

# **PENGUJIAN PECKING ORDER THEORY PADA EMITEN SYARIAH DI BURSA EFEK JAKARTA**

**Sutapa  
Hendri Setyawan**

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang  
Jl. Raya Kaligawe Km. 04 Semarang– 50012

**Heri Laksito**

Universitas Diponegoro Semarang  
Jl. Erlangga Tengah No. 17 Semarang–50241

**Abstract:** *The objective of this study was to test empirically whether capital structure decision of Indonesian firms followed a hierarchy of sources of finance called Pecking Order. Samples in this study were 29 firms listed in Jakarta Islamic Index (JII) from 2001 to 2004. Variabels used as proxy of Pecking Order Theory (POT) were profitability, investment opportunity and firm size. The results of this study were as follows: a). simultaneously, all proxies for POT could explain capital structure at Indonesian Capital Market, b). more profitable firms were less levered, c). bigger firms were more levered, d). result for investment opportunity did not support hypothesis. Firms listed at JII tended to follow POT in their financing decision. Part of results of this study was consistent with study of Wiwattanakantang (1999), Fama and French (2002), Benito (2003) and Mutamimah (2003).*

**Keywords:** *Pecking Order, Jakarta Islamic Index*

*Financing decision* melibatkan pengambilan keputusan mengenai sumber-sumber dana dari mana saja yang akan dipilih untuk dimanfaatkan oleh perusahaan. Sumber dana yang dapat dimanfaatkan perusahaan meliputi sumber dana internal dan eksternal. Sumber dana internal dapat berasal dari laba yang ditahan sedangkan sumber dana eksternal dapat berupa hutang dan penerbitan saham.

Keputusan pendanaan yang diambil oleh manajemen, apakah menggunakan modal sendiri atau hutang menjadi tidak relevan bila apapun sumber dana yang digunakan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hal inilah yang ditekankan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958. Asumsi yang melandasi pernyataan tersebut antara lain pasar yang sempurna, tidak ada biaya transaksi dan tidak ada pajak. Dalam perkembangan berikutnya Modigliani dan Miller memasukkan unsur pajak. Dengan adanya pajak penggunaan hutang akan memberikan manfaat dalam peningkatan nilai perusahaan atau menurunkan biaya modal.

---

Korespondensi dengan penulis:

**Sutapa Hendri Setyawan:** Telp. +62 24 658 3548  
Fax. +62 24 658 2455  
E-mail: mashen\_oke@yahoo.co.id

Berdasarkan pendekatan Modigliani dan Miller tersebut semakin besar penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan maka akan semakin besar pula nilai perusahaan. Namun sampai pada titik tertentu manfaat penggunaan hutang berupa penghematan pajak justru lebih kecil dibandingkan biaya yang harus dikeluarkan. Tingkat kenaikan biaya tersebut semakin besar setelah proporsi hutang tertentu. Dengan demikian terdapat *trade off* antara manfaat dan biaya dari penggunaan hutang. Struktur modal yang optimal akan tercapai pada saat tercapai perimbangan antara keduanya. Hal inilah yang disebut sebagai *trade off theory*.

Di samping teori *trade off* juga terdapat model lain mengenai struktur modal yaitu teori *Pecking Order*. Teori ini menjelaskan urutan prioritas para manajer dalam menentukan sumber pendanaannya. Preferensi manajer tersebut dinyatakan dalam urutan sumber pendanaan yang dimulai dari pendanaan internal sebagai sumber utama. Pilihan prioritas berikutnya adalah hutang kemudian terakhir berupa penerbitan saham. Motivasi umum yang menyebabkan para manajer berperilaku sesuai dengan teori *Pecking Order* adalah asimetri informasi antara pemilik-manajer yang mengetahui nilai dan kesempatan bertumbuh perusahaan yang sebenarnya dengan investor luar yang hanya bisa memperkirakan nilai-nilai tersebut (Frank dan Goyal, 2005).

Wiwattanakantang (1999) menggunakan variabel-variabel *Non-Debt Tax shield*, *tangibility*, profitabilitas, risiko bisnis, ukuran dan beberapa variabel keagenan sebagai proksi untuk teori *trade-off*, *signaling*, *Pecking Order* dan keagenan. Profitabilitas ditemukan berhubungan negatif dengan utang sehingga sesuai dengan hipotesis *Pecking Order*. Hasil ini didukung oleh Mutamimah (2003).

