

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Kondisi bisnis dekade terakhir sedang mengalami peningkatan yang sangat signifikan baik dalam jumlah maupun jenisnya. Berbagai pusat bisnis dibangun baik yang berskala besar maupun kecil, dan akan sangat menarik untuk mengetahui berbagai permasalahan yang ada disekitarnya, misalnya dari sisi finansial internal ataupun dari sisi ekonomi lainnya. Dalam suatu tindakan atau kebijakan bisnis tentunya erat sekali dengan upaya pendanaan. Kemudian perlu adanya berbagai alternatif pendanaan baik dari tahap pencarian dana sampai pada alokasinya dengan mekanisme kontrol terpadu agar penggunaan dana tersebut sesuai dengan rencana.

Berkaitan dengan kinerja keuangan yang ada dalam perusahaan terutama yang sudah *go public*, maka sering sekali kita dihadapkan dengan masalah seperti saham baru, hutang, dan lain-lain sebagai salah satu bentuk dari sumber pendanaan perusahaan. Pada saat perusahaan melakukan ekspansi atau berinvestasi tentunya memerlukan modal, modal tersebut dapat diperoleh dari dua sumber yaitu dari dalam/internal ataupun eksternal. Tidak ada satupun sumber pendanaan yang dikatakan paling aman atau selalu menguntungkan, sering terjadi *trade off* dari penggunaan hutang. *Trade off*-nya adalah penggunaan hutang dapat memberikan keuntungan sekaligus kerugian yaitu *tax deductible* dan biaya kebangkrutan ataupun biaya agensi. Tinggal bagaimana sekarang perusahaan

menganalisis perbandingan yang paling baik dan menguntungkan. Perusahaan dalam operasinya senantiasa mengharapkan keuntungan, keuntungan (*net*) tidak semuanya akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividend misalnya, sebagian ada yang disimpan yang sering disebut dengan *retained earnings*.

Dalam proses pendanaan dikenal adanya 2 teori bagi perusahaan yaitu pertama konsep *pecking order theory* dan yang kedua dikenal dengan sebutan *balancing* atau *trade off theory*. Dalam perkembangannya kedua teori ini sering diuji dan masih menjadi perdebatan tentang pengaruh dari teori tersebut yang diduga akan memberikan efek terhadap proses financing. *Balancing* atau *trade off theory* merupakan pengembangan dari model struktur modal dari Modigliani dan Miller (1997), hal ini didasarkan pada pengaruh pajak pada perusahaan, seperti yang kita ketahui bahwa pajak yang menjadi beban perusahaan cukup besar. Dan penghitungan pajak itu diambilkan dari laba yang didapatkan oleh perusahaan. Cara yang banyak ditempuh oleh perusahaan dalam hal ini adalah dengan menggunakan hutang, dengan penggunaan hutang diharapkan perusahaan akan mengeluarkan dananya untuk membayar bunga dan pokok angsuran pinjaman. Oleh karena itu dengan penggunaan hutang diharapkan akan meningkatkan nilai dari perusahaan sebagai fungsinya dalam mengurangi beban pajak atau *tax deductible*, tentunya selama manfaat penggunaan hutang masih lebih tinggi dari biaya yang akan timbul dari penggunaan hutang. Dalam *balancing* atau *trade off theory* perusahaan akan mengidentifikasi tingkat hutang yang optimal.

Filosofi pendanaan atas dasar *balancing theory* atau *trade off theory* disebutkan, bahwa perusahaan senantiasa mencoba untuk menetapkan suatu struktur modal yang optimal, oleh karena itu perusahaan akan selalu menjaga agar selalu pada tingkatan struktur modal yang optimal, hal ini dapat dilihat dari penyeimbangan antara benefit, yang berwujud: tax deductible, dengan biaya kebangkrutan dan biaya agensi dari penggunaan hutang. Teori ini memprediksikan bahwa target rasio hutang akan berbeda antara perusahaan satu dengan yang lainnya. Perusahaan yang kuat atau *profitable*, asset yang jelas akan memiliki target yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak *profitable*, *high risk*, dan banyak *intangible assets*-nya. Penggunaan hutang sebagai komponen struktur modal perusahaan, ternyata mampu digunakan pihak owner sebagai fungsi kontrol kepada manajer. Mekanisme kontrol ini merupakan bentuk dari pengaruh *agensi / agency problem* yang timbul dalam perusahaan. Sering pihak manajemen menggunakan kas perusahaan untuk investasi secara berlebihan dan akibatnya kadang tidak disetujui oleh pihak owner. Mekanisme untuk menggunakan hutang oleh para pemilik adalah agar manajer memiliki beban untuk membayar hutang baik pokok pinjaman dan juga bunga pinjamannya, tentunya dalam penggunaan hutang ini tidak langsung semena-mena, atau dengan kata lain menggunakan hutang sebesar 100% dan hampir tidak pernah ada yang melakukannya, karena jelas akan ada pengaruh yang positif dan negatif dari hutang, oleh karena itu dengan melihat tingkat rasio dari target hutang yang ada di struktur modal dapat diambil keputusan sampai sejauh mana hutang akan

dibutuhkan oleh perusahaan yang bersangkutan, apakah proporsinya hutangnya diatas atau dibawah target struktur modalnya.

Teori *pecking order* menerangkan bahwa perusahaan dalam proses pendanaan selalu memperhatikan masalah tingkatan risiko, biasanya perusahaan akan menggunakan pendanaan internal yang berasal dari laba yang ditahan sebagai alternatif pertama karena risiko yang diharapkan juga paling kecil sebab tanpa tanggungan kepada pihak luar, keuntungan lainnya penggunaan *retained earnings* ini kecil sekali terjadinya *asymmetric information* terhadap pihak luar, selanjutnya akan dicari sumber pendanaan lain dari luar dengan melihat tingkat hutang bebas risiko (kalau ada), kemudian penggunaan hutang berisiko dan yang terakhir dengan penerbitan saham baru.

Gejala *pecking order* ini terjadi karena biaya penerbitan saham baru melebihi biaya dari penggunaan pendanaan lainnya atau keuntungan dari penggunaan hutang (*benefits*). Pada dasarnya pengumuman penerbitan saham baru sering menjadikan *asymmetric information*, sebab pasar biasanya akan merespon negatif, hal ini mengakibatkan sering terjadinya *underpricing*. Menurut pendapat Husnan (1996) sesuai *pecking order theory*, perusahaan dengan profitabilitas tinggi umumnya meminjam dana dalam jumlah sedikit, hal ini karena mereka mempunyai target debt ratio yang rendah, sehingga memerlukan *external financial* yang rendah berbeda dengan perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang rendah mereka akan semakin besar dalam proporsinya (hutang). Alasan yang mendasari perusahaan untuk menggunakan hutang yaitu yang pertama adalah tidak dicukupinya dana tersebut dari sumber internal / laba

ditahan sebagai alternatif pertama dari pendanaan (*pecking order theory*) dan hutang merupakan pilihan sumber dana dari luar yang paling diminati oleh perusahaan. Faktor yang kedua adalah menyangkut biaya emisi dari penerbitan saham baru, karena biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengeluarkan saham baru sangat besar. Juga pengaruh dari biaya emisi saham yang sering direspon negatif oleh pasar dianggap merugikan bagi perusahaan, yang akan tampak pada turunnya harga saham sebagai efek dari *asymmetric information*.

Struktur modal perusahaan mencerminkan berapa asset perusahaan yang dibiayai dengan hutang, rasio yang digunakan mencerminkan besar total hutang dibagi dengan total aktiva, misalnya rasionya sebesar 60 % maka 60 dari total aktiva dibiayai dengan hutang. Penggunaan hutang dalam pendanaan dapat memberikan keuntungan juga kerugian. Keuntungan yang dapat diambil adalah *tax deductible*, hutang akan mengakibatkan bunga yang harus dibayar oleh perusahaan kepada penyedia dana, dengan dibayarnya bunga ini akan mengurangi laba bersih, selanjutnya beban pajak dari pendapatan yang dibayar semakin rendah. Yang kedua adalah pemegang dana atau *debt holder* akan menerima *fixed return*, untuk itu pemegang saham atau *shareholder* tidak perlu berbagi keuntungan apabila proyek tersebut sukses, (Brigham, 1999). Sedang kerugian yang didapat apabila semakin tingginya *debt ratio*, hal ini akan mempertinggi risiko perusahaan sekaligus meninggikan *cost of capital*-nya, yang kedua adalah apabila dengan hutang yang tinggi dan jatuh tempo bersamaan terjadi keadaan perusahaan yang buruk semakin cepat perusahaan menjadi bangkrut atau *cost of bankruptcy*.

Penggunaan hutang oleh perusahaan tentunya berbeda antara satu perusahaan dengan yang lain, banyak sekali faktor mikro atau makro yang akan mempengaruhi penggunaan hutang perusahaan. Logika yang mudah apabila sebuah perusahaan memiliki kecenderungan penerimaan / return yang tidak tetap (*volatility earnings and operating cash flow*) akan mengurangi jumlah hutangnya dibanding dengan perusahaan yang memiliki stabilitas dalam *operating cash flow* dan risiko bisnis yang lebih kecil. Untuk itu sebaiknya perusahaan memiliki analisa, kemudian menetapkan target *capital structure*. Target *capital structure* ini senantiasa berubah seiring kebutuhan pendanaan, akan tetapi sebaiknya pihak manajemen harus memiliki konsep tentang target *capital structure* yang jelas. Apabila rasio hutang dirasa masih lebih rendah dari target maka untuk keperluan pendanaan dapat dilakukan dengan menerbitkan / menambah hutang, dan sebaliknya apabila rasionya sudah sangat tinggi maka penggunaan *equity* diharapkan menjadi pilihan yang paling bijaksana. Target *capital structure policy* memiliki *trade off* diantara risiko dan *return*, maksudnya dengan menggunakan hutang yang tinggi meningkatkan risiko bagi *stockholder*, akan tetapi dengan penggunaan hutang yang besar diharapkan akan memberikan return yang lebih tinggi pula, (Brigham ,1999). Terdapat teori dari Modigliani dan Miller yang mengatakan bahwa besarnya kue pizza itu tidak tergantung bagaimana cara memotongnya. Kue pizza diibaratkan menjadi asset perusahaan dan potongan menggambarkan besarnya hutang dan *equity*, semakin besar penggunaan hutang akan memperkecil nilai dari proporsi *equity* yang dimiliki oleh perusahaan. Akan tetapi ada satu bagian lagi yang belum masuk disana yaitu pemerintah. Bahwa

nilai dari kue pizza dalam hal ini nilai perusahaan sebelum pajak tidak berubah karena *slicing* atau pembagian. Akan tetapi apapun yang dilakukan oleh perusahaan untuk mengurangi proporsi irisan kue pizza dalam hal ini pajak akan selalu mengubah proporsi kedua bagian yang lainnya. Salah satu cara yang dapat dilakukan dengan meminjam uang, yang akan mengurangi pajak karena laba yang semakin kecil dikarenakan pembayaran bunga, dan meningkatkan pembayaran kepada investor. Ada beberapa faktor yang diduga mempengaruhi tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan seperti:

Ada kecenderungan bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi pada tingkat penggunaan hutang / *debt ratio level*. Walaupun hal ini berlawanan dari penelitian yang dilakukan oleh Homaifer pada tahun 1992, hasilnya adalah ada hubungan positif antara ukuran (*size*) dengan pola penggunaan hutang dalam fungsi pendanaan / *financing*.

Rasio aktiva tetap, ciri dari perusahaan yang memiliki aktiva tetap tinggi dan asset yang berumur ekonomis yang panjang lebih siap untuk menggunakan hutang untuk komponen modalnya. Dengan dimilikinya asset yang berumur panjang, maka perusahaan lebih dapat dipercaya oleh debt holder karena asset tersebut dapat digunakan sebagai jaminan atas utang yang diminta. Mengenai profitabilitas perusahaan, disini laba yang diperoleh perusahaan akan meningkatkan retained earning apabila dibandingkan dengan perusahaan yang tidak memiliki tingkat keuntungan. Laba yang dihasilkan ini dapat juga mengindikasikan kemampuan operasional perusahaan dalam memanfaatkan asset yang dimiliki.

