

JURNAL WIDYA MANAJEMEN & AKUNTANSI

Journal of Widya Management and Accounting

Volume 5 Nomor 3, Desember 2005

ARTIKEL

FX. AGUS JOKO WALUYO

Pengujian *Pecking Order Theory* dan *Static Trade Off Theory* pada Perusahaan *Go Public* di BEJ.

AHMAD TAUFIQ

NUR SAYIDAH

Rancangan Sistem Informasi Manufaktur Terintegrasi untuk Mempercepat Waktu Pengiriman Produk (Studi Kasus Jasa Enjiniring, Manufaktur dan Kontruksi di BBI)

TEMAN KOESMONO

Pengaruh Motivasi dan Kepemimpinan terhadap Disiplin Kerja dan Perilaku serta Kinerja Karyawan *Sub Section Level* pada PT. Bogasari Flour Mill.

SUHARTONO

Neural Networks, ARIMA and ARIMAX Models for Forecasting Indonesian Inflation.

ANNA TRIWIJAYATI

MERLIN ASTANTO

Markow Chain Analysis : Peramalan Pangsa Pasar dan Pola Perpindahan Merek Berdasarkan Persepsi Konsumen pada Produk Minyak Goreng di Surabaya.

HERLINA YOKA ROIDA

UTOMO SUKAMTO

N. AGUS SUNARJANTO

Analisis Pasar Regional Kawasan Asia Timur (Cina, Hongkong, Jepang, dan Korea Selatan) dalam Hubungannya dengan Pasar Dunia.

SRI WAHJUNI ASTUTI

KARINA WIHARSA

Pengaruh *Informativeness*, *Entertainment*, dan Kredibilitas Iklan terhadap Sikap *Audience* atas Iklan Nokia di Web.

JURNAL WIDYA MANAJEMEN & AKUNTANSI

Journal of Widya Management and Accounting

Volume 5 Nomor 3, Desember 2005

Redaksi	i
Daftar Isi	ii
FX. AGUS JOKO WALUYO Pengujian <i>Pecking Order Theory</i> dan <i>Static Trade Off Theory</i> pada Perusahaan <i>Go Public</i> di BEJ.	261 - 275
AHMAD TAUFIQ NUR SAYIDAH Rancangan Sistem Informasi Manufaktur Terintegrasi untuk Mempercepat Waktu Pengiriman Produk (Studi Kasus Jasa Enjiniring, Manufaktur dan Kontruksi di BBI).	276 - 297
TEMAN KOESMONO Pengaruh Motivasi dan Kepemimpinan terhadap Disiplin Kerja dan Perilaku serta Kinerja Karyawan <i>Sub Section Level</i> pada PT. Bogasari Flour Mill.	298 - 310
SUHARTONO <i>Neural Networks, ARIMA and ARIMAX Models for Forecasting Indonesian</i> <i>Inflation</i>	311 - 322
ANNA TRIWIJAYATI MERLIN ASTANTO Markow Chain Analysis : Peramalan Pangsa Pasar dan Pola Perpindahan Merek Berdasarkan Persepsi Konsumen pada Produk Minyak Goreng di Surabaya.	323 - 342
HERLINA YOKA ROIDA UTOMO SUKAMTO N. AGUS SUNARJANTO Analisis Pasar Regional Kawasan Asia Timur (Cina, Hongkong, Jepang, dan Korea Selatan) dalam Hubungannya dengan Pasar Dunia.	343 - 359
SRI WAHJUNI ASTUTI KARINA WIHARSA Pengaruh <i>Informativeness, Entertainment</i> , dan Kredibilitas Iklan terhadap Sikap <i>Audience</i> atas Iklan Nokia di Web.	360 - 372

PENGUJIAN PECKING ORDER THEORY DAN STATIC TRADE OFF THEORY PADA PERUSAHAAN GO PUBLIC DI BEJ

FX. Agus Joko Waluyo *

Abstract

This research will briefly test whether financing decision of go public companies in Jakarta Stock Exchange based on pecking order theory or static trade off theory. The sources of data are from financial report of 158 manufacture companies in Jakarta Stock Exchange from 1998 to 2002. Variables to measure consist of dependent variable (additional new debt) and independent variables (deficit internal cash flows, tax saving excluding debt, the opportunity to growth, company size and company risk). Statistical modeling by linear regression with degree of confidence 5% to F test and t test hypothesis is used to measure each variable.

The result shows that partially each independent variable influences significantly to additional new debt. Simultaneously, all independent variables influence additional new debt. R^2 value is 0.581 that means 58.1% changing in dependent variable (additional new debt) can explain by independent variables.

Keywords: *Financing decision, Pecking Order Theory, Static Trade Off Theory*

Pendahuluan

Tujuan perusahaan memaksimalkan nilai perusahaan, yang identik dengan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah keputusan pendanaan yang tercermin pada struktur modal. Salah satu teori struktur modal dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958) yaitu dengan asumsi tanpa pajak dan pasar sempurna, nilai perusahaan tidak tergantung keputusan pendanaan. Setelah mempertimbangkan pajak, pendapat Modigliani dan Miller berubah bahwa keputusan pendanaan dengan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena bunga hutang mengurangi penghasilan kena pajak. Hal ini menimbulkan *trade off* antara manfaat penghematan pajak dengan biaya kebangkrutan dari penggunaan hutang yang dikenal dengan *balancing theory* (Bayless dan Diltz, 1994). Tahun 1961 Modigliani dan Miller menjelaskan nilai perusahaan hanya ditentukan oleh *expected earning* dan risiko bisnis, atau nilai perusahaan tergantung pada pendapatan yang diharapkan dari aset, bukan pada bagaimana pendapatan didistribusikan dalam dividen dan laba ditahan (Brigham *et al.* 1999, 450). Selanjutnya Miller (1977) melengkapi selain mempertimbangkan pajak penghasilan, perusahaan juga mempertimbangkan pajak perseorangan (asumsi pajak perseorangan progresif) yang diperoleh dari hutang, pada kondisi

* Staf Pengajar FE Unika Widya Mandala Surabaya

ekuilibrium pendapat Miller kembali mendukung teori Modigliani dan Miller (1958).

