

UTANG ATAU EKUITAS: PENGUJIAN EMPIRIS PECKING ORDER HYPOTHESIS

Baldric Siregar^{)}*

ABSTRACT

It is argued that the information asymmetry that exists between a firm's managers and the market necessitates a pecking order when choosing among the available sources of fund. According to the pecking order hypothesis, internally generated funds are the firm's first choice followed by debt as a second choice and the use of equity as a last resort. The announcement of a stock issue drives down the stock price because investors believe managers are more likely to issue when shares are overpriced. Therefore firms prefer internal finance since funds can be raised without sending adverse signals. If external finance is required, firms issue debt first and then equity. This paper examined the relative size of the estimated coefficients on the various equity and debt variables in a regression model that attempted to explain how the annual changes in firm assets had been financed. As expected, the pattern of coefficients was found to be consistent with the pecking order hypothesis predictions in which retained earnings is preferred over debt and debt is preferred over new share issues to outsiders.

PENDAHULUAN

Modigliani dan Miller (MM) (1958) menyatakan bahwa struktur modal tidak relevan dalam penentuan nilai

perusahaan. Manajer tidak dapat mengubah nilai perusahaan melalui manipulasi struktur modal. Unsur yang relevan dalam penentuan nilai perusahaan adalah jumlah dan risiko arus kas investasi dan aktivitas operasi perusahaan. Teori struktur modal MM ini dipandang kurang realistis karena sesungguhnya manajer dapat mengubah nilai perusahaan melalui struktur modal, melalui pendanaan utang atau ekuitas. Dua teori struktur modal modern, *trade-off hypothesis* dan *pecking order hypothesis*, menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Babu dan Jain, 1998).

Berdasarkan *trade-off hypothesis*, perusahaan tidak akan mencapai nilai yang optimal apabila semua pendanaan adalah utang atau tidak ada utang dalam struktur modal. Karena itu, perusahaan dapat menentukan target rasio utang (*debt ratio*) yang optimal dan berusaha melakukan substitusi utang ke ekuitas dan ekuitas ke utang sampai dengan nilai perusahaan optimal. Nilai perusahaan yang optimal adalah posisi struktur modal yang menunjukkan manfaat pajak atas setiap tambahan rupiah utang sama besarnya dengan kenaikan biaya kebangkrutan atas penambahan rupiah utang tersebut (Jensen dan Meckling, 1976).

Kelemahan pokok *trade-off hypothesis* terletak pada dua hal, yaitu mengabaikan asimetri informasi dan sulitnya melakukan substitusi utang ke ekuitas dan

^{*)} Drs. Baldric Siregar, MBA., Akuntan adalah Dosen Tetap STIE YKPN Yogyakarta.

ekuitas ke utang. Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa dengan adanya asimetri informasi, emisi saham baru merupakan berita buruk (*bad news*) karena manajer termotivasi mengeluarkan saham hanya apabila saham perusahaan *overpriced*. Bukti empiris telah menunjukkan bahwa pengumuman emisi saham baru menyebabkan harga saham turun secara tajam (Asquith dan Mullins, 1986; Masulis dan Korwar, 1986; Mikkelson dan Partch, 1986). Secara praktik, substitusi utang ke ekuitas atau sebaliknya tidaklah mudah dan melibatkan biaya transaksi yang mahal. Biaya transaksi dan pajak emisi saham baru bisa mencapai 50% dari dana baru yang diperoleh (Baskin, 1989). Karena adanya kelemahan *trade-off hypothesis* tersebut, Myers dan Majluf (1984) mengenalkan proposisi tentang teori struktur modal yang sekarang dikenal dengan nama *pecking order hypothesis*. Menurut *pecking order hypothesis*, hirarki pendanaan perusahaan mengutamakan dana internal daripada dana eksternal. Apabila dana internal tidak cukup, perusahaan lebih mengutamakan utang daripada emisi saham baru.

Sesuai dengan uraian di atas, paper ini bertujuan untuk menginvestigasi apakah manajer perusahaan berperilaku seperti yang diteorikan dalam *pecking order hypothesis*, yaitu melakukan hirarki pendanaan dengan mengutamakan pendanaan internal daripada pendanaan eksternal serta mengutamakan pendanaan melalui utang daripada emisi saham baru apabila pendanaan internal tidak mencukupi. Paper ini diorganisasikan ke dalam lima bagian, yaitu: pendahuluan, kajian literatur dan pengembangan hipotesis, metode penelitian, hasil dan analisis, serta kesimpulan.