Selain itu penelitian tentang laba juga ditemukan adanya kecenderungan hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan tingkat penggunaan hutang. Pertumbuhan suatu perusahaan memerlukan asset baik itu yang berwujud asset lancar maupun asset tetap. Faktor selanjutnya yang diduga menjadi penyebab perubahan penggunaan hutang adalah dengan melihat kestabilan pendapatan perusahaan, menurut Brigham (1999) bahwa perusahaan yang memiliki kestabilan pendapatan akan memiliki kecenderungan untuk lebih berani menggunakan hutangnya dibandingkan dengan yang tidak memiliki kestabilan pendapatan. Dalam penelitian ini akan diuji pengaruh variabel dalam konsep *pecking order* dan *balancing/trade off* untuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk periode 2002-2003. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah kedua teori tersebut juga berpengaruh terhadap pola penggunaan hutang oleh perusahaan khususnya manufaktur. Perusahaan manufaktur dilihat dari karakteristik asset tetapnya (aktiva tetap) relatif lebih banyak dari perusahaan lainnya. Sedangkan untuk pendanaannya perusahaan lebih memilih dengan dana sendiri, kalau tidak ada, baru dengan hutang dengan durasi pengembalian yang cukup bagi perusahaan, hal ini semata-mata untuk menjaga likuiditas perusahaan. Semakin banyak aktiva berwujud yang dimiliki oleh perusahaan, akan mampu memberikan keuntungan baik secara langsung maupun tidak langsung dalam proses financing-nya. Asset tetap ataupun *tangible assets* yang dimiliki oleh perusahaan yang bersifat memiliki kolateral tinggi dapat mengurangi *financial distress* dibandingkan dengan perusahaan dengan asset berkolateral rendah. Pada umumnya asset tetap yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur memiliki nilai

kolateral tinggi dan jelas, oleh karena itu dapat digunakan sebagai cadangan atau jaminan apabila sampai terjadi posisi perusahaan bangkrut atau pailit. Perusahaan manufaktur di Indonesia merupakan proporsi yang besar di Indonesia dan banyaknya keinginan untuk pemenuhan pendanaan menyebabkan sektor ini dijadikan sampel untuk penelitian.

Berdasarkan uraian-uraian di atas serta adanya ketertarikan dan keinginan penulis untuk mendalami masalah tersebut, maka dalam penelitian ini penulis mengambil judul “**Analisis Pengaruh Variabel Pecking Order dan Balancing Theory terhadap Debt Ratio Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 2002 – 2003**”.

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan di atas maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah: “Bagaimana pengaruh variabel-variabel *pecking order theory* dan *balancing theory* terhadap *debt ratio*?”

C. Batasan Masalah

Dalam penelitian ini yang menjadi objek adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Pemilihan perusahaan manufaktur ini dengan alasan karena perusahaan manufaktur memiliki proporsi yang besar di BEJ. Dengan hanya membatasi pada perusahaan manufaktur diharapkan akan memiliki ciri atau pola yang sama antara perusahaan, dan diharapkan risiko yang dihadapi oleh perusahaan sejenis akan relatif sama. Periode penelitian adalah pada tahun 2001-2002 dan *leverage* pada tahun 2002-2003. Penelitian ini diharapkan mampu

mengetahui apakah kedua teori yaitu *pecking order* atau *balancing theory* konsisten / berlaku terhadap pola financing pada waktu periode yang diteliti.

D. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini dimaksudkan untuk mengetahui hubungan faktor-faktor dari variabel *pecking order* yang diwakili oleh *profitabilitas*, *growth*/perubahan aktiva tetap sebagai proksi terhadap setiap bentuk investasi perusahaan manufaktur, dan variabel dari *balancing theory* diwakili oleh *free cash flow* dan *volatility pendapatan* dengan variabel kontrol *rasio aktiva tetap* dan *operating leverage* untuk perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Jakarta pada periode 2002-2003. Seperti yang sudah diulas didepan bahwa proporsi penggunaan hutang merupakan suatu komposisi yang selalu menjadi masalah yang penting bagi pendanaan sebuah perusahaan dalam melakukan investasi.

E. Manfaat Penelitian

Ada dua manfaat yang diharapkan oleh penulis dalam penelitian ini yaitu

1. Bagi pihak praktisi dan manajemen dengan adanya penelitian ini mampu memberikan pengetahuan mengenai pengaruh faktor *profitabilitas*, *growth*/kesempatan investasi, *free cash flow* dan *volatility pendapatan* terhadap pola penggunaan hutang (*debt ratio*) dan mampu memberikan sumbangan pemikiran untuk melakukan kebijakan selanjutnya.

2. Bagi akademisi diharapkan memberikan masukan dalam mempelajari pola struktur modal di perusahaan, dan memberikan masukan untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. Tinjauan Penelitian Terdahulu

Menurut Brigham (1998) banyak penelitian yang dilakukan mengenai struktur modal beserta faktor-faktor yang mempengaruhinya. Penelitian empiris telah dilakukan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal yaitu mengenai stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, profitabilitas, dan pajak.

Seperti yang dikutip oleh Wijaya (2001) dari Homaifer et. al. Tujuan penelitian menyatakan sebuah model yang lebih komprehensif tentang struktur modal dengan memasukkan unsur tingkat pajak perusahaan yang sebelumnya belum dimasukkan. Faktor yang mempengaruhi *leverage ratio* meliputi tingkat pajak, non debt tax shield, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, kondisi pasar modal, tingkat inflasi, volatilitas pendapatan, dan profitabilitas dengan menggunakan pendekatan autoregresi diskrete lag model menunjukkan hampir semua variabel berpengaruh secara signifikan, kecuali *non debt tax shelter* dan *inflation rate*.

Seperti yang dikutip oleh Wijaya (2001) dari Thies dan Clock yang menemukan bahwa profitabilitas, inventory and net property, growth, effective tax, interest rate dan variability mempengaruhi struktur modal perusahaan. Penelitian ini mencoba menjelaskan berbagai faktor struktur modal ditinjau dari trade off theory dan pecking order theory. Penghematan pajak mendorong

perusahaan untuk menggunakan hutang, sedangkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan membatasi perusahaan menggunakan hutang.

Menurut pendapat Brigham (1998) tentang “*Teori trade-off dari leverage*”, bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan utang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi.

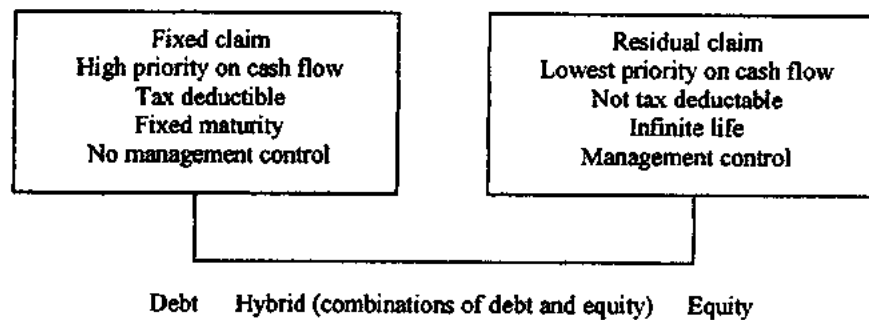
B. Landasan Teori

1. Perbedaan Debt dengan Equity

Seperti yang kita ketahui tentang proses pendanaan selama ini, bahwa perusahaan dapat menggunakan hutang atau *equity* untuk membiayai investasi. Seiring dengan perkembangannya terjadi berbagai bentuk alternatif penggunaan hutang dan *equity* yang dapat digunakan. Untuk itu, disini yang pertama akan dibedakan antara hutang dengan *equity*. Kebanyakan masih berpendapat bahwa debt dan *equity*, identik dengan *bonds* dan *stocks*. Perbedaan antara keduanya yaitu : yang pertama adalah adanya hak yang jelas dari *debtholder* kepada perusahaan yang berupa *contractual set of cash flow* (biasanya berwujud bunga beserta angsuran pokok hutang), sedangkan untuk *equity* merupakan *residual claim* setelah semua hak diberikan oleh perusahaan. Atau dengan kata lain hutang dalam pembayarannya lebih diutamakan dari pada *equity*. Kedua adalah hutang termasuk *high priority on cash flow*, daripada *equity*. Ketiga menyangkut fungsinya, hutang dapat menjadi menguntungkan karena ia dapat berfungsi sebagai *tax deductible*, sedangkan *equity* tidak. Hal ini karena sifatnya sebagai

pengurang laba perusahaan lewat biaya pembayaran bunga dan pokok hutang oleh perusahaan berakibat laba menurun sehingga pajak yang dihitung juga akan semakin kecil, tentunya masih harus mempertimbangkan manfaat dari *tax deductible* dengan biaya kebangkrutan dan biaya agensi yang mungkin terjadi. Perbedaan yang keempat adalah hutang memiliki umur atau *maturity* yang jelas dan terbatas dan batas waktu tersebut semua kewajiban harus dipenuhi oleh perusahaan meliputi pembayaran bunga beserta angsuran hutang, sedangkan untuk *equity* memiliki umur yang tidak dapat dipastikan. Yang terakhir menyangkut kontrol perusahaan, hutang lebih bersifat pasif dalam aturan perusahaan akan tetapi berbeda dengan *equity* yang lebih banyak mendapat kontrol dari perusahaan. Secara singkat dapat dijelaskan perbedaan hutang dengan melihat tabel dibawah ini :

Tabel 2.1. Perbedaan Debt dan Equity



2. Teori Struktur Modal

Secara singkat dapat dikatakan bahwa struktur modal sebagai campuran pendanaan perusahaan, baik dari sumber internal ataupun eksternal. Setiap keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan tentunya menghendaki

adanya peningkatan nilai perusahaan. Dalam menggunakan sumber pendanaan tentunya tidak ada sumber yang mampu memberikan jaminan keamanan 100 dan manfaat secara luas, pasti akan ada efek dari pemilihan penggunaan sumber dana, oleh karena itu perlu sekali adanya analisis oleh pihak manajemen. Manajer keuangan perlu mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Sumber dana dari dalam didapat dari *retained earnings* dan depresiasi, sedangkan penggunaan dari luar dapat diperoleh dari hutang maupun dari penerbitan ekuitas baru. Bauran yang didapat dari kedua sumber ini sering disebut dengan struktur modal.

Ide dasar dari struktur modal ini berawal dari analogi tentang pembagian kue pizza seperti yang dicontohkan oleh Modigliani dan Miller. Apabila digambarkan dengan apa yang ada di neraca adalah sebagai berikut, pada sisi kanan dan kiri neraca adalah equal. Dan sisi kiri diibaratkan sebagai besarnya kue pizza dan sisi kanan adalah bagaimana cara pembagian atau sliced dilakukan. Dengan asumsi tidak ada yang hilang dalam proses sliced maka dapat dikatakan bahwa besarnya ukuran kue tersebut tidak dipengaruhi oleh bagaimana cara pembagiannya. Modigliani dan Miller pada tahun 1958 menunjukkan bahwa nilai perusahaan tidak tergantung pada cara pembagian *cash flow*. Hal ini sering disebut dengan proposisi pertama yang berisi saat tidak ada pajak dan pasar modal yang efisien terjadi dimana tidak ada hambatan dalam perdagangan sekuritas dan juga mudah untuk mendapatkan / meminjam modal, maka nilai perusahaan tidak tergantung pada struktur modalnya. Dengan adanya model MM

ini pada tahun 1958, dapat dikatakan telah terjadi tonggak penelitian tentang struktur modal. Pada saat itu asumsi yang dipakai adalah:

- a) Tidak ada pajak perusahaan dan pajak perseorangan.
- b) Pasar dalam kondisi sempurna sehingga menimbulkan tidak adanya biaya *brokerage*, dan investor baik secara individual ataupun institusi dapat meminjam pada range yang sama dengan perusahaan.
- c) Semua investor memiliki informasi yang sama dengan pihak manajemen terhadap prospek suatu investasi.
- d) Semua hutang perusahaan dan individual bebas risiko, sehingga tingkat bunga dari semua bunga dalam posisi bebas risiko (*risk free rate*).
- e) EBIT tidak terpengaruh oleh penggunaan hutang.
- f) Risiko bisnis dapat diukur dengan standar deviasi EBIT.