Penelitian ini lebih difokuskan pada dua teori yaitu *pecking order theory* (POT) dan *static trade off theory* (STO), karena teori tersebut menunjukkan bahwa struktur modal sebagai wujud dari kebijakan pendanaan memiliki implikasi penting terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengacu pada tujuan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Shyam dan Myers (1999) menjelaskan jika perusahaan mengalami defisit arus dana internal, maka ditutup dengan penerbitan hutang baru (hasil penelitian ini mendukung POT). Kritik terhadap penelitian Shyam dan Myers dilakukan oleh Chirinko dan Singha (2000), karena dalam persamaan yang dipakai hanya mempertimbangkan hutang tetapi tidak dapat mengidentifikasi persoalan ekuitas. Selain itu, sampel yang digunakan hanya perusahaan yang berada pada tahap dewasa saja, tidak mencakup perusahaan pada tingkat pertumbuhan yang berbeda. Dalam *pecking order theory* dijelaskan urutan pendanaan perusahaan mulai dari laba internal, selanjutnya penerbitan hutang baru dan terakhir penerbitan saham baru. Hal ini secara eksplisit tidak memperhatikan risiko, walaupun urutan pendanaan tersebut sebenarnya didasarkan pada ketidakpastian prospek perusahaan di masa mendatang. Perusahaan yang mengikuti urutan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* dianggap memberi sinyal kepada investor bahwa perusahaan memiliki prospek baik.

Dalam *static trade off theory* dijelaskan bahwa, yang dipertimbangkan dalam penentuan struktur modal tidak hanya biaya kebangkrutan, tetapi juga mempertimbangkan risiko yang dihadapi manajer karena dapat kehilangan pekerjaan. Jika laba perusahaan relatif kecil, menyebabkan laba banyak terkuras untuk membayar biaya bunga dan cicilan hutang, ini mengakibatkan perusahaan kurang berkembang dan prestasi perusahaan mengalami penurunan, sehingga kinerja manajer dianggap gagal. *Pecking order theory* juga berarti perusahaan yang melakukan penambahan hutang baru hanya disebabkan adanya defisit arus dana internal (Baskin, 1989; Bayless dan Diltz, 1994; Shyam dan Myers, 1999). Namun berdasarkan hasil penelitian empiris yang dilakukan beberapa peneliti menunjukkan, ada beberapa variabel yang ikut mempengaruhi penambahan hutang baru (mendukung *static trade off theory*). Beberapa variabel yang berpengaruh dalam penambahan hutang baru adalah penghematan pajak bukan hutang (Adedeji, 2001), peluang pertumbuhan perusahaan diproksi dengan *total assets growth* (Baskin, 1989; serta Chang dan Rhee, 1989), ukuran perusahaan diproksi dengan *total sales* (Baskin, 1989; serta Chang dan Rhee, 1989; Adedeji, 2001), serta risiko perusahaan diproksi dengan deviasi standar *return on assets* (Barton et al, 1989; Chang dan Rhee, 1989; serta Bayless dan Diltz, 1994). Hasil penelitian empiris menunjukkan, tidak semua variabel yang digunakan memberikan hasil yang konsisten dalam mempengaruhi penambahan hutang baru.

Rumusan Masalah

Berdasar uraian di atas yang menjadi kajian dalam penelitian adalah: apakah keputusan pendanaan perusahaan *go public* di BEJ berdasarkan *pecking order theory* atau *static trade off theory* yang ditunjukkan oleh pengaruh defisit

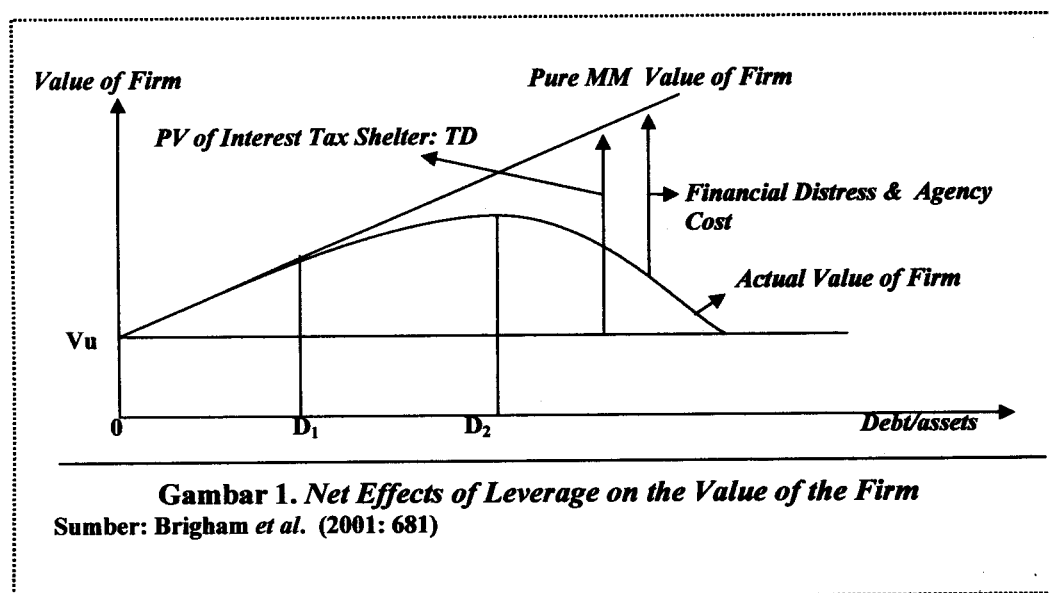
arus dana internal, penghematan pajak non hutang, peluang pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, serta risiko perusahaan terhadap penambahan hutang baru?