REVIEW LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penentuan struktur modal yang optimal telah menjadi isu krusial dalam literatur keuangan sejak Modigliani dan Miller (MM) mengenalkan proposisi tentang ketidakrelevanan struktur modal dalam rangka pemaksimalan nilai perusahaan pada tahun 1958. Berdasarkan teori MM, manajer tidak dapat mengubah nilai perusahaan melalui manipulasi struktur modal. Nilai perusahaan tidak akan berubah dengan atau tanpa utang. Unsur yang relevan dalam penentuan nilai perusahaan adalah aktiva riil, yaitu jumlah dan risiko

arus kas yang berasal dari investasi dan aktivitas operasi perusahaan (Modigliani dan Miller, 1958).

Dalam kondisi dunia nyata, teori MM yang menyatakan bahwa struktur modal tidak relevan untuk menentukan nilai perusahaan kurang realistis. Dalam jumlah moderat, penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan (Baskin, 1989). Menyadari adanya kelemahan teori MM, berbagai pihak mencoba memodifikasi teori tersebut dengan mengakomodasi manfaat pajak (*tax benefits*) dan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) karena perusahaan menggunakan utang. Teori struktur modal yang mengakomodasi *trade-off* antara manfaat pajak dan biaya kebangkrutan karena utang dikenal sebagai *trade-off hypothesis* (Jensen dan Meckling, 1976). Berdasarkan *trade-off hypothesis*, struktur modal perusahaan yang optimal menggambarkan keseimbangan antara manfaat pajak dan biaya kebangkrutan karena perusahaan memiliki utang. Utang menyebabkan perusahaan memperoleh manfaat pajak karena biaya bunga yang dibayar dapat dikurangkan dari penghasilan kena pajak. Sedangkan biaya kebangkrutan merupakan biaya administrasi, biaya hukum, biaya keagenan, dan biaya monitoring untuk mencegah perusahaan dari kebangkrutan.

Dengan *trade-off hypothesis*, setiap perusahaan dapat menentukan target rasio utang yang optimal. Rasio utang yang optimal ditentukan berdasarkan *trade-off* antara manfaat dan biaya karena memiliki utang. Secara prinsip, perusahaan membutuhkan pendanaan ekuitas baru apabila rasio utang perusahaan tersebut di atas target dan menambah utang apabila rasio utang perusahaan tersebut di bawah target (Marsh, 1982). Perusahaan tidak akan mencapai nilai yang optimal apabila semua pendanaan adalah utang atau jika sama sekali tidak ada utang dalam struktur modal. Riset yang dilakukan oleh Togart (1977) serta Javiland dan Harris (1984) menemukan bukti empiris bahwa manajer memang berusaha untuk mencapai rasio utang yang ditargetkan (*target debt ratio*). Perusahaan diasumsikan dapat melakukan substitusi dari utang menjadi ekuitas atau dari ekuitas menjadi utang sampai dengan nilai perusahaan maksimum. Nilai perusahaan yang optimum adalah titik yang menunjukkan manfaat pajak atas setiap tambahan rupiah utang sama besarnya dengan kenaikan biaya kebangkrutan atas penambahan rupiah utang tersebut (Jensen dan Meckling, 1976).

Permasalahan yang muncul adalah apakah cukup material untuk membandingkan antara manfaat pajak dengan biaya kebangkrutan. Manfaat pajak relatif mudah ditentukan, sedangkan biaya kebangkrutan relatif sulit ditentukan; bahkan apabila ada, jumlah biaya kebangkrutan relatif tidak signifikan. Selain itu, substitusi antara utang ke ekuitas dan ekuitas ke utang hanya mungkin dilakukan apabila biaya substitusi tersebut rendah (Baskin, 1989; Watson dan Wilson, 2002).

Ada dua kelemahan pokok *trade-off hypothesis*, yaitu teori ini mengabaikan adanya asimetri informasi dan besarnya biaya untuk melakukan substitusi utang ke ekuitas atau ekuitas ke utang. *Trade-off hypothesis* mengasumsikan manajer dan investor memiliki informasi yang sama tentang nilai perusahaan; kenyataannya manajer memiliki informasi lebih banyak. Sesuai dengan yang disebutkan oleh Akerlof (1970), pasar menderita kerugian karena adanya asimetri informasi. Asimetri informasi tidak hanya menghambat kemampuan perusahaan menambah modal melalui emisi saham baru, melainkan juga membatasi akses pendanaan hanya kepada laba ditahan (*retained earnings*). Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa dengan adanya asimetri informasi, emisi ekuitas secara rasional diinterpretasikan sebagai berita buruk, karena manajer termotivasi mengeluarkan ekuitas apabila saham perusahaan *overpriced*. Bukti empiris telah menunjukkan bahwa pengumuman emisi saham baru menyebabkan harga saham turun secara tajam (Asquith dan Mullins, 1986; Masulis dan Korwar, 1986; Mikkelsen dan Partch, 1986). Hal di atas menjadi penyebab pokok mengapa perusahaan relatif jarang melakukan emisi saham baru (Baxter dan Cragg, 1970; Taub, 1975; dan Marsh, 1982).