3. Pecking Order Theory

Dasar teori ini adalah perusahaan dalam memilih sumber pendanaan akan selalu memperhatikan tingkatan risiko. Setiap alternatif pendanaan memberikan risiko yang berbeda, oleh karena itu tentunya risiko yang lebih kecil akan diutamakan. Perilaku manajemen yang tidak mengikuti urutan pendanaan menurut pecking order theory merupakan suatu sinyal buruk mengenai prospek perusahaan di masa mendatang. Tidak ada satupun sumber pendanaan yang dapat menjamin keamanan bagi sebuah investasi perusahaan, kebijakan penggunaan laba yang ditahan biasanya menjadi prioritas utama karena disamping aman juga tidak menimbulkan *asymetric information*. Semakin tinggi laba ditahan dapat

mencerminkan kinerja perusahaan, dengan tingginya laba yang ditahan diharapkan laba yang didapat dari operasi perusahaan juga tinggi, tentunya hal ini memberikan nilai positif bagi perusahaan.

Seperti yang dikutip oleh Wijaya (2001) dari Myers, yang berpendapat bahwa keputusan pendanaan berdasarkan pecking order theory akan mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut:

- a. Perusahaan akan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal.
- b. Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi.
- c. Kebijakan dividen bersifat sticky, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi.
- d. Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan akan berusaha memilih sumber dana dari hutang karena dipandang lebih aman dan penerbitan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir untuk memenuhi kebutuhan sumber dana.

Seperti yang dikutip oleh Wijaya (2001) dari Titman dan Wessel yang meneliti masalah profitabilitas perusahaan, disini laba yang diperoleh perusahaan akan meningkatkan retained earning apabila dibandingkan dengan perusahaan yang tidak memiliki tingkat keuntungan. Laba yang dihasilkan ini dapat juga mengindikasikan kemampuan operasional perusahaan dalam memanfaatkan asset yang dimiliki. Variabel profit sebagai simbol dari tingkat profitabilitas yang diukur dengan profit margin digunakan sebagai proksi pertama bagi *pecking order*

theory. Selain penelitian tentang laba juga ditemukan adanya kecenderungan hubungan antara kesempatan investasi dengan tingkat penggunaan hutang. Sehingga *growth* digunakan sebagai proksi kedua bagi *pecking order theory*.

4. Balancing Theory / Trade off Theory

Berbagai faktor, seperti adanya *corporate tax*, *biaya kebangkrutan*, dan *personal tax*, telah dipertimbangkan oleh suatu perusahaan untuk memilih struktur modal tertentu. Esensi *balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Penggunaan hutang disadari satu sisi memberikan keuntungan dan sisi lain dapat merugikan, begitu juga dengan sumber dana yang lain. Oleh karenanya tidak ada sebuah perusahaan pun yang menggunakan hutang sebesar 100% ataupun dengan equity. Sejauh manfaat masih lebih besar, hutang akan ditambah. Tetapi apabila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar, maka hutang tidak boleh lagi ditambah.

Model dalam teori pendanaan ini sebenarnya sebuah pengukuran mengenai struktur modal dengan melihat *trade off* antara penggunaan hutang/debt. Teori *trade off* dari *leverage*, dimana manfaat dari pendanaan dengan utang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Selain biaya kebangkrutan dalam teori *balancing theory* dikenal biaya agensi sebagai efek negatif penggunaan hutang.

Model *trade off theory* sebenarnya merupakan pengembangan dari teori Modigliani dan Miller (1958), yaitu tentang *irrelevant capital structure hypothesis*

atau yang disebut dengan *MM proposition one*. Model trade off theory mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil trade off dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dengan biaya agensi yang akan terjadi dengan penggunaan hutang tersebut. Menurut teori Modigliani Miller (1958), berpendapat bahwa dalam keadaan pasar sempurna maka nilai perusahaan dengan menggunakan hutang akan sama dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Modigliani Miller merevisi kembali temuan mereka pada tahun 1960 dengan mengatakan bahwa adanya pajak maka hutang akan menjadi relevan, hal ini disebabkan bunga hutang yang dibayarkan akan mengurangi tingkat penghasilan yang terkena pajak, sehingga perusahaan akan mampu meningkatkan nilainya dengan menggunakan hutang

Ada beberapa manfaat dan efek dari penggunaan hutang. Manfaat penggunaan hutang, yang pertama adalah sifat dari hutang sebagai *tax benefits* sebab bunga dalam hutang mengurangi laba bersih dan akibatnya menurunkan jumlah beban pajak perusahaan sedangkan dividen yang dibayarkan tidak demikian. Yang kedua adalah hutang mampu membuat manajer lebih disiplin, perusahaan harus membayar secara reguler terhadap pemberi dana yang berupa biaya bunga dan pokok pinjaman. Selain hal di atas, penggunaan hutang juga memiliki kerugian, secara singkat penggunaan hutang akan menyebabkan perusahaan *default* apabila *cash flow* dari operasi perusahaan tidak cukup untuk memenuhi kewajiban yang timbul dari penggunaan hutang.

Menurut Brigham (1999), apabila perusahaan dengan risiko bisnis yang lebih tinggi, lebih baik menggunakan hutang dalam jumlah yang sedikit dan

perusahaan yang terkena tingkat pajak lebih tinggi memperoleh penghematan pajak lebih tinggi bila menggunakan hutang.

Husnan (1994) menyatakan apabila operasi perusahaan menurun, maka kas masuk akan menurun secara proporsional. Sedangkan kas keluar, disamping ada yang bersifat variabel, juga ada yang bersifat tetap. Penggunaan hutang akan menambah proporsi arus kas yang bersifat tetap ini, karena pembayaran bunga dan angsuran pokok pinjaman bersifat tetap, tidak peduli apakah operasi perusahaan tinggi atau rendah.

5. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Menurut pendapat Brigham (1998) selain apa yang sudah dijelaskan diatas perlu ditambahkan disini faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal yaitu:

- 1 *Sales stability*, pada perusahaan yang memiliki stabilitas tinggi dikatakan lebih aman dalam menggunakan hutang dibandingkan perusahaan dengan kestabilan penjualan rendah.
- 2 *Asset structure*, perusahaan yang memiliki jenis asset yang sesuai dengan jaminan atau kolateral akan lebih mudah dalam mendapatkan hutang. Sebab biasanya dalam hutang selalu diberikan covenant tertentu salah satunya dengan melihat asset jaminan.
- 3 *Operating leverage*, hal ini sangat erat dengan risiko bisnis, dimana ceteris paribus konstan maka perusahaan dalam keadaan operating leverage

rendah dapat dikatakan mempunyai risiko bisnis yang rendah. *Operating leverage* timbul karena adanya biaya tetap dari penggunaan asset tetap.

- 4 *Growth rate*, dalam keadaan yang sama, perusahaan dengan pertumbuhan tinggi tentunya memerlukan kebutuhan pendanaan yang lebih tinggi, tentunya hutang akan bertambah besar. Disamping biaya penerbitan saham baru yang lebih mahal akan mendorong penggunaan hutang. Tentunya dalam menggunakan hutang ini tetap didasarkan analisis manfaat dan biaya hutang.
- 5 *Profitability*, tingkat keuntungan yang tinggi tentunya memiliki banyak manfaat seperti tingginya *retained earnings*, semakin tingginya dana internal perusahaan ceteris paribus, pemenuhan pendanaan akan dicukupi semaksimal mungkin dengan laba ditahan. Keuntungan dari penggunaan laba ditahan ini selain tidak adanya biaya seperti pada penggunaan hutang ataupun penerbitan saham baru juga tidak menimbulkan *asymmetric information* bagi investor.
- 6 *Taxes*, bunga adalah biaya pengurang, dan pengurangan ini akan sangat terasa pada perusahaan dengan pajak yang tinggi. Oleh karena itu perusahaan dengan beban pajak tinggi akan lebih menyukai penggunaan hutang karena fungsi *tax deductible*-nya.
- 7 *Controlling*, pengaruh dari penggunaan hutang dengan saham pada kontrol manajemen dapat mempengaruhi komposisi struktur modal. Sering terjadi perbedaan pendapat dari pihak owner dengan manager terhadap struktur

modal. Dan mekanisme penggunaan hutang dapat dijadikan kontrol dari pihak owner terhadap manager.

- 8 *Management attitude*, sejak tidak ada satupun yang dapat membuktikan satu struktur modal yang lebih baik atau tinggi dari yang lain, manager dapat belajar dari pengalamannya tentang struktur modalnya. Ada tipe yang *konservatif* dan ada yang *aggressive* (lebih berani mengambil risiko / menggunakan hutang lebih tinggi).
- 9 *Lender and rating agency attitude*, walaupun sudah dilakukan pemilihan sumber pendanaan oleh para analis, keputusan untuk mendapatkan hutang juga tergantung pada sikap lender, sejauh mana pihak yang memberikan pinjaman tahu dan menerima covenant.
- 10 *Market condition*, kondisi pasar modal diyakini mampu mempengaruhi pola struktur modal baik itu untuk jangka pendek ataupun panjang.
- 11 *The firm's internal condition*, keadaan dalam perusahaan terkadang dapat memberikan informasi yang berbeda terhadap pasar. akibatnya tentunya akan mempengaruhi pola pemilihan sumber dana. Sebagai contoh apabila sebuah perusahaan telah berhasil menemukan cara baru dalam risetnya, dan diharapkan memberikan return yang tinggi dimasa depan, akan tetapi hasil itu belum dapat dilihat untuk jangka pendek, tentunya hal ini akan tercermin dari harga saham yang tidak tinggi, oleh karena itu biasanya digunakan hutang dulu sampai penerimaan yang tinggi tercermin pada harga sahamnya.

12 *Financial flexibility*, berisi statement setiap perusahaan tentang sikapnya terhadap sumber pendanaan. Termasuk didalamnya harus diperhatikan tentang *risk of bankruptcy*, semakin tinggi risiko yang dihadapi maka penggunaan hutang sebaiknya disesuaikan atau dikurangi untuk menjaga likuiditas perusahaan.

6. Hubungan Antara Keuangan, Risiko, dan Kesempatan Investasi

Pada saat perusahaan mengalami pertumbuhan dan mature, keadaan *cash flow* dan tingkat risiko mengikuti pola tertentu. Berikut ini tahapan daur hidup perusahaan dan hubungannya dengan penggunaan hutang:

- *Start-up* : pada saat ini perusahaan baru dibuka atau *launched*, untuk proses pendanaannya biasanya didapatkan dari *owner's equity*, dan walaupun ada dengan hutang bank dan jumlahnya biasanya masih relatif kecil.
- *Expansion* : pada saat ini perusahaan sudah mampu menghasilkan barang ataupun memiliki pasar tertentu, oleh karena itu mulai diperlukan adanya dukungan dana untuk melakukan perluasan. Perusahaan pada saat ini dapat mengeluarkan *common stock*.
- *High Growth*, pada saat ini pilihan pendanaan sudah meningkat, akan tetapi tingkat pendapatan masih belum seimbang dengan tingkat kebutuhan dana untuk melakukan ekspansi perusahaan. Untuk mencukupi pendanaannya biasanya pada tahap ini digunakan *common stock, warrant*,

dan berbagai macam equity lainnya, apabila digunakan hutang maka *convertible debt* biasanya yang menjadi pilihannya.