Tinjauan Kepustakaan

Struktur modal sebagai wujud keputusan pendanaan, memiliki implikasi terhadap nilai perusahaan selain keputusan investasi dan deviden. Keputusan pendanaan merupakan keputusan manajemen dalam menentukan sumber pendanaan baik dari modal internal (laba ditahan) maupun modal eksternal (hutang serta ekuitas). Untuk pembahasan teori struktur modal, lebih difokuskan pada dua teori yang menjadi pokok bahasan yaitu *pecking order theory* dan *static trade off theory*.

1. Static Trade Off Theory (STO)

Bayless dan Diltz (1994) menjelaskan bahwa dalam *static trade off theory*, struktur modal optimal terjadi karena proses *trade off* antara manfaat penghematan pajak (*tax shield of leverage*) dengan biaya penggunaan hutang (*cost of financial distress and agency cost of leverage*). Dalam *static trade off theory* terdapat dua implikasi penting yaitu perusahaan dengan risiko bisnis tinggi lebih baik menggunakan sedikit hutang. Hal ini akan memperbesar biaya bunga serta menurunkan laba, sehingga perusahaan mengalami *financial distress*. Perusahaan yang terkena tarif pajak tinggi, memperoleh penghematan pajak lebih tinggi bila menggunakan lebih banyak hutang. *Static trade off theory* tidak membedakan urutan pemilihan sumber pendanaan, ini berarti bahwa ekuitas tidak dibedakan apakah diperoleh dari laba ditahan atau dari penerbitan saham baru, akan tetapi merupakan kombinasi dari keduanya. Brigham *et al*, (2001:681) menjelaskan konsep *balancing theory* dalam Gambar 1 sebagai berikut:



Garis Vu menunjukkan perusahaan tidak menggunakan hutang, maka nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham adalah konstan. Saat perusahaan menggunakan hutang menyebabkan nilai perusahaan bergerak naik, karena pembayaran bunga hutang memberikan manfaat bagi perusahaan berupa penghematan pajak. Argumentasi ini mendasari model Modigliani dan Miller kedua, bahwa nilai perusahaan dengan hutang akan maksimum bila perusahaan menggunakan 100% hutang yang ditunjukkan oleh garis linier yang naik. Peningkatan hutang mengakibatkan terjadinya peningkatan risiko kebangkrutan, sehingga *bondholder* mensyaratkan tingkat bunga yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko tersebut. Titik D_1 merupakan ambang batas yang menunjukkan peningkatan biaya bunga yang diinginkan *bondholder* semakin tinggi dan di titik tersebut biaya kebangkrutan dianggap material, sehingga membatasi perusahaan dalam memanfaatkan penggunaan hutang. Risiko kebangkrutan juga meningkatkan kekhawatiran *stockholder* terhadap biaya kebangkrutan. Pergerakan nilai perusahaan tercermin pada harga pasar saham yang setelah melampaui ambang batas D_1 mulai menunjukkan peningkatan yang rendah hingga akhirnya mencapai titik D_2 , titik tersebut merupakan titik belok yang merubah tanda slope nilai perusahaan dari positif menjadi negatif. *Balancing theory* menganggap bahwa struktur modal optimal terjadi pada titik D_2 yang mencerminkan *trade off* antara pemanfaatan hutang dengan risiko kebangkrutan. Gambar tersebut juga mengindikasikan bahwa biaya modal tertimbang menurun sejalan dengan penggunaan hutang dan biaya modal tertimbang mencapai titik minimum saat struktur modal berada pada titik D_2 .

2. *Pecking Order Theory* (POT)

Pecking order theory menjelaskan urutan dalam pemilihan sumber dana, konsep ini merupakan pengembangan dari penemuan Donaldson (1961) tentang kebijakan penetapan struktur modal. Myers (1984) berpendapat bahwa keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* mengikuti urutan pendanaan tertentu dengan mempertimbangkan beberapa aspek yaitu:

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal.
2. Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen dengan peluang investasi.
3. Kebijakan dividen bersifat *sticky*, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi.
4. Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan memilih sumber dana dari hutang karena dipandang lebih aman dari ekuitas. Ekuitas merupakan pilihan terakhir sebagai sumber dana untuk memenuhi kebutuhan investasi.

Menurut Myers (1984) terdapat *inconsistency* antara *static trade off theory* dan *pecking order theory*. Konsep *pecking order theory* membedakan ekuitas yang diperoleh dari laba ditahan dan penerbitan saham baru karena urutan atau prioritas sumber pendanaan menempatkan laba ditahan pada posisi paling atas, sedangkan penerbitan saham baru berada pada urutan paling bawah. *Static trade off theory* tidak membedakan urutan pemilihan sumber pendanaan, oleh karena itu ekuitas

tidak dibedakan diperoleh dari laba ditahan atau dari penerbitan saham baru, atau merupakan kombinasi dari keduanya. Myers, mengkritik asumsi yang dipakai *static trade off theory* bahwa pelaku pasar memiliki informasi serta ekspektasi yang sama dengan pihak manajemen, dalam prakteknya antar pelaku pasar terjadi *asymmetric information*, sehingga diperlukan keputusan berjenjang ketika memilih sumber dana.