Fama dan French (2002) menguji variabel-variabel profitabilitas, kesempatan investasi serta volatilitas arus kas bersih untuk diteliti pengaruhnya terhadap hutang dan dividen. Hubungan negatif antara profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap hutang dan hubungan positif antara

ukuran perusahaan sebagai proksi volatilitas dengan hutang sesuai dengan teori *Pecking Order*. Hasil ini diperkuat oleh Benito (2003).

Djakman dan Halomoan (2001) menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara defisit kas dengan perubahan hutang jangka panjang perusahaan. Hasil ini dikonfirmasi oleh Mutamimah (2003).

Nasruddin (2004) menggunakan variabel-variabel yang mewakili teori *trade-off* dan *Pecking Order* dimana ditemukan hasil yang berbeda untuk rasio-rasio hutang yang digunakan. Tidak terdapat kesimpulan umum yang diambil mengenai dukungan atau penolakan terhadap teori *trade-off* dan atau *Pecking Order*.

Penelitian ini bermaksud menguji kembali berlakunya teori *Pecking Order* di pasar modal Indonesia dengan studi kasus pada emiten syariah yang terdaftar di bursa efek Jakarta. Pasar modal Indonesia mengalami perkembangan yang menarik pada tahun 2003 yang ditandai dengan diluncurkannya pasar modal syariah. Produk-produk yang ditawarkan diantaranya reksadana syariah, obligasi syariah dan *Jakarta Islamic Index*. Emiten yang kegiatan operasionalnya tidak bertentangan dengan prinsip syariah dapat dikategorikan emiten syariah dan sahamnya disebut saham syariah.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah perilaku pendanaan emiten syariah di Bursa Efek Jakarta dapat dijelaskan melalui model penjelas teori *Pecking Order*.

## PENDEKATAN MODIGLIANI MILLER

Struktur modal adalah perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa dalam suatu perusahaan (Sartono, 1998). Teori struktur modal menjelaskan bagaimana pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan atau biaya modal (Husnan, 1993).

Pendekatan Modigliani dan Miller dengan asumsi pasar yang sempurna dan tidak ada pajak menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan atau dengan kata lain struktur modal tidak relevan. Setelah memasukkan unsur pajak, struktur modal menjadi relevan karena perusahaan yang menggunakan hutang dalam struktur modalnya akan mendapatkan penghematan pajak. Penghematan ini didapatkan karena penghasilan kena pajak akan berkurang akibat penggunaan hutang sehingga jumlah pajak yang dibayarkan lebih kecil dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki hutang.

Pendekatan ini akan membawa pada kesimpulan semakin banyak penggunaan hutang pada struktur modal maka semakin besar penghematan yang diraih sehingga semakin baik bagi nilai perusahaan. Namun nilai perusahaan justru tidak akan maksimal dengan penggunaan hutang 100%. Ketidakefektifan pasar modal adalah yang menyebabkan timbulnya biaya kebangkrutan serta tingginya biaya modal baik disebabkan rating kredit yang rendah atau bila hutang telah mencapai titik tertentu. Dengan adanya biaya-biaya tersebut perusahaan dihadapkan pada pilihan untuk menyeimbangkan (*trade off*) manfaat dan biaya penggunaan hutang.

Modigliani dan Miller berpendapat bahwa perusahaan perlu bekerja pada *target debt ratio* atau rasio hutang yang ditargetkan karena penggunaan hutang sebanyak-banyaknya tidak menghasilkan struktur modal yang optimal. Dengan rasio hutang yang ditargetkan akan dijumpai adanya struktur modal yang optimal yaitu yang memaksimalkan nilai perusahaan atau meminimumkan biaya modal.

---

### **PECKING ORDER HYPOTHESIS**

---

Berkebalikan dengan teori struktur modal optimal yang menyatakan perlunya rasio hutang

yang ditargetkan, Myers (Ghos dan Cai, 1999) menyatakan bahwa tidak ada ketentuan target rasio hutang. Perusahaan mendasarkan keputusan pendanaannya pada preferensi menurut urutan pendanaan internal (pertama), pendanaan eksternal berupa hutang (kedua) dan pendanaan eksternal berupa ekuitas (ketiga). Inilah yang disebut *Pecking Order Theory*.