- *Mature Growth* : pada saat ini perusahaan pada tingkat yang menguntungkan dimana keadaan keuangan sudah mapan, tingkat pendapatan tinggi dan kebutuhan untuk berinvestasi berkurang. Pengaruhnya pada proses pendanaan adalah perusahaan akan lebih menyukai dengan dana internal, karena tingkat keuntungan tinggi walaupun digunakan hutang maka lebih menyukai hutang bank atau obligasi perusahaan.
- *Decline* : pada saat ini perusahaan mengalami penurunan pada pendapatannya, dan rawan terhadap *competitor* untuk merebut pasar, untuk itu tambahan sumber pendanaan dari luar perlu diperbesar, hutang ditambah dan terkadang dilakukan *buy back stock*.

C. Perumusan Hipotesis

1. Variabel Pecking Order Theory

Dasar dari *pecking order theory* adalah perusahaan dalam memilih sumber pendanaan akan selalu memperhatikan tingkatan risiko, dan lebih mengutamakan risiko yang lebih kecil. Menurut Titman dan Wessel (1988); Baskin (1989); Thies dan Klock (1992), hasil penelitian yang konsisten dengan *pecking order theory* bahwa *profitabilitas* yang digunakan sebagai variabel dapat membuktikan bahwa profitabilitas berhubungan terbalik dengan leverage. Thies dan Klock serta Myers yang diacu Oleh Wijaya (2001) dalam penelitian *pecking order theory*

membuktikan bahwa variabel *profitabilitas* dan *kesempatan investasi* mempunyai pengaruh terhadap *leverage*. Menurut Kammath (1997) perusahaan yang mengikuti filosofi pecking order theory untuk memperoleh dana baru memandang rasio hutang berhubungan dengan *profitabilitas* dan pertumbuhan di masa lalu.

- *Profitabilitas*

Dalam operasinya perusahaan mengharapkan adanya keuntungan yang akan diperoleh, hal ini digunakan untuk membayar dividen, sebagai dana cadangan dan keperluan pendanaan lainnya. Profitabilitas ini juga menggambarkan bagaimana kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dari asset yang dimiliki, biasanya dapat dicari dengan membagi laba bersih dengan total aktiva. Pada umumnya perusahaan lebih menyukai pendanaan itu dengan menggunakan *internal financing*, karena sifatnya yang lebih mudah juga terhindar dari *issue cost* yang mahal, keuntungan lain adalah risiko yang dihadapi oleh perusahaan apabila menggunakan *internal financing* maka perusahaan lebih bebas dan aman karena dana yang digunakan adalah milik perusahaan sendiri. Untuk itu yang perlu disiapkan adalah dengan memperbesar *retained earning*, Manajemen harus mempertimbangkan perimbangan yang baik antara pembagian dividend dengan penyimpanan laba (*retained earning*) untuk keperluan pendanaan, sebab keduanya akan berpengaruh pada perusahaan atau terjadinya *agency conflic*, terutama dapat dilihat dari harga saham. Banyak penelitian yang menemukan adanya pengaruh antara pengumuman inisiasi dividend dengan harga atau return saham, tentunya hal ini karena adanya *asymmetric information*.

Seperti yang dikutip oleh Wijaya (2001) dari Baskin, Titman dan Wessel, dan Thies dan Clock yang menemukan bukti bahwa tingkat *leverage* secara signifikan berhubungan terbalik dengan *profitabilitas* suatu perusahaan. Semakin tinggi porsi dana yang tersedia untuk membiayai operasional perusahaan dan kesempatan investasi yang berasal dari *retained earning* maka *debt ratio* perusahaan akan kecil. Hal ini memberikan dukungan yang kuat terhadap *pecking order theory*, sehingga dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

H1 : Ada pengaruh negatif antara *profitabilitas* terhadap *debt ratio*.

- *Growth (kesempatan investasi)*

Dalam perkembangannya perusahaan selalu mengalami perkembangan, dengan adanya perkembangan tentunya *assetnya* juga bertambah baik yang berwujud *asset* tetap ataupun lancar. Semakin banyak *asset* yang dibutuhkan maka hampir selalu dibutuhkan tambahan dana. Cara yang pertama biasanya dengan menggunakan sumber dana *internal* yaitu *retained earnings*, salah satu keuntungannya adalah tidak diperlukannya *issue cost*. Setelah itu perusahaan dapat juga menggunakan *external financing* misalnya dengan mengeluarkan saham baru atau hutang.

Menurut Fama dan French (2000) yang mengatakan bahwa hutang perusahaan akan meningkat jika investasi melebihi jumlah *retained earning*, dan hutang akan menurun jika investasi kurang dari *retained earning*. Baskin (1989) dan Kester (1986) yang diacu oleh Haris dan Raviv (1991) menemukan bukti bahwa kesempatan investasi mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage*.

Apabila perusahaan mengeluarkan saham baru biasanya akan memberikan informasi bagi pasar, sering informasi yang ditangkap cenderung negatif anggapan yang ada adalah dengan melihat perilaku bisnis bahwa pada umumnya para pemegang saham bersifat tidak mau berbagi keuntungan dengan pemegang saham baru, justru hal ini sering dianggap oleh pasar bahwa perusahaan ingin membagi kerugian kepada calon investor. Suatu perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi tinggi, akan berusaha untuk memenuhinya dengan menggunakan laba ditahan. Tentunya perusahaan juga harus memperhatikan kebijakan dividen yang dilakukannya. Hal ini berakibat jika kesempatan investasi perusahaan meningkat maka rasio hutang perusahaan akan naik. Untuk itu dapat disusun hipotesis :

H2 : Ada pengaruh positif dari *kesempatan investasi* terhadap *debt ratio*.

2. Variabel Balancing Theory

Esensi *balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Berdasarkan *balancing theory*, perusahaan mendasarkan keputusan pendanaan pada struktur modal yang optimal. Bradley et al (1984) melakukan penelitian berhubungan dengan berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal optimal, dan hasilnya menunjukkan variabel yang mempengaruhi tinggi rendahnya rasio hutang adalah *volatilitas pendapatan*, *cost iklan*, dan *R&D* serta perlindungan pajak non hutang. Sesuai dengan temuan Jensen dan Meckling (1976) dan Jensen (1986) yang diacu

oleh Fama dan French (2000) bahwa variabel *free cash flow* dapat mendukung penelitian yang konsisten dengan *trade-off theory*.

- ***Free cash flow***

Dalam kegiatan operasi perusahaan senantiasa menginginkan adanya aliran pendapatan. Pendapatan ini dapat menimbulkan konflik atau *agency cost*, *trade off* untuk mengontrol *agency cost* membutuhkan *fraction hutang*, seperti yang sudah dijelaskan dimuka bahwa mekanisme penggunaan hutang dapat dilakukan oleh pihak *stock holder* untuk mempengaruhi kinerja keuangan. Dengan adanya hutang maka secara tidak langsung pihak owner mengecek penggunaan dana. Dengan penggunaan hutang maka seakan-akan manajer diberi beban lebih yaitu untuk membayar beban bunga dan angsuran hutang. Hipotesisnya dapat disusun sebagai berikut:

H3 : Ada pengaruh positif antara *free cash flow* terhadap *debt ratio*.

- ***Volatility pendapatan***

Menurut Fama dan French (2000), perusahaan yang mempunyai volatilitas pendapatan yang tinggi akan mempunyai probabilitas kebangkrutan yang tinggi. Volatilitas pendapatan sangat berhubungan dengan leverage maupun dengan dividen. Perusahaan yang mempunyai stabilitas pendapatan yang tinggi, akan mampu memenuhi kewajibannya tanpa perlu menanggung suatu risiko kegagalan. Perusahaan yang mempunyai pendapatan yang stabil, akan mampu mempertahankan tingkat laba sehingga akan mampu memenuhi kewajiban sebagai biaya yang tetap. Sehingga bisa diajukan hipotesis sebagai berikut:

Efek bagi *debt holder* juga akan positif apabila ada kestabilan pendapatan, hal ini wajar sebab seseorang apabila ingin meminjamkan uangnya tentunya menginginkan keamanan dalam arti jaminan pembayarannya. Salah satu yang akan menjadi bahan pertimbangan adalah kestabilan pendapatan perusahaan. Oleh karena itu dapat disusun hipotesis:

H4 : Ada pengaruh negatif antara *volatilitas pendapatan* terhadap *debt ratio* perusahaan.

3. Variabel Kontrol

Hal lain yang perlu diperhatikan oleh manajemen keuangan dalam menentukan sumber pendanaan, adanya beberapa faktor yang mempengaruhi sumber pendanaan. Thies dan Klock (1992) mengidentifikasikan beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal, diantaranya adalah *profitabilitas* (konsisten dengan *pecking order theory*), persediaan dan aktiva tetap, pajak, serta tingkat bunga. Michael dan Jones (1979) menambahkan faktor-faktor lainnya seperti klasifikasi industri, ukuran perusahaan, risiko bisnis, dan *operating leverage*. Dalam penelitian ini yang akan digunakan sebagai variabel kontrol adalah *rasio aktiva tetap* dan *operating leverage*, karena tidak termasuk variabel *pecking order theory* maupun *balancing theory* namun dapat mempengaruhi keduanya. *Operating leverage* timbul karena adanya biaya tetap dari penggunaan asset tetap. Weston dan Copeland (1996) mengatakan bahwa *leverage operasi* ialah cara untuk mengukur risiko usaha dari suatu perusahaan.

- ***Rasio Asset Tetap***

Ukuran perusahaan akan memiliki pengaruh pada pola penggunaan hutang, hal ini berbeda dengan perusahaan kecil, perusahaan besar lebih memiliki kecenderungan untuk berani menggunakan hutang dalam jumlah yang lebih besar. Perbedaan komposisi asset antar perusahaan berbeda baik dalam satu kelompok industri maupun dengan kelompok industri yang lainnya misalnya untuk perusahaan yang bergerak dalam bidang property tentunya sangat berbeda dengan perusahaan jasa keuangan, khususnya tipe asset yang dimiliki. Penggunaan asset ini tentunya disesuaikan dengan manfaat dan kegunaannya bagi operasi perusahaan. Dalam komposisi asset perusahaan manufaktur, nilai asset tetap biasanya lebih besar daripada perusahaan dalam industri yang lain. Dengan diilikinya asset tetap yang tinggi maka perusahaan yang bersangkutan akan memiliki cadangan yang tinggi pula sebagai penjamin. Sifat dari *debt holder* selalu menginginkan keamanan terhadap sejumlah uang yang dipinjamkan, termasuk disini akan melihat jaminan asset tetap atau kolateral dan covenant lain yang umumnya tinggi sebagai kompensasinya. Oleh karena itu tingkat perbandingan nilai asset tetap diduga akan mempengaruhi pola penggunaan hutang sebagai alternatif pendanaan perusahaan.

- ***Operating Leverage***

Operating leverage ini timbul karena adanya biaya tetap sebagai penggunaan aktiva tetap. Jika perusahaan memiliki bagian dari total biaya yang bersifat tetap maka dapat dikatakan perusahaan itu memiliki *derajat operating leverage* yang tinggi. Pendapat Brigham (1998) dalam terminologi bisnis, apabila

operating leverage tinggi, dan faktor yang lain dianggap konstan / *ceteris paribus*, mengakibatkan perubahan kecil pada sales akan memberikan efek atau hasil yang besar pada ROE (*return on equity*), dengan kata lain hal ini berkaitan dengan risiko perusahaan yang memiliki hubungan searah. Perusahaan dengan banyak pekerja yang harus digaji regulary dan yang menggunakan biaya pengembangan produk yang tinggi menyebabkan *operating leverage*, sebab amortisasi dari pengembangan produk adalah elemen dari biaya tetap. Penggunaan aktiva tetap yang menyebabkan biaya tetap tentunya harus diperhatikan oleh perusahaan, dalam hal ini biasanya pemilihan pendanaan dengan laba ditahan menjadi pilihan pertama, selanjutnya apabila diperlukan hutang biasanya dengan jangka panjang mengingat besar dan nilai aktiva tetap yang tinggi. Perusahaan manufaktur biasanya memiliki aktiva tetap yang relatif besar, sehingga pemilihan variabel *operating leverage* diharapkan mampu mewakili sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini. Oleh karena besar *operating leverage* sangat erat dengan risiko bisnis, maka dapat diduga bahwa hal ini akan mempengaruhi tingkat penggunaan hutang perusahaan. Tentunya semakin tinggi *operating leverage* menunjukkan semakin tinggi pula risiko bisnis, oleh karena itu sebaiknya penggunaan hutang juga lebih kecil / diminimalkan untuk menjaga likuiditas perusahaan.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

A. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan beberapa kriteria sebagai berikut:

- Perusahaan yang dijadikan sampel merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.
- Perusahaan mengeluarkan laporan keuangan yang lengkap selama periode penelitian.
- Perusahaan manufaktur yang diambil sebagai sampel harus memiliki free cash flow positif, hal ini digunakan sebagai proksi untuk penghitungan flow (variabel independen). Nilai cash flow harus positif karena akan dicari logaritma naturalnya.
- Perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang terdaftar dari periode 2000-2003.