Mengacu *pecking order theory*, perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal sebagai alternatif awal untuk memenuhi kebutuhan investasi, hal ini untuk mereduksi masalah dan biaya yang menyertai pendanaan eksternal, yaitu adanya berbagai perjanjian dengan kreditor yang dapat membatasi keputusan pendanaan perusahaan di masa mendatang, serta adanya kecenderungan harga saham lama turun ketika perusahaan melakukan emisi saham baru. Laba ditahan merupakan modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan, laba ditahan ditingkatkan jika peluang investasi di dalam perusahaan lebih menguntungkan daripada investasi di luar, tetapi jika lebih menguntungkan di luar perusahaan, sebaiknya perusahaan membayarkan labanya sebagai dividen. Keuntungan pendanaan dari laba ditahan adalah waktu penggunaan dana tidak terbatas, biaya penggunaan dana yang relatif lebih rendah serta relatif berisiko kecil, tetapi karena laba ditahan tergantung pada besarnya laba perusahaan yang sulit terprediksi, sehingga penggunaannya menjadi terbatas, oleh sebab itu dana eksternal masih diperlukan ketika dana internal tidak mencukupi.

Alternatif kedua yang dipilih sebagai sumber pendanaan adalah hutang, meski terdapat beberapa kekurangan dan mengandung risiko tinggi, namun dianggap memiliki biaya relatif kecil daripada emisi saham baru. Hutang mendorong manajer untuk lebih disiplin dalam berinvestasi secara tepat, hal ini memberikan tekanan untuk terus melakukan perbaikan dalam mewujudkan efisiensi operasional perusahaan (Brealy dan Myers, 2000:528). Tindakan ini didorong adanya tekanan psikologis bahwa perusahaan berkewajiban untuk membayar hutang dan bunga secara tepat waktu jika tidak ingin perusahaannya dikenai sanksi atau dinyatakan bangkrut.

Alternatif pendanaan yang terakhir adalah dengan melakukan emisi saham baru. Jensen dan Meckling (1976) menerangkan bahwa dalam emisi saham baru terdapat beberapa implikasi yang merugikan perusahaan yaitu:

1. Adanya biaya transaksi yang dikeluarkan dalam rangka emisi saham baru.
2. Adanya kecenderungan harga saham perusahaan turun.
3. Menimbulkan konflik antara pemegang saham lama dan pemegang saham baru yang secara tidak langsung dapat mempengaruhi kinerja perusahaan.
4. Makin tersebarnya kepemilikan atas perusahaan, hal ini dapat meningkatkan biaya pengawasan.

Manfaat penggunaan ekuitas adalah kondisi perusahaan menjadi lebih sehat, sehingga di masa mendatang ada kemungkinan biaya yang dikeluarkan perusahaan atas emisi saham baru, menjadi lebih murah daripada menggunakan sumber dana yang lain. Bila terdapat *asymmetric information* antara pihak manajemen dengan pelaku pasar, perusahaan hanya menerbitkan saham baru, jika

perusahaan merasa memiliki peluang investasi yang sangat menguntungkan serta tidak dapat ditunda, sementara sumber dana lain sudah tidak mencukupi atau jika manajemen merasa yakin harga saham baru tersebut *overvalue*.

3. Pengaruh Defisit Arus Dana Internal terhadap Penambahan Hutang

Analisis keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* menjelaskan urutan pemilihan sumber dana, konsep ini merupakan pengembangan dari penelitian Donaldson (1961), mengenai kebijakan penetapan struktur modal. Penelitian yang dilakukan Shyam dan Myers (1999), menyatakan perusahaan melakukan penambahan hutang baru hanya disebabkan adanya defisit arus dana internal, ini berarti bahwa defisit arus dana internal memiliki pengaruh positif terhadap penambahan hutang baru. *Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan mulai dari laba ditahan, penambahan hutang dan terakhir penerbitan saham baru. Sedangkan *static trade off theory* tidak membedakan urutan pemilihan sumber pendanaan, maka ekuitas tidak dibedakan apakah diperoleh dari laba ditahan atau penerbitan saham baru.

H1: Defisit arus dana internal memiliki pengaruh positif terhadap penambahan hutang.

4. Pengaruh Penghematan Pajak Bukan Hutang terhadap Penambahan Hutang.

Hasil penelitian empiris menunjukan terdapat variabel lain yang mempengaruhi penambahan hutang baru seperti penghematan pajak bukan hutang (Adedeji, 2001). Adedeji menjelaskan bahwa bila perusahaan mengalami defisit arus dana internal, untuk memenuhi kekurangan dana tersebut ditutup dengan penambahan hutang, karena penggunaan hutang menimbulkan biaya bunga yang dapat dipakai untuk mengurangi penghasilan kena pajak, ditinjau dari sudut pendanaan depresiasi dan amortisasi merupakan pengeluaran perusahaan bukan dalam bentuk tunai. Hal ini bagi perusahaan dapat digunakan sebagai salah satu sumber pendanaan dalam melakukan suatu investasi.

H2: Penghematan pajak bukan hutang memiliki pengaruh positif terhadap penambahan hutang.

5. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan terhadap Penambahan Hutang

Variabel lain yang mencerminkan prospek perusahaan diproksikan dengan pertumbuhan perusahaan selama periode waktu tertentu (Baskin, 1989; dan Chang dan Rhee, 1989). Hasil penelitian membuktikan bahwa penjualan berdampak negatif terhadap struktur modal. Efek negatif menunjukkan bahwa penjualan merupakan sumber penerimaan perusahaan yang terkait dengan laba perusahaan. Semakin tinggi penjualan dengan asumsi *increasing return to scale*, akan meningkatkan efisiensi perusahaan dan juga mencerminkan peluang investasi pada masa yang akan datang.