Selain asimetri informasi, biaya pajak dan biaya transaksi substitusi utang ke ekuitas dan ekuitas ke utang juga mempengaruhi perilaku manajer dalam menentukan struktur modal. Peningkatan saham baru menyebabkan peningkatan pembayaran dividen oleh perusahaan. Peningkatan pembayaran dividen menyebabkan peningkatan biaya pajak penghasilan pribadi. Dengan demikian, implikasi pengeluaran saham baru adalah meningkatnya biaya pajak penghasilan pribadi dan biaya komisi bagi perusahaan. Peningkatan biaya pajak penghasilan dan biaya komisi karena adanya pengeluaran saham baru bisa mencapai 50%

dari dana baru yang diperoleh (Baskin, 1989; Watson dan Wilson, 2002).

Dengan adanya kelemahan *trade-off hypothesis*, Myers dan Majluf (1984) mengenalkan proposisi tentang struktur modal yang sekarang dikenal dengan nama *pecking order hypothesis*. Menurut *pecking order hypothesis*, pendanaan internal merupakan pilihan pertama. Penggunaan dana internal bertujuan untuk menghindari permasalahan yang berkaitan dengan pendanaan eksternal seperti turunnya harga saham dengan adanya emisi saham baru serta berbagai pembatasan dalam kontrak utang. Namun perlu diketahui bahwa pendanaan internal sangat terbatas. *Pecking order hypothesis* mengusulkan bahwa pada saat dana internal tidak cukup, perusahaan lebih mengutamakan utang sebelum ekuitas. Ide dasar *pecking order hypothesis* sangat sederhana, yaitu perusahaan membutuhkan dana eksternal karena dana internal tidak cukup. Adanya asimetri informasi membatasi pendanaan eksternal melalui saham baru, dengan demikian utang menjadi pendanaan yang dipilih (Myers dan Majluf, 1984). Selain itu, biaya transaksi emisi utang lebih murah dari biaya transaksi emisi saham (Baskin, 1989). Babu dan Jain (1998) menguraikan ada empat alasan mengapa perusahaan lebih menyukai mengeluarkan utang daripada saham baru, yaitu (1) adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga, (2) biaya transaksi pengeluaran utang lebih murah daripada biaya transaksi emisi saham baru, (3) lebih mudah mendapatkan pendanaan utang daripada pendanaan saham, serta (4) kontrol manajemen lebih besar dengan adanya utang baru daripada dengan adanya saham baru.

Berdasar uraian teori di atas, hipotesis yang diuji dalam penelitian ini adalah (1) perusahaan lebih menyukai pendanaan utang daripada pendanaan ekuitas dalam rangka pertumbuhan perusahaan dan (2) perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal daripada pendanaan eksternal dalam rangka pertumbuhan perusahaan.

METODERiset

Sampel dan Data

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ (Bursa Efek Jakarta)

untuk periode lima tahun, yaitu tahun 1992 sampai dengan tahun 1996 sebanyak 141 perusahaan. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur untuk menghindari bias karena banyaknya regulasi yang terkait, khususnya bagi bank dan lembaga keuangan lainnya. Selain itu, jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ juga relatif banyak. Sedangkan pemilihan periode waktu dibatasi sampai dengan tahun 1996 untuk menghindari bias karena adanya krisis ekonomi yang dimulai sejak tahun 1997. Data yang diperoleh untuk kepentingan penelitian ini dari perusahaan-perusahaan sampel meliputi: aktiva, utang jangka pendek, utang jangka panjang, laba bersih setelah pajak, dividen tunai, ekuitas, dan pengeluaran saham baru. Pengolahan data dilakukan secara *pooled cross sectional*. Jumlah pengamatan yang berhasil diperoleh tampak pada Peraga 1.