Dari semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian terdapat buah perusahaan. Setelah diseleksi dengan melihat berbagai variabel yang akan diperlukan didapatkan untuk tahun 2001 variabel independennya ada 55 sampel perusahaan, untuk tahun 2002 ada 84 sampel.

Sesuai dengan topik penelitian, masalah yang akan diteliti adalah menguji pola hutang dalam hal ini ditunjukkan dengan debt ratio khusus perusahaan

manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 2002-2003, dengan menggunakan dua pendekatan teori keuangan mengenai pendanaan yaitu *trade off* dan *pecking order theory*. Apakah pola penggunaan hutang dalam periode tersebut tetap konsisten dengan kedua teori, salah satu atau tidak sama sekali. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Muhammad Edy Wijaya (2001) menemukan bukti bahwa pada periode 1994-1996 (keadaan sebelum krisis moneter) dapat dikatakan pola *leverage* masih mengikuti prediksi *pecking order theory*. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan regresi berganda dengan memasukkan berbagai variabel yang mewakili kedua teori tersebut.

B. Data dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan untuk penelitian tentang perusahaan manufaktur dapat diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory yang terdapat di Pojok Bursa Efek Jakarta di Fakultas Ekonomi UII. Data yang diperlukan dari tahun 2000 sampai tahun 2003, dengan data *observasi leverage* pada tahun 2002 dan 2003.

C. Variabel Penelitian

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan regresi berganda dengan memasukkan berbagai variabel yang mewakili kedua teori tersebut. Alasan digunakannya model regresi berganda adalah adanya kemungkinan faktor lain yang akan mempengaruhi pola debt ratio perusahaan

yang menjadi objek penelitian baik bersifat positif maupun negatif. Dalam penelitian ini ada tiga variabel, yaitu variabel dependen yang diwakili oleh debt ratio; variabel independent yang dibagi menjadi dua untuk tiap teori yaitu untuk *pecking order theory* diwakili oleh *profitabilitas* dan kesempatan investasi / *opportunity / growth* sedangkan untuk variabel *trade off / balancing theory* diwakili oleh *free cash flow* dan *volatilitas pendapatan* dan variabel kontrol diwakili oleh *degree operating leverage* dan rasio aktiva tetap, $\frac{Fa}{Ta}$

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah leverage. Leverage akan diukur dengan menggunakan rasio total hutang terhadap total aset. Secara matematis dapat ditulis sebagai berikut: $Lev_{t+1} = \frac{debt_t}{asset_t}$ sehingga dapat diketahui

perilaku leverage setelah dipengaruhi beberapa variabel independent. Variabel dependen diproksikan dengan tingkat hutang perusahaan yang nantinya akan diuji dengan variabel yang diajukan apakah selama periode yang bersangkutan, apakah pola penggunaan hutang tetap konsisten dengan teori *balancing* atau *pecking order*, sedangkan proksi untuk variabel independent adalah sebagai berikut:

Variabel *Pecking Order* diwakili:

- Profitabilitas

Profitabilitas diberi notasi ROI, dan diukur dengan membagi operating income dengan net sales (Titman dan Wessel, 1988). Secara matematis dapat diformulasikan:

$$ROI = \frac{NOI}{Sales}$$

Tingkat *profitabilitas* yang berbeda antara perusahaan akan memberikan pola yang berbeda terhadap penggunaan hutang. Sesuai dengan teori ini bahwa struktur pendanaan akan didasarkan pada tingkatan risiko yang paling rendah ke yang lebih tinggi sebagai alternatif terakhir. Perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi tentunya juga mempunyai *retained earning* yang tinggi pula sehingga dalam pemenuhan pendanaan akan dicukupi semaksimal mungkin dengan laba ditahan.

Husnan (1996) menyatakan, *pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena mereka mempunyai target debt ratio yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit.

- [Growth] Growth atau kesempatan Investasi =
$$\frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}}$$

Proksi ini memberikan gambaran tentang seberapa besar peningkatan nilai asset, yang diharapkan akan dapat diambil keputusan tentang perlu tidaknya peningkatan investasi apabila dirasa menguntungkan, akibatnya adalah penggunaan hutang akan bertambah apabila pemenuhan pendanaan dari internal (*retained earnings*) tidak mencukupi. Dalam keadaan yang sama, perusahaan dengan pertumbuhan tinggi tentunya memerlukan kebutuhan pendanaan yang lebih tinggi, tentunya hutang akan bertambah besar.

Variabel *Balancing Theory* diwakili:

- [Flow] Free Cash Flow = logaritma natural dari free cash flow, $= \ln [\text{NOPAT} - \text{net investment in operating capital}]$, sedangkan *net investment in operating capital* dapat dicari dari $[\text{cash} / \text{marketable securities} + \text{account receivables} + \text{inventories}] - [\text{account payable} + \text{accruals}]$ dan $\text{NOPAT} = \text{EBIT} (1 - \text{tax rate})$, Brigham (1999). Penggunaan logaritma natural sebagai salah satu proksi variabel independen masih dapat digunakan walaupun variabel yang lain dan variabel dependen dalam bentuk rasio.

Husnan (1994) menyatakan apabila operasi perusahaan menurun, maka kas masuk akan menurun secara proporsional. Sedangkan kas keluar, disamping ada yang bersifat variabel, juga ada yang bersifat tetap. Penggunaan hutang akan menambah proporsi arus kas yang bersifat tetap ini, karena pembayaran bunga dan angsuran pokok pinjaman bersifat tetap, tidak peduli apakah operasi perusahaan tinggi atau rendah.

- [Vol] Volatilitas pendapatan

Volatilitas pendapatan diberi notasi *Volat*, dan diukur dengan standar deviasi dari return saham. Menurut Husnan (1996) bahwa semakin stabil keuntungan, semakin besar kemungkinan perusahaan mampu memenuhi kewajiban finansialnya. Dengan demikian perusahaan akan berani menggunakan *leverage* yang lebih besar. Secara matematis dapat

diformulasikan sebagai berikut:
$$VOLAT = \sigma \left(\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \right)$$

Variabel Kontrol.

- [Rat] Rasio aktiva tetap = $\frac{FA}{TA}$

keterangan : FA = fixed asset, TA = total asset

Rasio ini digunakan mengingat sifat dari asset perusahaan manufaktur relatif lebih besar menggunakan asset tetap dibanding jenis perusahaan lainnya. Dan salah satu keuntungannya dapat digunakan sebagai penjamin hutang.

- [DOL] Operating Leverage = $\frac{\% \Delta EBIT}{\% \Delta Sales}$

Menurut Brigham (1998) jika hal-hal lain tetap sama, perusahaan dengan *leverage operasi* yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar leverage keuangan karena ia akan mempunyai risiko bisnis yang lebih kecil.

D. Model Pengujian Hipotesis

Hipotesis alternatif, adalah sebagai berikut:

1. Variabel Pecking Order Theory

- *Profitabilitas (laba)*

H1 : Ada pengaruh negatif antara laba terhadap debt ratio.

- *Growth (kesempatan investasi)*

H2 : Ada pengaruh positif kesempatan investasi terhadap debt ratio.

2. Variabel Balancing Theory

- *Free cash flow*

H3 : Ada pengaruh positif antara free cash flow terhadap debt ratio.

- *Volatility pendapatan*

H4 : Ada pengaruh negatif antara volatility pendapatan terhadap debt ratio perusahaan.

3. Variabel Kontrol

- *Rasio Asset Tetap*
- *Operating Leverage*

Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan regresi berganda dengan model sebagai berikut:

$$\text{Lev}_{it+1} = \alpha + \beta_1 \text{Profit}_{it} + \beta_2 \text{Growth}_{it} + \beta_3 \text{Flow}_{it} + \beta_4 \text{Vol}_{it} + \beta_5 \text{Rat}_{it} + \beta_6 \text{Dol}_{it} + e$$

Keterangan:

α = Konstanta

β = Koefisien regresi

Roi = Profitabilitas

Growth = Kesempatan investasi

Flow = Free Cash Flow

Vol = Volatilitas pendapatan (stabilitas pendapatan)

Rat = Rasio aktiva tetap

Dol = Degree operating leverage

E = error

E. Uji Asumsi Klasik

Agar hasil regresi menjadi lebih baik, maka harus diidentifikasi ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik. Beberapa pengujian asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari tiga hal meliputi:

- Uji Autokorelasi

Menurut Gujarati (1999), uji ini didefinisikan sebagai hubungan atau korelasi antara anggota observasi dalam suatu kurun waktu ataupun ruang. Untuk mendeteksi adanya autokorelasi dalam penelitian ini, digunakan Durbin Watson statistik. *Rule of thumb* menyatakan bahwa nilai Durbin Watson statistik yang mendekati dua (2) mengidentifikasikan tidak terdapat autokorelasi.

- Uji Multikolinearitas

Uji ini digunakan untuk melihat apakah ada satu atau lebih dari variabel independent memiliki hubungan linear terhadap variabel independent lainnya dalam objek yang diteliti.

Menurut Gujarati (1999), uji multikolinearitas dilakukan dengan melihat koefisien matrik dalam statistiknya antara variabel independent. *Rule of thumb* apabila dijumpai nilai yang sangat tinggi ($>0,87$) dapat dikatakan terjadi multikolinearitas dalam penelitian.

- Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka

disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi heterokedastisitas.

Pengujian dilakukan dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel dependen yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi ada tidaknya heterokedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ($Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$). Dasar analisisnya yaitu jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan terjadi heterokedastisitas. Sedangkan jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heterokedastisitas.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pengujian yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan 2 (dua) metode yaitu pengujian seluruh tahun penelitian dan pengujian tiap tahun. Sedangkan sistematika pembahasan dalam penelitian ini akan dibagi menjadi 3 (tiga) garis besar meliputi statistik deskriptif, analisis data dengan pendekatan regresi linier berganda, dan uji asumsi klasik. Statistik deskriptif akan mencakup angka statistik, mean, standar deviasi, dan nilai ekstrim.

Selanjutnya dilakukan analisis regresi linier berganda. Pada regresi linear berganda yang dilakukan terlebih dahulu adalah uji regresi antara variabel dependen dan variabel independen yang diduga mempunyai hubungan dan pengaruh terhadap variabel dependen. Proses selanjutnya akan dilakukan uji regresi antara variabel dependen dan variabel independent dengan memasukkan variabel kontrol. Hal ini bertujuan untuk dapat mengetahui konsistensi leverage terhadap variabel *Pecking Order Theory* atau *Trade Off Theory*.

Pengujian hipotesis pada penelitian ini dilakukan dengan menganalisa tingkat signifikansi koefisien regresi dan arah hubungan tiap variabel yang diharapkan berpengaruh pada *leverage*. Untuk mengetahui apakah model yang diajukan dapat digunakan untuk menjelaskan atau melakukan penaksiran pada periode selanjutnya, dilakukan uji terhadap asumsi klasik. Sehingga akan dapat diketahui bahwa model regresi yang diajukan benar-benar bersih dari penyimpangan asumsi klasik dan menunjukkan model regresi yang sah.