Penelitian empiris yang dilakukan oleh Baskin (1989) dan Chang dan Rhee (1989), menunjukkan bahwa pertumbuhan total aktiva berdampak positif terhadap struktur modal. Hasil tersebut menunjukkan bahwa bila investasi (pertumbuhan

total aktiva) melebihi sumber dana internal, maka terdapat kebutuhan investasi yang belum terpenuhi oleh ketersediaan sumber internal, kekurangan tersebut ditutup melalui penambahan hutang, ini berarti ukuran perusahaan berdampak positif terhadap struktur modal.

H3: Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap penambahan hutang.

H4: Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap penambahan hutang.

6. Pengaruh Risiko Perusahaan terhadap Penambahan Hutang

Risiko perusahaan diproksi dari deviasi standar *return on assets* (Barton *et al*, 1989; Chang dan Rhee, 1989; serta Bayless dan Diltz, 1994). Perusahaan yang memiliki risiko keuangan rendah lebih menyukai menggunakan sumber pendanaan hutang, sebaliknya jika risiko keuangan perusahaan moderat atau tinggi lebih menyukai menggunakan sumber pendanaan selain hutang.

H5: Risiko perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap penambahan hutang.

Metode Penelitian

1. Data dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian adalah perusahaan *go public* di Bursa Efek Jakarta. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan tertentu dari peneliti seperti:

1. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan *manufaktur* yang *go public* di BEJ.
2. Perusahaan yang diteliti selalu terdaftar di BEJ selama periode penelitian.

Data yang dipakai data sekunder dan merupakan data kuantitatif berupa laporan keuangan perusahaan tahun 1997-2002, diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*.

2. Variabel Penelitian

- 1) Variabel terikat adalah penambahan hutang baru (ΔD).
- 2) Variabel bebas terdiri dari:
 - a) Defisit arus dana internal (DEF).
 - b) Penghematan pajak bukan hutang (NDTS).
 - c) Peluang pertumbuhan perusahaan (TAG).
 - d) Ukuran perusahaan (TS).
 - e) Risiko perusahaan (σROA).

Definisi operasional masing-masing variabel penelitian

1. Penambahan hutang baru:

$$\Delta D_{it} = \ln (D_{it} - D_{it-1})$$

Keterangan:

ΔD_{it} = penambahan hutang baru

D_{it} = hutang perusahaan i pada tahun ke-t

D_{it-1} = hutang perusahaan i pada tahun ke-t-1

2. Variabel bebas terdiri:

a). Defisit arus dana internal:

$$DEF_{it} = (X_{it} + \Delta W_{it} + R_{it} + DIV_{it}) - C_{it}$$

X_{it} = capital expenditures

ΔW_{it} = net working capital

R_{it} = long term debt repayment

DIV_{it} = dividend payments

C_{it} = operating cash inflows

Bila menghasilkan nilai negatif diberi skor 1, dan bila menghasilkan nilai positif diberi skor 0.

b). Penghematan pajak bukan hutang:

$$NDTS_{it} = \frac{\text{Depresiasi}_{it} + \text{Amortisasi}_{it}}{\text{Total Assets}_{it}}$$

c). Peluang pertumbuhan perusahaan:

$$TAG_{it} = \frac{\text{Total Assets}_{it} - \text{Total Assets}_{it-1}}{\text{Total Assets}_{it-1}}$$

d) Ukuran perusahaan diproksi dengan *ln total sales* pada tahun ke-t.

e) Risiko perusahaan diproksi dengan deviasi standar *return on assets*:

$$\sigma ROA = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (ROA_{it} - \overline{ROA})^2}{n-1}}$$

ROA dihitung sebagai berikut:

$$ROA_{it} = \frac{\text{Laba Usaha}_{it}}{\text{Total Assets}_{it}}$$

Analisis

Analisis data menggunakan regresi linier berganda, untuk pengujian hipotesis penelitian menggunakan Uji-t dan Uji F dengan program statistik SPSS for windows release 11.5. Adapun deskripsi data penelitian adalah:

1. Penambahan Hutang Baru

Tabel 1
Deskripsi Variabel Penambahan Hutang Baru

Variabel	Maximum	Σ Perusahaan	%
ΔD 1998	15.298.767.111	11	6,9%
ΔD 1999	48.216.243.315	15	9,5%
ΔD 2000	375.403.206.254	33	17,1%
ΔD 2001	521.846.903.528	46	29,1%
ΔD 2002	712.673.605.476	54	34,2%

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1998-2002, diolah

Pada Tabel 1 nampak nilai penambahan hutang baru dan jumlah perusahaan yang melakukan penambahan hutang meningkat. Tahun 1998-1999 jumlah perusahaan yang melakukan penambahan baru hanya 9,5% dari 158 perusahaan manufaktur. Krisis ekonomi menyebabkan suku bunga bank mencapai 70% per tahun, ini membawa konsekuensi beban bunga dan cicilan hutang meningkat, sehingga perusahaan tidak berani melakukan penambahan hutang. Mulai tahun 2000 jumlah perusahaan yang melakukan penambahan hutang baru meningkat cukup besar, ini karena kondisi makro ekonomi Indonesia mulai membaik.