Peraga 1: Jumlah Pengamatan

Tahun	Pengamatan
1992	78
1993	124
1994	124
1995	124
1996	141
Total	591

Variabel Dan Pengukurannya

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah pertumbuhan perusahaan yang diprosikan oleh perubahan aktiva dari tahun ke tahun (“AS”). Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini meliputi perubahan utang (“DB”), perubahan ekuitas (“EQ”), perubahan utang jangka panjang (“LD”), perubahan modal saham (“NS”), laba ditahan (PR), dan perubahan utang jangka pendek (“SD”). Semua variabel dideflasi dengan aktiva awal tahun. Variabel-variabel tersebut diukur dengan formula sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{“AS}_{it} &= (AS_{it} - AS_{it-1})/AS_{it-1} \\
 \text{“DB}_{it} &= (DB_{it} - DB_{it-1})/AS_{it-1} \\
 \text{“EQ}_{it} &= (EQ_{it} - EQ_{it-1})/AS_{it-1}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{“LD}_{it} &= (LD_{it} - LD_{it-1})/AS_{it-1} \\
 \text{“NS}_{it} &= (NS_{it} - NS_{it-1})/AS_{it-1} \\
 \text{PR}_{it} &= (NI_{it} - CD_{it})/AS_{it-1} \\
 \text{“SD}_{it} &= (SD_{it} - SD_{it-1})/AS_{it-1}
 \end{aligned}$$

Keterangan:

- AS_{it} = total aktiva perusahaan i pada periode t.
- AS_{it-1} = total aktiva perusahaan i pada periode t-1.
- DB_{it} = total utang perusahaan i pada periode t.
- DB_{it-1} = total utang perusahaan i pada periode t-1.
- EQ_{it} = total ekuitas perusahaan i pada periode t.
- EQ_{it-1} = total ekuitas perusahaan i pada periode t-1.
- LD_{it} = total utang jangka panjang perusahaan i pada periode t.
- LD_{it-1} = total utang jangka panjang perusahaan i pada periode t-1.
- NS_{it} = total saham baru perusahaan i pada periode t.
- NS_{it-1} = total saham baru perusahaan i pada periode t-1.
- NI_{it} = total laba bersih perusahaan i pada periode t.
- CD_{it} = total dividen tunai perusahaan i pada periode t.
- SD_{it} = total utang jangka pendek perusahaan i pada periode t.
- SD_{it-1} = total utang jangka pendek perusahaan i pada periode t-1.

Model Empiris

Pengujian kedua hipotesis dilakukan dengan regresi berdasarkan model yang pernah digunakan oleh Watson dan Wilson (2002). Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai untuk pendanaan utang daripada pendanaan ekuitas dalam rangka pertumbuhan perusahaan diuji dengan model sebagai berikut:

$$\text{“AS} = \hat{a}_1 + \hat{a}_1 \text{”DB}_{it} + \hat{a}_2 \text{”EQ}_{it} + e_i$$

..... Persamaan 1

Keterangan

- “AS_{it} = perubahan total aktiva perusahaan i periode t.
- “DB_{it} = perubahan total utang perusahaan i periode t.
- “EQ_{it} = laba bersih setelah dikurangi dividen tunai perusahaan i periode t.

- \hat{a}_1 = koefisien konstanta.
- \hat{a}_1 & \hat{a}_2 = koefisien variabel independen.
- e_{it} = faktor gangguan dalam persamaan regresi.

Model di atas mencoba untuk melihat ukuran relatif koefisien pendanaan utang dan pendanaan ekuitas. *Pecking order hypothesis* dapat didukung secara empiris apabila koefisien perubahan utang lebih besar dari koefisien perubahan ekuitas ($\hat{a}_1 > \hat{a}_2$). Tetapi perlu diketahui bahwa walaupun koefisien \hat{a}_1 tidak lebih besar daripada koefisien \hat{a}_2 , belum tentu bahwa *pecking order hypothesis* tidak valid karena ekuitas mengandung unsur pendanaan internal (laba ditahan) dan pendanaan eksternal (modal saham). Hal ini akan dikaji lebih lanjut dalam persamaan 2 dan persamaan 3.

Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa perusahaan mengutamakan pendanaan internal daripada pendanaan eksternal dalam rangka pertumbuhan, diuji dengan model sebagai berikut:

$$AS_{it} = \hat{a}_1 + \hat{a}_2 DB_{it} + \hat{a}_3 PR_{it} + \hat{a}_4 NS_{it} + e_{it}$$

.....Persamaan 2

Keterangan

- AS_{it} = perubahan total aktiva perusahaan i periode t.
- DB_{it} = perubahan total utang perusahaan i periode t.
- PR_{it} = laba bersih setelah dikurangi dividen tunai perusahaan i periode t.
- NS_{it} = perubahan saham baru perusahaan i periode t.
- \hat{a}_1 = koefisien konstanta.
- $\hat{a}_1, \hat{a}_2, \text{ \& } \hat{a}_3$ = koefisien variabel independen.
- e_{it} = faktor gangguan dalam persamaan regresi.

Persamaan 2 merupakan pengembangan lebih lanjut dari persamaan 1 dengan memisahkan laba ditahan dari ekuitas. Laba ditahan suatu periode dilihat dari adanya penambahan (pengurangan) laba ditahan karena laba (rugi) dan adanya pembagian dividen tunai. Hal ini perlu dilakukan karena dengan *pecking order hypothesis*, manajer lebih mengutamakan penggunaan laba ditahan daripada utang.