A. Statistik Deskriptif

Berikut ini tabel statistik dari variabel yang digunakan:

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif

Variabel	Thn Penelitian	Mean	Min	Max	Std Deviasi
Leverage (LEV)	2002/2003	0,8647	0,04	8,73	0,93131
	2002	0,9747	0,13	5,11	0,86572
	2003	0,7927	0,04	8,73	0,97015
Profitabilitas (ROI)	2002/2003	0,0323	-1,10	2,50	0,29571
	2002	-0,0424	-0,61	0,35	0,16927
	2003	0,0813	-1,10	2,50	0,34730
Kesempatan investasi (GROWTH)	2002/2003	-0,0626	-0,76	0,86	0,16553
	2002	-0,0354	-0,32	0,50	0,14357
	2003	-0,0805	-0,76	0,86	0,17701
Free cash flow (FLOW)	2002/2003	4,7805	1,78	7,11	0,92440
	2002	4,6690	2,46	6,41	0,80319
	2003	4,8535	1,78	7,11	0,99369
Volatilitas pendapatan (VOLAT)	2002/2003	0,1677	0,00	0,53	0,09406
	2002	0,1666	0,00	0,53	0,09629
	2003	0,1684	0,02	0,52	0,09315
Rasio aktiva tetap (RAT)	2002/2003	0,4371	0,03	0,91	0,22442
	2002	0,4409	0,03	0,91	0,23616
	2003	0,4346	0,05	0,91	0,21780
Operating leverage (DOL)	2002/2003	3,2721	-10,72	405,00	34,44905
	2002	8,1368	-3,55	405,00	54,62370
	2003	0,0869	-10,72	11,12	2,43838

Sumber: data diperoleh dari descriptive statistic pada lampiran 2, lampiran 3, dan lampiran 4.

Dari tabel deskriptif di atas dapat dilihat untuk tingkat *leverage/mean leverage* perusahaan berkisar 70% - 90% merupakan angka yang cukup tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa *liabilities/kewajiban* masih tetap merupakan komponen yang besar bagi perusahaan manufaktur di Indonesia terutama tahun 2002, dengan kata lain sekitar 70% - 90% dari asset yang dimiliki adalah dari penggunaan hutang. Tentunya hal ini akan memberikan beban yang lebih tinggi bagi perusahaan dalam pembayaran bunga beserta angsuran pokok hutang. Hal ini dapat terjadi karena keadaan ekonomi setelah krisis yang masih dalam tahap pemulihan, dengan kurs mata uang dalam negeri dan luar negeri yang masih tinggi. Banyak perusahaan yang pada masa sebelumnya melakukan hutang luar negeri sebagai sumber pendanaan mengalami pembengkakan hutang akibat nilai kurs jatuh.

Nilai *profitabilitas* untuk pengujian seluruh tahun sebesar 0,0323 tahun 2002 yaitu -0,0424 dan tahun 2003 sebesar 0,0813. Tahun 2002 mengalami minus yang dapat diartikan bahwa sesudah masa krisis perusahaan mengalami negatif profit margin, dan tahun 2003 sudah membaik ditandai dengan adanya rata-rata *profitabilitas* yang positif. Sedangkan untuk keseluruhan tahun rata-rata *profitabilitas* positif yang dapat diartikan kondisi yang baik. Menurut Husnan (1997) menerangkan bahwa perusahaan dengan *profitabilitas* tinggi umumnya meminjam dana dalam jumlah sedikit. Hal ini karena perusahaan mempunyai target debt ratio yang rendah, sehingga diperlukan external financing yang rendah, berbeda dengan perusahaan yang memiliki tingkat *profitabilitas* yang rendah mereka akan semakin besar dalam proporsi hutangnya.

Pertumbuhan perusahaan mengalami penurunan dapat dilihat dari nilai mean *growth* tahun 2002 yaitu -0.0354 dan tahun 2003 sebesar -0,0805 yang semakin menurun. Nilai mean *growth* untuk keseluruhan tahun juga bernilai negatif yaitu -0,0626, keadaan ini menggambarkan prospek perusahaan yang buruk, dimana krisis masih memberikan dampak sampai saat ini pada *kesempatan investasi* yang kecil bagi perusahaan manufaktur.

Free cash flow dari keseluruhan mempunyai rata-rata positif, hal ini sebenarnya tidak mencerminkan keadaan yang sebenarnya, maksudnya sampel yang diambil adalah positif nilai *free cash flow*-nya data sebenarnya justru perusahaan banyak yang mengalami *free cash flow* negatif, nilai negatif ini tidak selamanya mencerminkan sesuatu keadaan yang buruk, apabila yang terjadi negatif pada NOPAT (Net Operating After Tax) dapat dikatakan perusahaan sedang menghadapi masalah keuangan, akan tetapi kalau NOPAT bernilai positif maka kemungkinan besar terjadi justru opportunity yang besar sehingga diperlukan tambahan dana dengan hutang.

Volatilitas pendapatan untuk keseluruhan tahun penelitian sebesar 0,1677 untuk tahun 2002 sebesar 0,1666 dan tahun 2003 sebesar 0,1684. Dapat dilihat rata-rata *volat* cukup besar. Semakin besar *volatilitas* menggambarkan semakin tidak stabilnya pendapatan selama periode yang diteliti. Kondisi pasca krisis masih memberikan pengaruh yang tidak pasti / tidak stabil pada pendapatan perusahaan.

Nilai mean *ratio aktiva tetap* tahun 2002 sebesar 0,4409 dan tahun 2003 sebesar 0,4346 sedangkan mean *ratio aktiva tetap* pada keseluruhan tahun yaitu

0,4371. Dengan tingginya asset tetap yang dimiliki maka perusahaan memiliki cadangan yang tinggi pula sebagai penjamin.

Operating leverage pada keseluruhan tahun memiliki nilai mean sebesar 3,2721. Mean *operating leverage* mengalami penurunan dari tahun 2002 yaitu sebesar 8,1368 dan tahun 2003 sebesar 0,0869. Semakin tinggi *operating leverage* menunjukkan semakin tinggi pula risiko bisnis dan seharusnya penggunaan hutang diminimalkan untuk menjaga likuiditas perusahaan.

B. Pengujian Hipotesis

Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini, yaitu untuk mengetahui kekonsistenan variabel dependen terhadap dua teori yang dijabarkan dalam variabel independent dan untuk mengetahui pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen, baik setelah maupun sebelum memasukkan variabel kontrol. Pengolahan data untuk mendukung hasil penelitian ini dilakukan dengan menggunakan program SPSS.

Pengujian prediksi *pecking order theory* dan *trade off theory* dalam penelitian ini dengan menggunakan regresi berganda sebagai berikut:

$$Lev_{it+1} = \alpha + \beta_1 Profit_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 Flow_{it} + \beta_4 Vol_{it} + \beta_5 Rat_{it} + \beta_6 Dol_{it} + e$$

1. Pengujian Seluruh Tahun Penelitian

Analisis *pecking order theory* dan *trade off theory* dalam penelitian ini menggunakan regresi berganda untuk pengujiannya. Berikut ini tabel hasil analisis regresi dengan menggabungkan variabel pada dua tahun penelitian sekaligus:

Tabel 4.2 Pengujian Seluruh Tahun Tanpa Variabel Kontrol

	Prediksi	n = 139		
		Beta	T-hitung	Sig
Constant		2,068E-02	0,049	0,961
ROI	(-)	-0,804	-3,052	0,003**
Growth	(+)	-0,838	-1,742	0,084
Flow	(+)	0,116	1,383	0,169
Volat	(-)	1,577	1,961	0,052***
F		4,396**		
R ²		0,116		
** = signifikan pada level 5% *** = signifikan pada level 10%				

Sumber: diperoleh dari olahan data pada lampiran 2.

Tabel 4.3 Pengujian Seluruh Tahun dengan Variabel Kontrol

	Prediksi	n = 139		
		Beta	T-hitung	Sig
Constant		0,126	0,294	0,769
ROI	(-)	-0,839	-3,167	0,002**
Growth	(+)	-0,949	-1,959	0,052***
Flow	(+)	0,144	1,687	0,094***
Volat	(-)	1,599	1,993	0,048***
RAT		-0,584	-1,643	0,103
DOL		1,732E-03	0,778	0,438
F		3,448**		
R ²		0,136		
** = signifikan pada level 5% *** = signifikan pada level 10%				

Sumber: diperoleh dari olahan data pada lampiran 2.

Hasil regresi pada tabel 4.2 dan 4.3 digunakan untuk membuktikan hipotesis yang diajukan pada penelitian ini. Pengujian yang dilakukan adalah dengan menggabungkan seluruh tahun penelitian yaitu tahun 2002 dan 2003. Tabel 4.2 adalah pengujian hipotesis seluruh tahun dengan melakukan regresi antara variabel independent terhadap variabel dependen dengan menghiraukan variabel kontrol. Sedangkan tabel 4.3 adalah pengujian hipotesis seluruh tahun penelitian dengan melakukan regresi antara variabel independent terhadap variabel dependen dengan memasukkan variabel kontrol. Tujuan hal ini adalah untuk mengetahui kekonsistenan pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen setelah dikontrol oleh beberapa variabel yang diduga mempunyai pengaruh pada variabel dependen. Sehingga akan dapat diketahui kekonsistenan variabel dependen terhadap kedua teori yang diproksikan oleh variabel independent.

a) Pecking Order Theory

Profitabilitas

Variabel pertama adalah *profitabilitas* yang dilambangkan dengan *ROI*, sebagai proksi dari *Pecking Order Theory*, hasil pengujian regresi seluruh tahun koefisien *profitabilitas* adalah -0,804 dengan nilai t-nya -3,052 dan nilai signifikansi sebesar 0,003. Dapat dilihat bahwa arah koefisien regresi adalah negatif, hal ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan bahwa *profitabilitas* mempunyai pengaruh negatif terhadap *leverage*. Dari nilai t dapat dijelaskan bahwa variabel *ROI* pada seluruh tahun penelitian signifikan sehingga secara

statistik ada pengaruh yang signifikan dari *profitabilitas* terhadap pola penggunaan hutang.

Setelah memasukkan variabel kontrol, dapat dilihat bahwa koefisien *profitabilitas* sebesar -0,839 dengan nilai t-nya -3,167 dan nilai signifikansinya sebesar 0,002. Hasil ini menunjukkan arah koefisien yang tetap negatif dan signifikan. Sehingga pengujian ini, setelah memasukkan variabel kontrol masih mendukung hipotesis yang diajukan dan tetap konsisten.

Kesempatan Investasi/Growth

Nilai koefisien *kesempatan investasi* adalah -0,838 dengan t sebesar -1,742 dan signifikansi sebesar 0,084. Arah koefisien variabel *kesempatan investasi* ini adalah negatif dan signifikan marginal sehingga tidak dapat mendukung pengujian *pecking order theory*.

Pengujian setelah memasukkan variabel kontrol untuk mengetahui kekonsistenan pengaruh *kesempatan investasi*, menunjukkan koefisien regresinya sebesar -0,949 dengan t sebesar -1,959 dan signifikansi sebesar 0,052. Hasil yang diperoleh arah hubungan koefisien regresi tetap negatif dan signifikan marginal. Sehingga setelah memasukkan variabel kontrol, pengujian hipotesis tetap tidak terbukti atau variabel *growth* tidak dapat mendukung *pecking order theory*.

Hal ini menunjukkan bahwa variabel *growth* tidak sesuai dengan teori dari Fama dan French (2000) yang mengatakan bahwa hutang perusahaan akan meningkat jika investasi melebihi jumlah *earning*, dan hutang akan menurun jika investasi kurang dari *retained earning*.

b) Balancing Theory

Free Cash Flow

Variabel *Flow* memiliki koefisien sebesar 0,116 dengan nilai t 1,383 dan nilai signifikansi sebesar 0,169. Hasil yang diperoleh menunjukkan arah koefisien variabel pada seluruh tahun penelitian tersebut positif, hal ini berarti dapat mendukung hipotesis yaitu *flow* berpengaruh positif terhadap *leverage* walaupun tidak signifikan.

