^2 = 0.236$ F stat = 0.000
 $R^2_{adj} = 0.206$

yang lebih baik dari perusahaan yang lebih besar, karena perusahaan yang lebih besar memiliki jenis usaha yang lebih *diversified*.

Pengujian Hipotesis ketiga (H3)

Hipotesis ketiga yang menyatakan likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan (DER) tidak terbukti. Walaupun likuiditas signifikan pada tingkat 0,000 tetapi dengan arah hubungan yang negatif. Hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Ozkan (2001). Dalam Agus Sartono (2001) perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dan *profitable* akan memerlukan dana yang cukup besar guna membiayai investasinya, oleh karena itu mungkin akan kurang likuid karena dana yang diperoleh lebih banyak diinvestasikan pada aktiva tetap dan aktiva lancar yang permanen.

Hasil Penelitian Pecking Order Theory

Model regresi dalam penelitian ini diindikasikan terjadi gejala heteroskedastisitas. Salah satu cara memperbaiki model jika terdapat heteroskedastisitas yaitu dengan melakukan transformasi logaritma (Imam Ghozali, 2005). Hasil analisis regresi berganda setelah dilakukan transformasi logaritma dengan variabel terikat LN_DER dan variabel bebas yang terdiri dari LN_

Pengujian Hipotesis keempat (H4)

Hipotesis empat yang menyatakan *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan (DER) tidak terbukti. Walaupun *profitability* signifikan pada tingkat 0,021 tetapi dengan arah hubungan yang negatif. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian Titman dan Wessels (1988); Rajan dan Zingales (1995); Baskin (1989); Wiwattanakantang (1999). Model berdasarkan pajak (*tax-based model*) mengharapkan bahwa perusahaan yang *profitable* harus meminjam lebih banyak, karena perusahaan memiliki kebutuhan yang lebih besar untuk pengurangan laba dari pajak penghasilan. Namun demikian, *pecking order theory* mengharapkan bahwa perusahaan pertama akan menggunakan laba yang ditahan sebagai dana investasi dan kemudian beralih ke obligasi dan ekuitas baru hanya jika diperlukan. Dalam hal ini, perusahaan yang *profitable* cenderung untuk memiliki utang lebih kecil.

Pengujian Hipotesis kelima (H5)

Hipotesis kelima yang menyatakan defisit kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan (DER) terbukti. Defisit kas dalam penelitian ini berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (DER) dengan nilai P value $0,000 < 0,05$. Hasil penelitian ini sesuai dengan Djakman

dan Halomoan (2001). Kondisi ini terjadi karena jika kas perusahaan mengalami defisit dan membutuhkan dana eksternal, maka sumber dana eksternal yang dipilih adalah utang dan alternatif terakhir adalah saham. Hasil ini konsisten dengan keputusan pendanaan *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Donalson pada tahun 1961.

Pengujian Hipotesis keenam (H6)

Hipotesis keenam yang menyatakan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan (DER) terbukti. Investasi dalam penelitian ini berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (DER), karena nilai P value $0,003 < 0,05$. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990). Kondisi ini terjadi karena keinginan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham telah mendorong perusahaan untuk memanfaatkan adanya kesempatan investasi yang ada apabila *internal equity* yang dapat dipergunakan untuk mendanai investasi tidak mencukupi. Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi yang besar akan melakukan pinjaman dalam jumlah yang besar pula.

SIMPULAN DAN SARAN

Beberapa simpulan yang dapat ditarik dari hasil analisis keputusan pendanaan pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di pasar modal Indonesia selama periode pengamatan 2005-2006 adalah sebagai berikut : Berdasarkan hasil pengujian pada model *trade-off theory*, menunjukkan bahwa secara parsial tidak ada variabel yang secara signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan (DER), namun secara simultan variabel-variabel *non debt tax shields*, *size*, dan likuiditas berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (DER). Pada model regresi R^2 sebesar 0,325, berarti keputusan pendanaan (DER) dijelaskan oleh ketiga variabel (*non debt tax shields*, *size*, likuiditas) sebesar 32,5 %, sedangkan sisanya yaitu 67,5 % dijelaskan

oleh variabel lain di luar model. Berdasarkan hasil pengujian pada model *pecking order theory*, menunjukkan bahwa secara parsial hanya variabel defisit kas dan investasi yang secara signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan (DER). Namun secara simultan variabel-variabel *profitability*, defisit kas, dan investasi dengan signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$ berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (DER). Pada model regresi R^2 sebesar 0,206, berarti keputusan pendanaan (DER) dijelaskan oleh ketiga variabel (*profitability*, defisit kas, investasi) sebesar 20,6 %, sedangkan sisanya yaitu 79,4 % dijelaskan oleh variabel lain di luar model. Secara umum dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang *go public* di pasar modal Indonesia cenderung mengikuti hierarki *pecking order theory* dibandingkan dengan *trade-off theory* dalam keputusan pendanaannya. Jadi *pecking order theory* dapat menjelaskan keputusan pendanaan pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di pasar modal Indonesia. Implikasi *pecking order theory* adalah bahwa perusahaan tidak menetapkan struktur modal optimal tertentu, tetapi perusahaan menetapkan kebijakan prioritas sumber dana.