Jika terjadi asimetri informasi antara investor eksternal dengan pihak dalam perusahaan (*insider*) dimana pihak luar kurang mendapatkan informasi mengenai prospek dan risiko perusahaan dibandingkan pihak dalam maka pihak luar akan berusaha menafsirkan perilaku manajer termasuk dalam keputusan struktur modal. Sinyal berupa penerbitan saham ditafsirkan harga saham sudah terlalu tinggi sehingga akan terjadi *underpricing* pada saham baru yang diterbitkan perusahaan. Jadi dari sudut pandang perusahaan mendapatkan dana dengan cara menerbitkan saham baru akan lebih mahal dibandingkan menggunakan dana sendiri. Mamduh (2004) menyatakan bahwa penggunaan utang yang tinggi dapat juga ditafsirkan sebagai sinyal dari manajer mengenai keyakinan akan prospek perusahaan

---

### **HIPOTESIS**

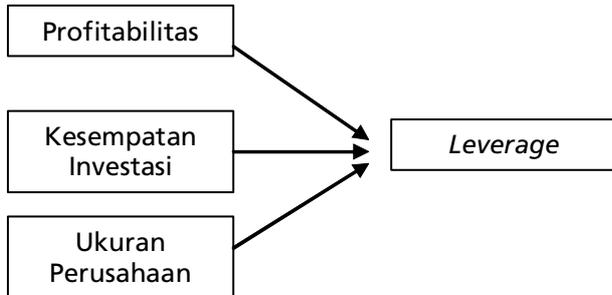
---

Berdasarkan tinjauan teoritis dan penelitian terdahulu dapat diturunkan sejumlah hipotesis sebagai berikut:

- H<sub>1</sub>: Sesuai dengan hipotesis *Pecking Order*, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal
- H<sub>2</sub>: Sesuai dengan hipotesis *Pecking Order*, kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap struktur modal
- H<sub>3</sub>: Sesuai dengan hipotesis *Pecking Order*, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal

**KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS**

Berdasarkan landasan teori dan hipotesis maka dapat dibuat suatu kerangka mikiran teoritis dalam bentuk model sebagai berikut:



**Gambar 1. Kerangka Pemikiran Teoritis**

**METODE**

**Variabel Penelitian**

**Leverage**

Istilah *leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Tingkat *leverage* dapat diukur dari besarnya sumber dana hutang yang digunakan perusahaan dalam struktur modalnya Rumus yang digunakan adalah *Total Debt to Total Assets (TDTA)*.

$$TDTA = \text{Hutang total} / \text{Aktiva total}$$

**Profitabilitas**

Karena adanya biaya-biaya seperti biaya asimetri informasi dan biaya kebangkrutan pada penggunaan dana eksternal maka penggunaan dana milik sendiri (laba ditahan) oleh perusahaan dianggap lebih murah. Karena itu perusahaan yang mampu mendapatkan keuntungan yang tinggi (*profitable*) akan cenderung banyak memanfaatkan

dana sendiri untuk keperluan investasi. Tingkat hutang perusahaan yang *profitable* dengan demikian akan semakin rendah. Jadi tingkat hutang dan tingkat profitabilitas, yang sama-sama diukur dengan aktiva, dianggap berhubungan negatif. Profitabilitas pada penelitian ini diukur dengan rasio ROA.

**Kesempatan Investasi**

Bagi perusahaan, kesempatan untuk bertumbuh atau melakukan investasi akan meningkatkan kebutuhan akan dana. Ini berarti, di samping dana internal yang tersedia, diperlukan juga tambahan dana yang berasal dari luar perusahaan termasuk hutang.

Hubungan positif antara kesempatan investasi dengan hutang dapat diharapkan terjadi dalam model *Pecking Order* khususnya jika rasio hutang diukur dengan nilai buku, bukan nilai pasar (Benito, 2003). Kesempatan investasi diukur dengan pertumbuhan aktiva yang dirumuskan:

$$dAt/At = (At - At-1)/At.$$

**Ukuran Perusahaan**

Model *Pecking Order* memprediksi perusahaan dengan volatilitas arus kas bersih memiliki tingkat *leverage* yang lebih kecil. Sebagaimana dalam Fama and French (2002), volatilitas dapat dilihat dari ukuran perusahaan dimana semakin besar perusahaan maka semakin kecil volatilitas arus kasnya. Perusahaan besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan dan pada gilirannya akan meningkatkan kapasitas hutang.