Setelah memasukkan variabel kontrol, hasil pengujian koefisien regresi *free cash flow* menunjukkan hasil sebesar 0,144 dengan t hitung 1,687 dan signifikansi sebesar 0,094. Arah koefisien regresi positif dan signifikan sesuai dengan hipotesis. Sehingga pengujian ini setelah memasukkan variabel kontrol dapat mendukung hipotesis yang diajukan yaitu bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *debt ratio*.

Volatilitas Pendapatan

Hipotesis awal disebutkan bahwa semakin besar terjadinya *volatilitas* akan memperkecil penggunaan hutang. Nilai koefisien regresi adalah 1,577 dengan nilai t 1,961 dan signifikansi sebesar 0,052. Arah koefisien *volatilitas* adalah positif dan signifikan marginal sehingga tidak sesuai dengan prediksi yang diharapkan yaitu *volatilitas pendapatan* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Hasil pengujian dengan memasukkan variabel kontrol bertujuan untuk mengetahui konsistensi *leverage* setelah dipengaruhi *volatilitas* menunjukkan koefisien regresi 1,599 dengan nilai t hitung sebesar 1,993 dan signifikansinya

0,048. Koefisien regresi tidak searah dengan prediksi, akan tetapi hasilnya signifikan. Hal ini berarti bahwa hipotesis tidak terbukti atau variabel *volatilitas pendapatan* tidak dapat mendukung *balancing theory*.

c) Variabel Kontrol

Rasio Aktiva Tetap

Nilai koefisien *rasio aktiva tetap* adalah -0,584 dengan t sebesar -1,643 dan nilai signifikansi sebesar 0,103. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi yang diharapkan yaitu bahwa perusahaan besar yang memiliki asset tetap yang tinggi akan berpengaruh juga terhadap tingginya pola penggunaan hutang.

Operating Leverage

Nilai koefisien *operating leverage* adalah 1,732E-03 dengan t hitung 0,778 dan signifikansi 0,438. Hasil yang diperoleh tidak dapat mendukung prediksi tersebut karena arah koefisien regresinya positif dan dari seluruh tahun penelitian tersebut hasil yang didapat tidak signifikan.

Koefisien determinasi (R^2) pada seluruh tahun pengamatan tanpa variabel kontrol adalah sebesar 0,116 menunjukkan bahwa 11,6 % dari total variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh model regresi tersebut. Kemampuan variabel *profitabilitas*, *kesempatan investasi*, *free cash flow*, dan *volatilitas* dalam menjelaskan perilaku *leverage* sebesar 11,6 %, sisanya sebesar 88,4 % dijelaskan oleh variabel lain. Setelah pengujian dengan variabel kontrol, koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,136 menunjukkan bahwa 13,6 % dari total variasi

variabel dependen dapat dijelaskan oleh model regresi tersebut. Kemampuan variabel independent dan variabel kontrol dalam menjelaskan perilaku *leverage* adalah sebesar 13,6 %, sisanya sebesar 86,4 % dijelaskan oleh variabel lain.

Pengujian secara simultan terhadap persamaan regresi pada seluruh tahun penelitian tanpa variabel kontrol dapat dilihat dari nilai F test. Pada keseluruhan tahun nilai F test-nya 4,396 dengan signifikansi sebesar 5%. Sedangkan pengujian secara simultan terhadap persamaan regresi pada seluruh tahun penelitian dengan variabel kontrol nilai F test-nya 3,448 dengan signifikansi sebesar 5%. Hal ini menunjukkan bahwa model ini mampu menjelaskan hubungan antara variabel dependen dan variabel independen.

Dengan membandingkan nilai koefisien regresi dan signifikansi pada variabel *profitabilitas* dan *flow*, dapat disimpulkan bahwa pengujian *pecking order theory* yang terbukti lebih sesuai. Hal ini karena terdapat satu variabel dari *pecking order theory* yakni *profitabilitas* yang searah dan signifikan terhadap hipotesis sedangkan untuk variabel *balancing theory* yakni *flow* koefisien regresinya searah dan signifikan marginal.

2. Pengujian Tiap Tahun Penelitian

Analisis regresi terhadap *leverage* dengan faktor-faktor independent dan variabel kontrol yang dilakukan dengan menguji tiap-tiap tahun penelitian. Berikut ini tabel hasil analisis regresi tiap tahun baik tanpa variabel kontrol maupun dengan variabel kontrol:

Tabel 4.4 Pengujian Tiap Tahun Tanpa Variabel Kontrol

	Prediksi	Leverage 2002 (n = 55)			Leverage 2003 (n = 84)		
		Beta	T-htg	Sig	Beta	T-htg	Sig
Constant		-5,645E-02	-0,095	0,925	-6,962E-02	-0,125	0,901
ROI	(-)	-3,315	-5,753	0,000*	-0,401	-1,218	0,227
Growth	(+)	0,400	0,608	0,546	-0,792	-1,182	0,241
Flow	(+)	0,156	1,361	0,179	0,130	1,156	0,251
Volat	(-)	1,048	1,060	0,294	1,194	1,046	0,299
F		10,371*			1,481		
R ²		0,453			0,070		
* = signifikan pada level 1%							

Sumber: diperoleh dari olahan data pada lampiran 3.

Tabel 4.5 Pengujian Tiap Tahun dengan Variabel Kontrol

	Prediksi	Leverage 2002 (n = 55)			Leverage 2003 (n = 84)		
		Beta	T-htg	Sig	Beta	T-htg	Sig
Constant		-4,966E-02	-0,082	0,935	7,785E-02	0,136	0,892
ROI	(-)	-3,312	-5,558	0,000*	-0,465	-1,397	0,167
Growth	(+)	0,321	0,473	0,638	-0,927	-1,366	0,176
Flow	(+)	0,181	1,496	0,141	0,163	1,415	0,161
Volat	(-)	1,135	1,114	0,271	1,119	0,976	0,332
RAT		-0,313	-0,739	0,464	-0,689	-1,353	0,180
DOL		1,670E-05	0,009	0,993	-1,470E-02	-0,337	0,737
F		6,815*			1,301		
R ²		0,460			0,092		
* = signifikan pada level 1%							

Sumber: diperoleh dari olahan data pada lampiran 4.

Hasil regresi pada tabel 4.4 dan 4.5 digunakan untuk membuktikan hipotesis yang diajukan pada penelitian ini. Tabel 4.4 adalah pengujian hipotesis tiap-tiap tahun dengan melakukan regresi antara variabel independent terhadap variabel dependen dengan menghiraukan variabel kontrol. Sedangkan tabel 4.5 adalah pengujian hipotesis tiap-tiap tahun dengan melakukan regresi antara variabel independent terhadap variabel dependen dengan memasukkan variabel kontrol.

a) Pecking Order Theory

Profitabilitas

Variabel pertama adalah profitabilitas yang dilambangkan dengan *ROI*, sebagai proksi dari *Pecking Order Theory*, untuk leverage tahun 2002 koefisien *profitabilitas* adalah -3,315 dengan nilai t-nya -5,753, dan tahun 2003 variabel profit menunjukkan koefisien regresi -0,401 dengan nilai t -1,218. Arah koefisien regresi untuk variabel ini setiap tahunnya adalah negatif, hal ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan bahwa *profitabilitas* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Dari nilai t dapat dijelaskan bahwa hanya variabel profit pada tahun 2001 yang signifikan sehingga secara statistik ada pengaruh yang signifikan dari *profitabilitas* terhadap pola penggunaan hutang, sedangkan tahun 2002 tidak signifikan sehingga kurang mendukung pengaruh *profitabilitas* terhadap pola penggunaan hutang.

Setelah memasukkan variabel kontrol, dapat dilihat bahwa koefisien *profitabilitas* untuk leverage 2002 sebesar -3,312 dengan nilai t hitung -5,558

dan signifikansi 0,000, dan tahun 2003 variabel *ROI* menunjukkan koefisien regresi -0,465 dengan nilai t -1,397. Arah koefisien regresi untuk variabel ini setiap tahunnya adalah negatif, akan tetapi dari nilai t dapat dijelaskan bahwa hanya variabel *ROI* hanya pada tahun 2002 yang signifikan sehingga secara statistik ada pengaruh yang signifikan dari *profitabilitas* terhadap pola penggunaan hutang, sedangkan tahun 2002 tidak signifikan. Sehingga setelah dimasukkan variabel kontrol, pengujian ini tetap tidak konsisten mendukung hipotesis.

Kesempatan Investasi/Growth

Nilai koefisien *kesempatan investasi* pada tahun 2002 adalah 0,400 dengan t sebesar 0,608 dan signifikansi 0,456 dan tahun 2003 koefisien probabilitasnya adalah -0,792 dengan t sebesar -1,182 dan signifikansi sebesar 0,241. Arah koefisien variabel kesempatan investasi ini adalah positif pada tahun 2002, hal ini berarti mendukung hipotesis yaitu naiknya kesempatan investasi akan menyebabkan kenaikan *leverage* perusahaan walaupun sifatnya tidak signifikan. Sedangkan untuk tahun 2003 arah koefisiennya negatif dan tidak signifikan sehingga tidak dapat mendukung hipotesis.

Setelah pengujian dengan variabel kontrol diperoleh hasil koefisien regresi tahun *leverage* 2002 sebesar 0,321 dengan t sebesar 0,473 dan signifikansi sebesar 0,638 dan pada tahun 2003 koefisien probabilitasnya adalah -0,927 dengan t sebesar -1,366 dan signifikansi sebesar 0,176. Arah koefisien variabel *kesempatan investasi* yang mendukung hipotesis hanya pada tahun 2002, sedangkan untuk

tahun 2003 arah koefisiennya negatif dan tidak signifikan sehingga tidak dapat mendukung hipotesis. Sehingga dengan pengujian menggunakan variabel kontrol tetap tidak konsisten mendukung hipotesis.

b) Balancing Theory

Free Cash Flow

Variabel *Flow* pada tahun 2002 memiliki koefisien sebesar 0,156 dengan nilai t 1,361, pada tahun 2003 sebesar 0,130 dengan nilai t sebesar 1,156. Pada hipotesis awal disebutkan bahwa pengaruh *flow* adalah positif terhadap *leverage*. Hasil yang diperoleh menunjukkan arah koefisien variabel pada dua tahun penelitian tersebut positif, hal ini berarti dapat mendukung hipotesis walaupun tidak signifikan.

Setelah memasukkan variabel kontrol, hasil pengujian koefisien regresi *free cash flow* pada tahun 2002 menunjukkan hasil sebesar sebesar 0,181 dengan nilai t 1,496, pada tahun 2003 sebesar 0,163 dengan nilai t sebesar 1,415. Hasil yang diperoleh menunjukkan arah koefisien variabel pada dua tahun penelitian tersebut positif tetapi tidak signifikan. Jadi pengujian setelah menggunakan variabel kontrol tetap tidak konsisten mendukung hipotesis yang diajukan.

Volatilitas Pendapatan

Volat di sini merupakan simbol dari *volatilitas pendapatan*, hipotesis awal disebutkan bahwa semakin besar terjadinya *volatilitas* akan memperkecil penggunaan hutang. Nilai koefisien regresi pada tahun 2002 adalah 1,048 dengan

nilai t 1,060, pada tahun 2003 didapatkan nilai 1,194 dengan t 1,046. Arah koefisien *volatilitas* adalah positif tiap tahunnya dengan nilai t yang tidak signifikan sehingga tidak sesuai dengan prediksi yang diharapkan.