2. Defisit Arus Dana Internal

Tabel 2.
Deskripsi Variabel Defisit Arus Dana Internal

Variabel	Maximum	Σ perusahaan yang mengalami defisit arus dana	Σ perusahaan yang menerbitkan saham
DEF 1998	783.806.116.997	126	82
DEF 1999	521.004.320.865	113	77
DEF 2000	356.847.621.410	91	65
DEF 2001	243.652.008.972	82	49
DEF 2002	181.558.706.897	67	46

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1998-2002, diolah

Berdasarkan Tabel 2. nampak jumlah perusahaan dan nilai maksimum defisit arus dana internal mengalami penurunan, tahun 1998-1999 lebih dari 113 perusahaan mengalami defisit arus dana internal. Krisis ekonomi mengakibatkan volume penjualan dan laba perusahaan menurun drastis. Baru tahun 2000-2002 tampak jumlah perusahaan yang mengalami defisit arus dana internal turun cukup besar, ini terjadi setelah kondisi ekonomi Indonesia mulai normal.

3. Penghematan Pajak Bukan Hutang

Tabel 3.
Deskripsi Variabel Penghematan Pajak Bukan Hutang

Variabel	Minimum	Maximum	Perusahaan yang nilai aktivasnya naik
NDTS 1998	0,00610	0,13748	8
NDTS 1999	0,00237	0,08115	15
NDTS 2000	0,00319	0,09350	31
NDTS 2001	0,00751	0,11470	53
NDTS 2002	0,02768	0,18090	68

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1998-2002, diolah

Selama periode penelitian nilai minimum NDTs dibawah 2,7% dan nilai maksimum NDTs dibawah 18%, ini berarti penghematan pajak bukan hutang yang diperoleh perusahaan sangat kecil. Kecilnya penghematan tersebut karena nilai investasi aktiva juga kecil yang tercermin pada kecilnya jumlah perusahaan yang mengalami kenaikan aktiva. Pada tahun 1998-2000 nampak bahwa perusahaan yang mengalami peningkatan aktiva hanya 19,6% dari 158 perusahaan manufaktur, hal ini karena tingkat produksi perusahaan di bawah kapasitas normal.

4. Peluang Pertumbuhan Perusahaan

Tabel 4.
Deskripsi Variabel Peluang Pertumbuhan Perusahaan

Variabel	Minimum	Maximum	Perusahaan yang pertumbuhannya positif
TAG 1998	0,55278	38,8832	8
TAG 1999	0,44526	1,49815	15
TAG 2000	0,58383	7,43056	31
TAG 2001	0,54948	6,11902	53
TAG 2002	0,75818	27,12810	68

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1998-2002, diolah

Selama periode penelitian variabel TAG memiliki nilai minimum negatif, ini berarti sebagian besar perusahaan tidak mengalami pertumbuhan. Nilai maksimum tahun 1998 cukup tinggi, ini menunjukkan ada perusahaan yang memperoleh keuntungan saat terjadi krisis ekonomi yaitu PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk. Hal ini karena perusahaan tersebut menggunakan 95% bahan baku lokal dalam proses produksinya, tapi produknya laku di pasar luar negeri. Pada tahun 1999-2001 nilai maksimum mengalami penurunan cukup drastis, ini menunjukkan krisis ekonomi menyebabkan sebagian besar perusahaan dalam kondisi kritis (perusahaan yang memiliki pertumbuhan positif hanya 33,5% dari 158 perusahaan manufaktur).

5. Ukuran Perusahaan

Tabel 5.
Deskripsi Variabel Ukuran Perusahaan

Variabel	Minimum	Maximum
TS 1998	12.323.682.648	2.134.904.873.673
TS 1999	23.367.280.561	1.318.013.853.000
TS 2000	44.202.366.050	2.763.097.946.750
TS 2001	116.188.549.760	7.418.013.000.000
TS 2002	187.207.909.115	13.104.315.005.735

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1998-2002, diolah

Total sales merupakan proksi dari ukuran perusahaan, berdasar Tabel 5. terlihat bahwa nilai maximum dan minimum TS pada tahun 1998-2000 sangat kecil. Ini menunjukkan penurunan daya beli masyarakat karena krisis ekonomi, menyebabkan tingkat penjualan perusahaan menurun drastis, hal ini membawa konsekuensi tingkat produksi perusahaan di bawah kapasitas normal. Mulai tahun

2001 nilai *total sales* mengalami peningkatan sangat tajam, karena kondisi perekonomian Indonesia berangsur-angsur mulai membaik.

6. Risiko Perusahaan

Tabel 6.
Deskripsi Variabel Risiko Perusahaan

Variabel	Minimum	Maximum
StdevROA 1998	0,00063	0,45296
StdevROA 1999	0,00011	0,45715
StdevROA 2000	0,00010	0,29317
StdevROA 2001	0,00099	0,30462
StdevROA 2002	0,00070	0,72385

Sumber: : Indonesian Capital Market Directory 1998-2002, diolah

Variabel standard deviasi ROA merupakan proksi dari tingkat risiko perusahaan, berdasarkan Tabel 6. nampak nilai maksimum stdev ROA sangat besar, ini berarti krisis ekonomi yang terjadi pada saat itu menyebabkan tingkat risiko perusahaan menjadi besar. Tingginya tingkat risiko, menyebabkan perusahaan tidak berani melakukan penambahan hutang dalam keputusan pendanaanya, karena akan memperburuk kondisi perusahaan.