Hubungan antara ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* secara teoritis tidak jelas, tergantung untuk proksi apa ukuran perusahaan tersebut (Wiwattanakantang, 1999). Ukuran perusahaan sebagai proksi dari volatilitas arus kas diukur dengan logaritma *natural* dari nilai buku aktiva. Ukuran perusahaan diprediksi berhubungan positif dengan tingkat *leverage*.

**Obyek Penelitian**

Obyek penelitian dilakukan pada saham emiten syariah yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* selama periode 2001 sampai dengan 2004. Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*. Perusahaan yang dijadikan sampel merupakan perusahaan yang memenuhi kriteria berikut (Hamzah, 2005): (1) Saham emiten yang halal berdasarkan ketentuan syariah, kehalalan suatu saham disahkan oleh Dewan Pengawas Syariah. (2) Saham-saham tersebut terdaftar di *Jakarta Islamic Index*. (3) Perusahaan masuk 30 besar dalam *Jakarta Islamic Indeks* minimal 3 kali dari periode Januari 2001 sampai Desember 2004. (4) Perusahaan emiten menerbitkan laporan keuangan tahunan selama periode Januari 2001 sampai Desember 2004.

Data variabel-variabel keuangan perusahaan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan *JSX Watch*. Dengan kriteria tersebut didapatkan 29 perusahaan

**Analisis Data**

F-test dan t-test digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama dan secara parsial. Model pengujian variabel-variabel profitabilitas,

kesempatan investasi dan ukuran perusahaan dapat ditunjukkan sebagai berikut:

$$Y = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + e$$

Notasi:

- Y = leverage
- $\alpha_0$  = konstanta
- $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  = koefisien variabel independen
- X1 = variabel profitabilitas
- X2 = variabel kesempatan investasi
- X3 = variabel ukuran perusahaan
- e = kesalahan pengganggu

---

**HASIL**

---

**Uji Asumsi Klasik**

Dalam analisis regresi berganda terdapat beberapa asumsi klasik yang melandasinya. Pengujian dilakukan untuk memastikan terpenuhinya asumsi-asumsi tersebut. Model regresi mengasumsikan normalitas distribusi data residual. Uji normalitas dapat dilakukan menggunakan uji Kolmogorof-Smirnov. Hasil uji yang dilakukan menunjukkan bahwa data residual berdistribusi normal. Untuk pengujian multikolineritas menunjukkan bahwa model tidak terjadi

**Tabel 1. Hasil Regresi**

Variabel	Koef. Regresi (b)	Standar Error (Seb)	t hitung	Keterangan
(Constant)	-0.571	-0.169	-3.378	
PROF	-0.004	0.002	-2.260	Signifikan
INV	-0.128	0.085	-1.498	Tidak signifikan
LNASSET	0.074	0.011	6.514	Signifikan
R	0,550			
Adjusted R Square	0,320			
F hitung	16.150			
Probabilitas	0,000			

multikolinearitas, hal ini tampak dari nilai VIF yang di bawah 10.

Gujarati (2003) menyatakan bahwa tidak semua asumsi klasik berlaku untuk setiap tipe data Masalah autokorelasi yakni korelasi antar anggota dapat terjadi pada data runtut waktu (*time series*) atau pada data *cross section*. Penelitian ini menggunakan tipe data kombinasi *cross section* dan *time series* atau disebut *pooled data* sehingga tidak dilakukan uji autokorelasi. Masalah heteroskedastisitas dapat terjadi bila *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tidak sama. Uji Glejser yang digunakan untuk menguji heteroskedastisitas dilakukan dengan cara meregresikan *absolute residual* terhadap variabel independen. Hasil regresi menunjukkan tidak ada variabel independen yang signifikan mempengaruhi variabel dependen maka disimpulkan bahwa model regresi memenuhi asumsi homoskedastisitas.

Pengujian secara simultan sebagaimana terdapat pada Tabel 1 menunjukkan bahwa pada taraf signifikansi 5% variabel-variabel yang digunakan bersama-sama mempengaruhi struktur modal secara signifikan atau dengan kata lain model regresi dapat digunakan untuk memprediksi struktur modal. Persamaan regresi yang terbentuk adalah sebagai berikut:

$$\text{LEVERAGE} = -0,571 - 0,004 \text{ PROFITABILITY} - 0,128 \text{ INVESTMENT OPPORTUNITY} + 0,074 \text{ LnASSETS}$$

## PEMBAHASAN

Variabel profitabilitas ditemukan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan arah hubungan negatif. Hal ini sesuai dengan prediksi teori *Pecking Order*. Temuan ini merupakan dukungan atas temuan Fama dan French (2002), Benito (2003), Wiwattanakantang (1999) dan Mutamimah (2003).