Pecking order hypothesis menyatakan bahwa urutan pertama pendanaan yang diutamakan oleh manajer adalah pendanaan internal. Apabila pendanaan internal tidak cukup, maka manajer lebih memilih utang daripada pengeluaran saham baru. Apabila *pecking order hypothesis* valid, maka persamaan 2 akan menghasilkan koefisien laba ditahan lebih besar daripada koefisien perubahan utang dan koefisien perubahan utang akan lebih besar daripada koefisien perubahan modal saham ($\hat{a}_2 > \hat{a}_1 > \hat{a}_3$).

Pecking order hypothesis untuk hirarki antar-utang memang tidak ada. Namun demikian dalam penelitian ini juga akan diinvestigasi sumber utang manakah yang diutamakan manajer dalam pendanaan, utang jangka pendek atau utang jangka panjang. Apabila persamaan 2 dikembangkan untuk mengkomodasi klasifikasi utang dalam model maka diperoleh persamaan 3 sebagai berikut:

$$AS_{it} = \hat{a}_1 + \hat{a}_2 SD_{it} + \hat{a}_3 LD_{it} + \hat{a}_4 PR_{it} + \hat{a}_5 NS_{it} + e_{it}$$

.....Persamaan 3

Keterangan

- AS_{it} = perubahan total aktiva perusahaan i periode t.
- SD_{it} = perubahan total utang jangka pendek perusahaan i periode t.
- LD_{it} = perubahan total utang jangka panjang perusahaan i periode t.
- PR_{it} = laba bersih setelah dikurangi dividen tunai perusahaan i periode t.
- NS_{it} = perubahan saham baru perusahaan i periode t.
- \hat{a}_1 = koefisien konstanta.
- $\hat{a}_1, \hat{a}_2, \hat{a}_3, \text{ \& } \hat{a}_4$ = koefisien variabel independen.
- e_{it} = faktor gangguan dalam persamaan regresi.

Selain untuk menginvestigasi jenis utang yang diutamakan oleh perusahaan sebagai sumber pendanaan, persamaan 3 juga bertujuan untuk memperoleh bukti lebih lanjut apakah hipotesis 1 dan hipotesis 2 didukung secara konsisten. Apabila *pecking order hypothesis* valid, maka koefisien laba ditahan, koefisien perubahan jangka pendek, atau koefisien

perubahan utang jangka panjang akan lebih besar dari koefisien perubahan modal saham. Selain itu, koefisien laba ditahan akan lebih besar dari koefisien perubahan utang jangka pendek atau koefisien perubahan utang jangka panjang.

HASIL DAN ANALISIS

Pengujian Asumsi Klasik

Karena analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier, maka diperlukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu. Asumsi klasik yang diuji meliputi multikolinieritas, otokorelasi, dan heteroskedastisitas. Regresi linier klasik mengasumsikan bahwa tidak terjadi multikolinieritas

sempurna, yaitu hubungan linier nyata yang cukup besar antar-variabel independen dalam suatu model regresi. Uji multikolinieritas bertujuan untuk memperoleh keyakinan bahwa tidak terjadi korelasi yang besar antar-variabel independen yang dapat mengganggu interpretasi. Pengujian untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas dilakukan dengan *tolerance value* dan VIF (*variance inflation factor*). Multikolinieritas antarvariabel independen diasumsikan tidak terjadi apabila nilai *tolerance value* lebih dari 10% dan nilai VIF tidak lebih dari 10. (Hair et. al., 1998). Peraga 2 menunjukkan bahwa *tolerance value* minimal 79,2% (jauh di atas 10%) dan nilai VIF maksimal 1,263 (jauh di bawah 10). Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas sempurna dalam regresi yang digunakan yang dapat mengganggu interpretasi.

Peraga 2: Colinearity Statistics

Variabel	Persamaan 1		Persamaan 2		Persamaan 3	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
ÄDB	0.843	1.187	0.839	1.192	—	—
ÄEQ	0.843	1.187	—	—	—	—
ÄSD	—	—	—	—	0.792	1.263
ÄLD	—	—	—	—	0.819	1.220
PR	—	—	0.851	1.176	0.851	1.176
ÄNS	—	—	0.818	1.223	0.818	1.223

Asumsi regresi linier klasik yang lain adalah tidak terdapat otokorelasi dalam model regresi. Uji otokorelasi dilakukan untuk menentukan apakah terjadi korelasi antar-pengganggu pada suatu periode (t) dengan kesalahan pada periode sebelumnya (t-1). Ada/tidaknya otokorelasi dalam model regresi dideteksi berdasarkan uji Durbin-Watson (DW). *Rule of thumb* yang lazim digunakan adalah apabila nilai DW berkisar 2 maka diasumsikan tidak terjadi otokorelasi (Gujarati, 1995). Peraga 3 menunjukkan bahwa nilai DW berkisar 2 (1,763 untuk persamaan 1; 1,798 untuk persamaan 2; dan 1,979 untuk persamaan 3) yang berarti bahwa model regresi tidak mengandung otokorelasi yang dapat mengganggu interpretasi.