7. Analisis Keputusan Pendanaan

Berdasarkan hasil pengolahan data menggunakan program SPSS versi 11.5, maka disusun hasil analisis regresi sebagai berikut:

Tabel 7.
Hasil Analisis Regresi

Variabel	Koefisien Regresi	Standart Error	t _{hitung}	Sig
DEF	-7,263	1,013	-7,168	0,000
NDTS	10,286	5,466	2,314	0,034
TAG	0,717	0,199	3,603	0,000
TS	0,709	0,279	2,541	0,029
Stdev ROA	-4,217	2,091	-2,017	0,039
Adj. R ² = 0,563				
R ² = 0,581				
Multiple R = 0,762				
F ratio = 31,546				
Signifikansi = 0,000 ^a				
DW-test = 2,325				

Sumber: data diolah

Berdasarkan Tabel 7. dapat diketahui ada tiga variabel yang memiliki nilai koefisien positif yaitu penghematan pajak bukan hutang (NDTS), peluang pertumbuhan perusahaan (TAG) dan ukuran perusahaan (TS), sedangkan dua variabel memiliki nilai koefisien negatif yaitu defisit arus dana internal (DEF) dan risiko perusahaan (Stdev ROA). Koefisien regresi DEF sebesar -7,263 ini berarti jika variabel DEF naik sebesar 1 satuan, maka ΔD mengalami penurunan sebesar 7,263 satuan dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Koefisien regresi

NDTS sebesar 10,286 ini berarti jika variabel NDTs naik sebesar 1 satuan, maka ΔD mengalami kenaikan sebesar 10,286 satuan dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Koefisien regresi TAG sebesar 0,717 ini berarti jika variabel TAG naik sebesar 1 satuan, maka ΔD mengalami kenaikan sebesar 0,717 satuan dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Koefisien regresi TS sebesar 0,709 ini berarti jika variabel TS naik sebesar 1 satuan, maka ΔD mengalami kenaikan sebesar 0,709 satuan, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Koefisien regresi Stdev ROA sebesar -4,217 ini berarti jika variabel Stdev ROA naik sebesar 1 satuan, maka ΔD mengalami penurunan sebesar 4,217 satuan dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Berdasarkan uji-t menunjukkan secara parsial semua variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap penambahan hutang baru pada *level of significance* (α) = 5%.

Berdasarkan uji F dapat disimpulkan bahwa defisit arus dana internal, penghematan pajak bukan hutang, peluang pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, serta risiko perusahaan secara simultan mempunyai pengaruh signifikan terhadap penambahan hutang baru pada *level of significance* (α) = 5%. Ini berarti keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan *go public* di BEJ berdasarkan *static trade off theory*. Nilai koefisien determinasi majemuk (R^2) sebesar 0,581 (tampak dalam Tabel 7), berarti 58,1% perubahan variabel ΔD mampu dijelaskan oleh variabel DEF, NDTs, TAG, TS, Stdev ROA, sedangkan sisanya sebesar 41,9% dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

P e m b a h a s a n

Berdasarkan hasil analisis diketahui bahwa defisit arus dana internal memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap penambahan hutang baru, ini berarti jika defisit arus dana internal perusahaan meningkat, keputusan pendanaan yang dilakukan perusahaan untuk menutup defisit tidak melalui penambahan hutang tetapi melakukan penerbitan saham baru. Hal ini nampak bahwa jumlah perusahaan yang menerbitkan saham baru tahun 1998-2000 di atas 65% dari jumlah perusahaan yang mengalami defisit arus dana internal (lihat Tabel 2.). Selain itu perusahaan melakukan penerbitan saham baru karena terjadinya krisis ekonomi menyebabkan nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing melemah., Hal ini menyebabkan hutang perusahaan pada kreditur asing yang tidak dilindungi mekanisme *hedging* meningkat tajam. Dampak krisis ekonomi membawa konsekuensi volume penjualan dan laba perusahaan menurun drastis. Meningkatnya suku bunga bank menyebabkan perusahaan tidak melakukan penambahan hutang, karena biaya bunga dan cicilan hutang semakin besar.

Penghematan pajak bukan hutang memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap penambahan hutang baru, berdasarkan Tabel 3 nampak nilai penghematan pajak bukan hutang sangat kecil. Kecilnya nilai penghematan pajak bukan hutang karena rendahnya investasi aktiva yang dilakukan perusahaan, ini tercermin pada kecilnya jumlah perusahaan yang melakukan investasi. Penyebab rendahnya investasi karena terjadi krisis ekonomi, sehingga tingkat produksi perusahaan di bawah kapasitas normal (terjadi *idle capacity*). hal ini

menyebabkan perusahaan tidak melakukan investasi baru. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Adedeji (2001). Peluang pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap penambahan hutang baru. Rendahnya peluang pertumbuhan perusahaan tercermin dari rendahnya jumlah perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhannya positif (lihat Tabel 4.). Krisis ekonomi menyebabkan banyak perusahaan tidak mengalami pertumbuhan serta memiliki *idle capacity*. sehingga dana yang ada tidak dipakai untuk investasi tetapi dipakai untuk membayar hutang perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Baskin (1989) dan Chang dan Rhee (1989).

Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap penambahan hutang baru. Berdasarkan Tabel 5. nampak nilai *total sales* yang merupakan proksi dari ukuran perusahaan sangat kecil. Krisis ekonomi menyebabkan tingkat penjualan perusahaan menurun drastis, ini menyebabkan kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi baru sangat kecil, sehingga banyak perusahaan tidak mengalami peningkatan nilai aktiva. Hasil penelitian mendukung penelitian yang dilakukan Baskin (1989), Chang dan Rhee (1989) dan Adedeji (2001). Variabel risiko perusahaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap penambahan hutang baru. Berdasarkan Tabel 6. nampak tingkat risiko perusahaan saat itu sangat tinggi, hal ini menyebabkan perusahaan tidak berani melakukan penambahan hutang, karena semakin memberatkan perusahaan dalam pembayaran biaya bunga dan cicilan hutang. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Barton *et al* (1989), Chang dan Rhee (1989), dan Bayless dan Diltz (1994).