Variabel kesempatan investasi yang diwakili dengan ukuran pertumbuhan aktiva ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini tidak mendukung teori *Pecking Order*. Temuan ini juga tidak konsisten dengan Fama dan French (2002), Benito (2003). Perbedaan ini kemungkinan disebabkan karena jumlah sampel yang relatif kecil dan periode penelitian yang pendek. Fama dan French (2002) menggunakan sampel perusahaan Amerika Serikat dari tahun 1965 sampai 1997. Sedangkan Benito (2003) menggunakan sampel sejumlah 366 perusahaan dengan 3561 pengamatan.

Variabel *logaritma natural* total aktiva ditemukan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Arah hubungan yang didapatkan diantara keduanya adalah positif, sesuai dengan prediksi teori *Pecking Order* bahwa semakin besar ukuran perusahaan (yang menunjukkan semakin kecilnya fluktuasi pendapatan dan arus kas) maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan mendapatkan hutang.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji berlakunya teori *Pecking Order* di Indonesia dengan studi kasus pada emiten syariah tahun 2001 hingga 2004. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebagian besar memberikan hasil yang konsisten dengan prediksi teori *Pecking Order*. Variabel-variabel tersebut adalah profitabilitas dan ukuran perusahaan. Dengan semakin tingginya tingkat keuntungan perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* semakin rendah tingkat hutang yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan yang besar yang ditunjukkan dengan nilai aktiva memberikan akses yang lebih besar bagi perusahaan-perusahaan pada *Jakarta Islamic Index*

untuk mendapatkan hutang. Sementara untuk variabel kesempatan investasi tidak ditemukan berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat (*leverage*). Secara umum hasil penelitian ini memberikan dukungan atas berlakunya *Pecking Order Theory* di Indonesia.

### Saran

Keterbatasan penelitian ini antara lain pada sedikitnya sampel dan jumlah observasi yang digunakan. Metodologi serta variabel yang dipakai masih terbatas dan sedikit. Penelitian berikutnya dapat mengembangkan metodologi yang lebih sesuai untuk karakteristik pasar modal Indonesia. Variabel-variabel yang dipakai dapat ditambah termasuk ukuran-ukuran yang digunakan sebagai proksi variabel tersebut.

---

### DAFTAR PUSTAKA

---

- Benito, A. 2003. *The Capital Structure of Firms: Is There A Pecking Order?* Banco De Espana, Madrid, tersedia di [www.bde.es](http://www.bde.es)
- Djakman, C D and Gina H. 2001. Pengujian Pecking Order Hypothesis pada emiten di Bursa Efek Jakarta 1994 dan 1995. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 4 No. 3, 303-313.
- Fama, E.F. and Kenneth R. 2002. Testing Trade Off Predictions About Dividends and Debt. *Review of Financial Studies* Vol. 15, pp. 1-33
- Frank, M Z and Vidhan K. G. 2005. *Trade Off And Pecking Order Theories Of Debt*. Center For Corporate Governance. Tuck School Of Dart Mouth.
- Ghos, A and Chai, F 1999. Capital Structure: New Evidence of Optimality And Pecking Order Theory. *American Business Review*, Vol. 17 Iss. 1, pp. 32- 39.
- Hamzah, A. 2005. Analisa Ekonomi Makro, Industri dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Beta Saham Syariah. *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi VIII*, KAKPM 23.
- Mamduh, H, 2004. *Manajemen Keuangan*. UPP AMP YKPN Jogjakarta
- Mutamimah. 2003. Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-perusahaan Non Finansial yang Go Public di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Strategi*, Vol. 11 Th. VIII.
- Nasruddin. 2004. Faktor-faktor yang Menentukan Keputusan Struktur Modal: Studi Empirik pada Perusahaan Industri Farmasi di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Investasi* Vol. 5, No. 1, pp. 47-62
- Sartono, A. 1998. *Manajemen Keuangan*. BPFE Jogjakarta.
- Wiwattanakantang, Y. 1999. An Empirical Study on The Determinants of The Capital Structure of Thai Firms. *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 7, pp. 371-403