Peraga 3: Durbin-Watson

Persamaan 1	Persamaan 2	Persamaan 3
1.763	1.798	1.797

Uji heteroskedastisitas ditujukan untuk mengetahui apakah varian residual dari suatu pengamatan terhadap pengamatan lainnya sama/konstan. Pengujian asumsi heteroskedastisitas dilakukan dengan Uji Glejser, yaitu dengan meregresikan nilai absolut residual (ARES) sebagai variabel dependen terhadap semua variabel independen

yang diteliti. Terdapat/tidaknya heteroskedastisitas dilihat berdasarkan signifikan/tidaknya hubungan antar-variabel independen dengan ARES pada tingkat alpha 5%. Apabila tidak signifikan pada alpha 5%, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi

heteroskedastisitas Gujarati (1995). Peraga 4 menunjukkan bahwa heteroskedastisitas tidak terjadi karena tidak ada hubungan variabel independen dengan ARES yang signifikan.

Peraga 4: Korelasi Variabel Independen dengan ARES

Variabel	Persamaan 1		Persamaan 2		Persamaan 3	
	Correlation Coefficient	Sig. (2-tailed)	Correlation Coefficient	Sig. (2-tailed)	Correlation Coefficient	Sig. (2-tailed)
ΔDB	0.037	0.364	0.024	0.560	----	----
ΔEQ	0.015	0.716	----	----	----	----
ΔSD	----	----	----	----	0.025	0.623
ΔLD	----	----	----	----	0.020	0.635
PR	----	----	0.025	0.623	-0.039	0.340
ΔNS	----	----	0.011	0.785	-0.001	0.979

Pengujian Hipotesis

Peraga 5 menunjukkan deskripsi statistik berupa jumlah pengamatan, nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata, dan standar deviasi setiap variabel. Ada sebanyak 591 pengamatan selama lima tahun. Variabel perubahan

aktiva memiliki nilai minimum sebesar -0,44258, nilai maksimum sebesar 9,60195, nilai rata-rata sebesar 0,3456642, dan standar deviasi sebesar 0,6218022. Nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan standar deviasi variabel - variabel lain dapat dilihat pada Peraga 5.

Peraga 5: Deskripsi Statistik

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ÄAS	591	-.44258	9.60195	.3456642	.6218022
ÄDB	591	-.45067	6.57257	.1713087	.3866039
ÄEQ	591	-.52062	2.85025	.1793226	.3509276
ÄSD	591	-.55207	3.93191	.1089145	.2605075
ÄLD	591	-.63761	2.64066	6.239414E-02	.2029336
PR	591	-.26594	1.08574	6.661698E-02	.1243481
ÄNS	591	-.42357	2.60810	.1127056	.2891261

Peraga 6: Hasil Pengujian Hipotesis 1
Persamaan 1: “AS = $\hat{a}_1 + \hat{a}_1$ ”DB_{it} + \hat{a}_2 ”EQ_{it} + e_{it}

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-3.292E-03	.003		-.955	.340
	ADB	1.057	.008	.018	125.474	.000
	AEQ	.936	.009	.190	100.898	.000

^a. Dendent Variabel: INROLE

Persamaan 1 menghasilkan bukti bahwa kedua alternatif pendanaan, utang dan ekuitas, berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan aktiva dengan tingkat signifikansi jauh di bawah 5% (0,000), nilai F yang tinggi (21.336,314), serta adjusted R² sebesar 96,8%. Pada Peraga 6 tampak koefisien perubahan utang dan koefisien perubahan ekuitas. *Pecking order hypothesis* memprediksi bahwa perusahaan mengutamakan

pendanaan utang daripada ekuitas. Dalam peraga tersebut terlihat bahwa koefisien perubahan utang adalah 1,057 dan koefisien perubahan ekuitas adalah 0,936. Konsisten dengan *pecking order hypothesis*, koefisien perubahan utang lebih besar daripada koefisien perubahan ekuitas. Berdasarkan temuan ini, hipotesis pertama dapat didukung.