Saran-saran yang dapat diberikan berkaitan dengan hasil analisis dan pembahasan pada penelitian ini adalah : Penelitian yang akan datang sebaiknya menggunakan variabel-variabel yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan yang lebih beragam, karena masih banyak faktor yang dapat dijadikan pertimbangan oleh manajemen perusahaan dalam menentukan dan memutuskan kebijakan-kebijakan yang diambil. Adanya beberapa klasifikasi industri yang telah terdaftar pada BEJ, sebaiknya dijadikan pertimbangan untuk penelitian mendatang untuk membandingkan setiap sektor industri. Sehingga dapat diketahui keadaan setiap sektor industri yang ada di Indonesia, karena masing-masing industri memiliki karakteristik yang lebih spesifik lagi.

DAFTAR PUSTAKA

- Bambang, Riyanto. (1995), *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi 4, BPFE, Yogyakarta.
- Baskin, J., (1989), *An Empirical Investigation of Pecking Order Hypothesis*, Financial Management, Spring, pp. 26-35.
- Brealy, R., And Myers, S. (1991), *Principles of Corporate Finance*, McGrawHill, Inc.
- Chang, R.P. dan S.G. Rhee. (1990), *The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions*, Financial Management, Summer, pp. 21-31.
- Cooper, D.E., and Emory, W. (1995), *Business Research Methods*, Fifth Edition, Irwin Inc.
- Donalson, G. (1961), *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Policy and The Determinant of Corporate Debt Capacity*, Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration
- Franco Modigliani and Merton H. Millar. (1958), The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment, *American Economic Review*, June.
- Ghozali, Imam. (2005), *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Edisi 4, BP Undip-Semarang.
- Gujarati, D. (1995), *Ekometrika Dasar*, Second Edition, Irwin-Mcgraw Hill.
- Haris and Raviv. (1991), The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, March, pp. 297-355.
- Husnan, S. (1996), *Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Manajemen Keuangan, Edisi 4, BPFE, Yogyakarta.
- J. Suprpto. (1992), *Statistik, Teori dan Aplikasi*, Erlangga, Jakarta.
- Jatmiko, A. Wibowo dan Indri, F. Erkaningrum. (2004), "Studi Keterkaitan Antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis *Pecking Order*", *Simposium Nasional Keuangan In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*, hal. 57-74.
- Joko, Waluyo A. dan Kaaro, Hermeindito. (2002), "Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen Serta *Leverage* Terhadap Keputusan Pendanaan", *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi*, April, Vol. 2, No. 1, hal. 1-21.
- Laili, Hidayati; Ghozali, Imam, dan Dwisetio, Poerwono. (2001), "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Perusahaan Manufaktur Yang *Go Public* di Indonesia", *Jurnal Bisnis Strategi*, Juli, hal. 31-47.
- Mulyadi. (1993), *Akuntansi Biaya*, Edisi 5, YKPN, Yogyakarta.
- Mutamimah. (2003), "Analisis Struktur Modal pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial yang *Go Public* di Pasar Modal Indonesia", *Jurnal Bisnis Strategi*, Juli, hal. 71-80.
- Mutamimah. (2003), "Kebijakan Pendanaan dengan Pendekatan *Trade-off Theory* dan *Pecking Order Theory*", *Prosiding Seminar Nasional*, hal. 187-199.
- Myers, S.C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 575-592.
- Myers, S.c. and N.S. Majluf. (1984), "Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investors Don't Have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Saidi. (2004), "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur *Go Public* di BEJ Tahun 1997-2002", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Maret, Vol. 11, No. 1, hal. 44-58.
- Sartono, Agus. (2001), *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat, BPFE-Yogyakarta.
- Sekar, Mayangsari. (2001), "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian *Pecking Order Hypothesis*", *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, Desember, Vol. 1, No. 3, hal. 1-26.
- Yuniningsih. (2002), "Interdependensi antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, September.