Hasil pengujian dengan memasukkan variabel kontrol bertujuan untuk mengetahui konsistensi *leverage* setelah dipengaruhi *volatilitas* menunjukkan koefisien regresi tahun 2002 sebesar 1,135 dengan nilai t 1,114, pada tahun 2003 didapatkan nilai 1,119 dengan t 0,976. Arah koefisien *volatilitas* adalah positif tiap tahunnya dengan nilai t yang tidak signifikan sehingga tidak sesuai dengan prediksi yang diharapkan.

c) Variabel Kontrol

Rasio Aktiva Tetap

Nilai koefisien *rasio aktiva tetap* adalah -0,313 dengan t sebesar -0,739 dan signifikansi sebesar -0,739 pada tahun 2002 dan 0,464 dengan t sebesar -1,353 dan signifikansi sebesar 0,180 pada tahun 2003. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi yang diharapkan yaitu bahwa perusahaan besar yang memiliki aset tetap yang tinggi akan berpengaruh juga terhadap tingginya pola penggunaan hutang.

Operating Leverage

Nilai koefisien *operating leverage* adalah $1,670E-05$ dengan nilai t sebesar 0,009 dan signifikansi sebesar 0,993 pada tahun 2002 dan $-1,470 E$ dengan nilai t -0,337 dan signifikansi sebesar 0,737 pada tahun 2003. Prediksi yang diharapkan

hanya terjadi pada tahun 2002 dimana arah koefisien regresi adalah negatif. Sedangkan tahun 2002 tidak dapat mendukung prediksi tersebut karena arah koefisien regresinya positif dan dari dua tahun penelitian tersebut tidak ada hasil yang signifikan.

Koefisien determinasi (R^2) pada *leverage* tahun 2002 adalah sebesar 0,453 menunjukkan bahwa 45,3 % dari total variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh model regresi tersebut. dan sisanya sebesar 54,7 % dijelaskan oleh variabel lain. Koefisien determinasi (R^2) pada tahun 2003 sebesar 0,070, hal ini menunjukkan bahwa 7 % dari total variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh model regresi tersebut, sedangkan sisanya sebesar 93 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti.

Setelah pengujian dengan variabel kontrol didapatkan koefisien determinasi (R^2) pada *leverage* tahun 2002 adalah sebesar 0,460 menunjukkan bahwa 46 % dari total variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh model regresi tersebut. Sedangkan koefisien determinasi (R^2) pada tahun pengamatan 2003 adalah sebesar 0,092, hal ini menunjukkan bahwa 9,2 % dari total variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh model regresi tersebut, sedangkan sisanya sebesar 90,8 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti.

Pengujian secara simultan terhadap persamaan regresi pada seluruh tahun penelitian tanpa variabel kontrol dapat dilihat dari nilai F test. Pada tahun 2002 nilai F test-nya 10,371 dan 2003 nilai F test-nya 1,481 dengan signifikansi sebesar 1 %. Hal ini menunjukkan bahwa model ini mampu menjelaskan hubungan antara

variabel dependen dan variabel independent. Sedangkan tahun 2003 nilai F test-nya 1,481 yang menunjukkan model tersebut tidak signifikan.

Sedangkan pengujian secara simultan terhadap persamaan regresi dengan variabel kontrol pada tahun 2002 nilai F test-nya 3,448 dengan signifikansi sebesar 5%. Hal ini menunjukkan bahwa model ini mampu menjelaskan hubungan antara variabel dependen dan variabel independen. Sedangkan pada tahun 2003 nilai F test sebesar 1,301 yang menunjukkan model tersebut tidak signifikan.

Dengan membandingkan nilai koefisien regresi dan signifikansi pada variabel dari *pecking order theory* dan *flow* serta *volat* yang mewakili variabel dari *balancing theory*, dapat disimpulkan bahwa pengujian *pecking order theory* yang terbukti lebih sesuai. Hal ini karena karena terdapat salah satu variabel dari *pecking order theory* yakni *profitabilitas* searah dan sangat signifikan terhadap hipotesis yang diajukan sedangkan untuk *balancing theory* tidak ada variabel yang signifikan untuk mendukung hipotesis.

C. Uji Asumsi Klasik

1. Autokorelasi

Uji autokorelasi adalah suatu uji data yang dilakukan sebelum dilakukan uji hipotesis. Tujuan dari uji autokorelasi untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi linear terjadi kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan

ada problem autokorelasi. Dinyatakan bebas atau tidak terjadi autokorelasi jika nilai Durbin Watson mendekati 2.

Tabel 4.6 Tabel Nilai Durbin Watson

Tanpa variabel kontrol		Dengan variabel kontrol	
Tahun penelitian	Durbin Watson	Tahun penelitian	Durbin Watson
2002/2003	1,826	2002/2003	1,867
2002	1,691	2002	1,746
2003	1,943	2003	2,015

Sumber: diperoleh dari olahan data model summary pada lampiran 2, lampiran 3, dan lampiran 4.

1.1 Pengujian Seluruh Tahun Penelitian

Nilai Durbin Watson untuk pengujian seluruh tahun penelitian tanpa variabel kontrol adalah 1,826. Untuk pengujian seluruh tahun penelitian dengan variabel kontrol adalah 1,867. Dapat dikatakan pengujian pada keseluruhan tahun tidak terdapat autokorelasi.

1.2 Pengujian tiap Tahun Penelitian

Nilai Durbin Watson untuk penelitian tanpa variabel kontrol pada tahun 2001 adalah 1,691 dan tahun 2002 adalah 1,943 sehingga dapat dilihat bahwa tidak ada autokorelasi. Untuk penelitian dengan menggunakan variabel kontrol pada tahun 2001 adalah 1,746 dan pada tahun 2002 adalah 2,015 jadi dapat dilihat bahwa tidak terjadi autokorelasi. Sehingga dapat dikatakan bahwa dalam pengujian ini tidak terdapat autokorelasi.

2. Multikolinieritas

Berdasarkan pengujian oleh Gujarati, penyimpangan multikolinieritas dapat dideteksi dengan melihat koefisien matrik korelasi Pearson antar variabel independent yang sangat tinggi (rule of thumb $> 0,87$).

2.1 Pengujian Seluruh Tahun Penelitian

Dilihat dari uji koefisien korelasi Pearson yang terdapat pada lampiran 5, pengujian seluruh tahun baik tanpa ataupun dengan variabel kontrol tidak ada nilai yang melebihi 0,87 jadi dapat dikatakan terhindar dari multikolinieritas.

2.2 Pengujian Tiap Tahun Penelitian

Dilihat dari uji koefisien korelasi Pearson yang terdapat pada lampiran 5, pengujian tahun 2002 tanpa variabel kontrol dan dengan variabel kontrol terlihat tidak ada nilai yang melebihi 0,87. Pada tahun 2003 tanpa variabel kontrol dan dengan variabel kontrol juga tidak ada nilai yang melebihi 0,87. Sehingga dapat dikatakan bahwa pengujian tahun 2002 dan 2003 tidak terdapat multikolinieritas.

3. Heterokedastisitas

Untuk mendeteksi adanya heterokedastisitas, dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik, dimana sumbu X adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu Y adalah residual ($Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$) yang telah di studentized. Jika pola tertentu, seperti titik-titik (point-point) yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur, maka telah terjadi heterokedastisitas. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heterokedastisitas.

1.1 Pengujian Seluruh Tahun Penelitian

Terlihat dari grafik uji heterokedastisitas pada lampiran 2 bahwa pada seluruh tahun pengamatan baik tanpa variabel kontrol maupun dengan variabel kontrol, tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Maka dapat dikatakan tidak terjadi heterokedastisitas.

1.2 Pengujian Tiap Tahun Penelitian

Pada tahun 2002 dan 2003 baik dengan variabel kontrol maupun tanpa variabel kontrol dilihat dari grafik uji heterokedastisitas pada lampiran 3 dan lampiran 4, tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Maka dapat dikatakan bahwa pada tiap tahun penelitian tidak terjadi heterokedastisitas.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Berdasarkan penelitian mengenai struktur modal, yang diproksikan dengan rasio hutang dengan pendekatan dua teori pendanaan yang terkenal yaitu *balancing theory* dan *pecking order theory* untuk *leverage* tahun 2002-2003 dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Pecking Order Theory

Bukti empiris terhadap variabel *pecking order theory*, yang terdiri dari *profitabilitas* dan *kesempatan investasi*, menunjukkan bahwa *leverage* berperilaku sesuai dan konsisten dengan *pecking order theory*, dapat dilihat dari arah hubungan negatif dan signifikan antara *profitabilitas* dengan *leverage* baik pada pengujian seluruh tahun ataupun pengujian per tahun yakni pada tahun 2002. Hubungan negatif dan signifikan juga terlihat setelah memasukkan variabel kontrol ke dalam model regresi yang menunjukkan adanya kecenderungan perusahaan untuk mengurangi hutang jika *profitabilitas* tahun lalu meningkat sehingga perusahaan dapat membiayai kegiatan operasionalnya dengan menggunakan laba ditahan. Hasil temuan ini mendukung *pecking order theory*, bahwa perusahaan akan berusaha mendanai kegiatannya pertama-tama dengan menggunakan laba ditahan. Dengan *profitabilitas* yang semakin tinggi maka kemungkinan dana tersebut disimpan sebagai laba ditahan akan semakin besar dan akan mengurangi

jumlah hutang perusahaan. Sedangkan *kesempatan investasi* tahun lalu tidak dapat memberikan penjelasan tentang pengaruhnya terhadap *leverage*, menunjukkan bahwa di Indonesia, *kesempatan investasi* bukan merupakan determinan *leverage*. Hasil temuan ini tidak dapat mendukung teori *pecking order* yang menyatakan bahwa semakin besar kesempatan investasi maka semakin besar hutang perusahaan. Walaupun hanya satu variabel yang mempunyai pengaruh yang signifikan dan konsisten terhadap *leverage*, penelitian ini berhasil mendukung *pecking order theory*.

2. Balancing Theory

Variabel *balancing theory* yang terdiri dari *free cash flow* dan *volatilitas* menunjukkan pengaruh yang ambigius. Hal ini terlihat pada pengujian seluruh tahun maupun pengujian per tahun, *free cash flow* maupun *volatilitas* tidak ada yang dapat mendukung hipotesis yang diajukan. Setelah memasukkan variabel kontrol, hanya variabel *free cash flow* pada pengujian seluruh tahun yang signifikan dan dapat mendukung hipotesis. Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* bukan merupakan suatu permasalahan yang besar dalam perusahaan di Indonesia, sehingga tidak menimbulkan konflik keagenan yang sebenarnya bisa dikurangi dengan melakukan peminjaman atau hutang. Sedangkan *volatilitas* memberikan hasil yang tidak dapat mendukung hipotesis yang menyebutkan bahwa perusahaan dalam kondisi yang lebih berfluktuasi akan semakin mengurangi penggunaan hutang. Hal ini memberikan dukungan yang lemah terhadap *balancing theory*.

3. Pada tujuan penelitian yang dapat dijelaskan dalam hasil uji hipotesis untuk seluruh tahun pengamatan dan tiap tahun pengamatan baik tanpa variabel kontrol maupun dengan variabel kontrol terbukti bahwa *pecking order theory* yang lebih sesuai daripada *balancing theory*.

B. Saran

Dengan adanya berbagai kelemahan dalam penelitian ini diharapkan untuk penelitian yang akan datang lebih baik dan lebih lengkap. Saran yang dapat diberikan dalam penelitian ini yakni sebagai berikut:

1. Penelitian yang akan datang dapat melakukan penambahan sampel dan periode penelitian agar hasil yang didapat lebih baik.
2. Pemilihan proksi-proksi yang lain dari variabel *pecking order theory* maupun *balancing theory* yang lebih baik akan meningkatkan ketajaman penelitian mengenai struktur modal khususnya *debt ratio*.
3. Penelitian selanjutnya diharapkan juga dapat mengeksplorasi tentang bagaimana pengaruh teori struktur modal baik *pecking order theory* maupun *balancing theory* terhadap nilai perusahaan dan kemampuannya untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.