Peraga 7: Hasil Pengujian Hipotesis 2
Persamaan 2: “AS = $\hat{a}_1 + \hat{a}_1$ ”DB_{it} + \hat{a}_2 ”PR_{it} + \hat{a}_3 ”NS_{it} + e_{it}

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig
		B	Std. Error	Beta		
2	(Constant)	-9.635E-03	.003		-2.899	.004
	ADB	1.052	.008	.654	132.368	.000
	AEQ	.936	.009	.190	100.898	.000
	PR	1.137	0.25	.227	46.317	.000
	ANS	.881	.011	.410	81.858	.000

^a. Dendent Variabel: INROLE

Persamaan 2 menghasilkan bukti bahwa pendanaan internal (laba ditahan) dan pendanaan eksternal (utang dan ekuitas) berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan aktiva dengan tingkat signifikansi di bawah 5% (0,000) dan nilai F 16.073,082, serta adjusted R² sebesar 94,8%. Koefisien perubahan utang, koefisien laba ditahan, dan koefisien perubahan modal saham yang dihasilkan persamaan 2 tampak pada Peraga 7. *Pecking order hypothesis* memprediksi bahwa

perusahaan terlebih dahulu menggunakan pendanaan internal baru kemudian pendanaan eksternal. Dalam Peraga 7 terlihat bahwa koefisien berbagai alternatif pendanaan adalah sebesar 1,137 untuk pendanaan laba ditahan, 1,052 untuk pendanaan eksternal utang, dan 0,881 untuk pendanaan eksternal modal saham baru. Seperti diprediksi, *pecking order hypothesis* dapat didukung dengan lebih besarnya koefisien laba ditahan, koefisien perubahan utang, dan koefisien perubahan

Peraga 8: Pengujian Hipotesis 1 dan Hipotesis 2
Persamaan 3: “AS = $\hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_1$ ”SD_{it} + $\hat{\alpha}_2$ ”LD_{it} + $\hat{\alpha}_3$ PR_{it} + $\hat{\alpha}_4$ ”NS_{it} + e_{it}

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig
		B	Std. Error	Beta		
3	(Constant)	-9.662E-03	.003		-2.901	.004
	ADB	1.054	.012	.441	86.712	.000
	AEQ	1.050	.015	.343	68.478	.000
	PR	1.137	0.25	.227	46.277	.000
	ANS	.881	.011	.410	81.787	.000

^a Dendent Variabel: INROLE

modal saham secara berturut-turut. Temuan ini memperkuat temuan sebelumnya dalam persamaan 1. Berdasarkan hasil riset ini, hipotesis 2 dapat didukung.

Persamaan 3 merupakan pengembangan dari persamaan 2 dengan memecah utang ke dalam utang jangka pendek dan utang jangka panjang. Persamaan ini ditujukan untuk mengetahui apakah perusahaan mengutamakan jenis pendanaan utang tertentu. Selain itu, persamaan 3 juga dimaksudkan untuk menguji konsistensi hasil pada persamaan 1 dan persamaan 2. Seperti diprediksi, pendanaan utang jangka pendek, utang jangka panjang, laba ditahan, dan modal saham berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan perusahaan dengan signifikansi 0,000, nilai F sebesar 12.034,815, serta adjusted R² sebesar 94,8%. Peraga 8 menunjukkan besarnya koefisien berbagai alternatif pendanaan, yaitu 1,137 untuk laba ditahan, 1,054 untuk utang jangka pendek, 1,050 untuk utang jangka panjang, dan 0,881 untuk modal saham. Tampak konsisten dengan *pecking order hypothesis* bahwa ketiga jenis pendanaan (laba ditahan, utang jangka pendek, dan utang jangka panjang) lebih diutamakan oleh perusahaan daripada modal saham yang ditunjukkan oleh koefisien ketiga jenis pendanaan tersebut lebih besar dari koefisien pendanaan modal saham. Hasil temuan ini mendukung temuan sebelumnya dalam persamaan 1 dan persamaan 2 serta memperkuat dukungan terhadap hipotesis 1 dan hipotesis 2. Selain itu, hasil persamaan 3 juga menunjukkan bahwa perusahaan mengutamakan

pendanaan utang jangka pendek daripada pendanaan utang jangka panjang, walaupun tidak ada *pecking order hypothesis* antar-utang. Adanya perbedaan koefisien antara utang jangka pendek dengan utang jangka panjang, maka dapat dikatakan bahwa hirarki pendanaan antar-utang juga ada. Apabila dana eksternal dibutuhkan, maka preferensi utama perusahaan adalah pendanaan melalui utang jangka pendek. Apabila utang jangka pendek tidak mencukupi, maka preferensi berikutnya secara berturut-turut adalah utang jangka panjang dan modal saham.