Berdasar hasil pembahasan menunjukkan bahwa defisit arus dana internal, penghematan pajak bukan hutang, peluang pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, serta risiko perusahaan secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap penambahan hutang baru. Hal ini berarti bahwa keputusan pendanaan perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ berdasarkan *static trade off theory*.

Simpulan

Berdasarkan hasil pembahasan dapat disimpulkan beberapa hal:

Defisit arus dana internal, penghematan pajak bukan hutang, peluang pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan risiko perusahaan secara parsial memiliki pengaruh signifikan terhadap penambahan hutang baru. Terdapat tiga variabel yang memiliki nilai koefisien positif yaitu penghematan pajak bukan hutang, peluang pertumbuhan perusahaan serta ukuran perusahaan, sedangkan dua variabel memiliki nilai koefisien negatif yaitu defisit arus dana internal dan risiko perusahaan.

Defisit arus dana internal, penghematan pajak bukan hutang, peluang pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, serta risiko perusahaan secara simultan mempunyai pengaruh signifikan terhadap penambahan hutang baru.

Nilai koefisien determinasi sebesar 0,581 berarti 58,1% perubahan penambahan hutang baru mampu dijelaskan oleh defisit arus dana internal, penghematan pajak bukan hutang, peluang pertumbuhan perusahaan, ukuran

perusahaan, serta risiko perusahaan sedangkan sisanya sebesar 41,9% dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ berdasarkan *static trade off theory*, ini karena periode penelitian yang digunakan adalah saat di Indonesia terjadi krisis ekonomi.

S a r a n

Terdapat beberapa saran yang dapat disampaikan dari penelitian yaitu:

Bagi manajemen perusahaan diharapkan lebih memperhatikan defisit arus dana internal, penghematan pajak bukan hutang, peluang pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, serta risiko perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan, karena semua variabel mempunyai pengaruh signifikan terhadap penambahan hutang baru.

Bagi para investor perlu memperhatikan keputusan pendanaan yang dilakukan manajer, karena dapat dipakai sebagai sumber informasi dalam menilai kinerja perusahaan.

Bagi peneliti selanjutnya agar menambah periode penelitian sehingga dapat dilihat konsistensi keputusan pendanaan yang dilakukan perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ pada kondisi ekonomi normal.

Karena kontribusi variabel yang digunakan dalam penelitian tidak besar, disarankan bagi peneliti selanjutnya perlu mempertimbangkan variabel lain di luar model, sehingga diperoleh hasil penelitian dengan tingkat akurasi yang lebih tinggi.

D a f t a r P u s t a k a

- Adedeji, A., 2001, A Cross Test of Pecking Order Hypothesis Against Static Trade-off Theory on UK data, *Journal of Business Finance and Accounting*, November/December, 1-29
- Barton, S.L, N.C.Hill, and S.Sundaram. 1989, An Empirical Test of Stakeholder Theory Prediction of Capital Struktur, *Financial Management*, Spring, 36-44.
- Baskin, J., 1989, An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, Spring, 26-35.
- Bayless, M.E., and J.D. Diltz, 1994, Securities offering and Capital Structure Theory, *Journal of Business Finance and Accounting*, 21 (1), 77-91.
- Black F, and Scholes, 1974, The Dividen Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2. Winter 5-8.
- Brigham, E.F., and Ehrhardt M.C. 2001, *Financial Management*, 10th edition, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publisher.

- Chang, R.P., and S.G. Rhee, 1989, The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions, *Financial Management*, Summer, 21-31.
- Chirinko, R.S. and A.R. Singha, 2000, Testing Static Trade off against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment, *Journal of Financial Economics*, 58, 417-425.
- Copeland, T.E., and J.F. Weston, 1988, *Financial Theory and Corporate Policy*, Third Edition, Addison –Wesley Publishing Company, Massachusetts.
- Frank, M.Z., and Goyal V.K., 2002, Testing the Pecking order theory of capital structure, *The Journal of Finance Economics*, January 2002.
- Gardner, J.C., and C.A. Trzcinka, 1992, All-equity Firms and the Balancing Theory of Capital Structure, *The Journal of Financial Research*, 15 (1), Spring, 77-90.
- Harris, M., and A. Raviv 1990, Capital Structure and Information Role of Debt, *Journal of Finance*, 35 (2), June, 321-349.
- Jensen, M.C., and W.H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kaaro, Hermeindito, 2001, Analisis *Leverage* dan Dividen dalam Lingkungan Ketidakpastian: Pendekatan Pecking Order Theory dan Balancing Theory, Dipresentasikan dalam *Symposium Nasional Akuntansi IV* di Bandung tanggal 30/31 Agustus 2001.
- Miller, M.H., 1977, Debt and Taxes, *The Journal of Finance*, 32, (2), May, 261-273.
- , and K. Rock, 1985, Dividend Policy under Asymmetric Information, *The Journal of Finance*, 40, 1031-1052.
- Modigliani F., and M.H. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, *The American Economic Review*, 13 (3), 261-297.
- Myers, S.C., 1984, Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39, (3), July, 575-592.
- , 1996, Still Search for Optimal Capital Structure; from *Advance in Business Financial Management*, Edited by Cooley, Philip, L., Second Edition, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publisher, Philadelphia, 147-164.
- Shyam-Sunder, L., and S.C. Myers, 1999, Testing Static Trade off against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Waluyo, Agus Joko dan Kaaro, Hermeindito, 2002, Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen Serta *Leverage* Terhadap Keputusan Pendanaan, *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi*, Vol 2 No 1, April 2002.