SIMPULAN

Asimetri informasi menghambat akses perusahaan ke pendanaan saham baru. Investor beranggapan bahwa emisi saham baru merupakan sinyal buruk karena perusahaan mengeluarkan saham pada saat saham perusahaan di bursa *overpriced*. Pengorbanan atas adanya asimetri informasi adalah menurunnya harga saham perusahaan pada saat diumumkankannya emisi saham baru. Hal inilah yang menjadi dasar bagi Myers dan Majluf (1984) mengajukan proposisi teoritis tentang *pecking order hypothesis*. Berdasarkan teori ini, perusahaan mengutamakan pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Apabila pendanaan internal tidak cukup, perusahaan mengutamakan mengeluarkan utang daripada emisi saham baru.

Penelitian ini berusaha untuk mencari jawaban empiris apakah manajer perusahaan berperilaku seperti

yang diteorikan dalam *pecking order hypothesis* berdasarkan besaran relatif koefisien berbagai alternatif pendanaan terhadap pertumbuhan perusahaan. Temuan empiris menunjukkan bahwa koefisien pendanaan laba ditahan (dana internal) lebih besar daripada koefisien pendanaan utang atau saham baru (dana eksternal); koefisien pendanaan utang lebih besar dari koefisien emisi saham. Temuan ini konsisten dengan *pecking order hypothesis* yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984). Selain itu, dalam riset ini juga ditemukan bukti empiris bahwa perusahaan mengutamakan pendanaan utang jangka pendek daripada pendanaan utang jangka panjang. Ada beberapa keterbatasan riset ini yang dapat dijadikan sebagai dasar perbaikan riset selanjutnya.

Pertama, sampel perlu dibedakan menjadi perusahaan yang pemiliknya sekaligus manajer (*closely held company*) dan perusahaan yang pemiliknya bukan manajer karena disinyalir bahwa investor potensial menghadapi asimetri informasi lebih besar pada perusahaan yang pemiliknya sekaligus manajer. Kedua, sampel hanya meliputi satu industri, yaitu industri manufaktur, sehingga tidak dapat diketahui apakah hirarki pendanaan juga terjadi pada industri lain. Agar hasil penelitian lebih dapat digeneralisasi, maka sampel sebaiknya juga melibatkan perusahaan dari industri lain selain industri manufaktur. Ketiga, waktu penelitian perlu diperpanjang lebih dari lima tahun untuk mengetahui bagaimana kecenderungan hirarki pendanaan dalam jangka panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Akerlof, George A. (1970). "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *The Quarterly Journal of Economics*. August: 488-500.
- Asquith, F. D. dan Mullins, D. W. (1986). "Equity Issues and Offering Dilution." *Journal of Financial Economics*. January: 61-89.
- Babu, Suresh dan Jain, P. K. (1998). "Empirical Testing of Pecking Order Hypothesis with Reference to Capital Structure Practices in India." *Journal of Financial Management & Analysis*. July-December: 63-74.
- Baskin, Jonathan (1989). "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis." *Financial Management*. Spring: 26-35.
- Baxter, N. dan Cragg, J. (1970). "Corporate Choice Among Long-term Financing Instruments." *Review of Economics and Statistics*. August: 225-235.

- Gujarati, D. N. (1995). *Basic Econometrics*. International Edition. Singapore: McGraw-Hill.
- Hair, Josep F.; Anderson, Rolph E.; Tatham, Ronald L.; dan Black, William C. (1998). *Multivariate Data Analysis with Readings*. Fifth Edition. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall International, Inc.
- Javiland, A. dan Harris, R. (1984). "Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study." *Journal of Finance*. March: 127-145.
- Jensen, Michael. C. dan Meckling, W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*. Volume 3: 305-360.
- Marsh, P. (1982). "The Choice Between Debt and Equity: An Empirical Study." *Journal of Finance*. March: 121-144.

Masulis, R. W. dan Korwar, A. N. (1986). "Seasoned Equity Offerings." *Journal of Financial Economics*. January: 91-118.

Mikkleson, W. H. dan Partch, M. M. (1986). "Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process." *Journal of Financial Economics*. January: 31-60.

Modigliani, F. dan Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment." *American Economic Review*. June: 261-297.

Myers, S. C. dan Majluf, N. S. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have." *Journal of Financial Economics*. June: 187-221.

Taub, A. (1975). "Determinants of the Firm's Capital Structure." *Review of Economics and Statistics*. October: 410-416.

Togart, R. (1977). "A Model of Corporate Financing Decisions." *Journal of Finance*. June: 117-161.

Watson, Robert dan Wilson, Nick (2002). "Small and Medium Size Enterprises Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order." *Journal of Business Finance & Accounting*. April: 557-578.