

Pengujian *Pecking Order Theory* terhadap Perusahaan Surplus Non Keuangan di Bursa Efek Indonesia

Joedith Monica dan Muthia Pramesti
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia

Abstrak. Pentingnya mengetahui apakah sebuah perusahaan menguntungkan, dapat dilihat dengan mengetahui apakah perusahaan tersebut mengalami surplus atau sebaliknya. Penelitian terhadap perusahaan, dalam kondisi surplus masih jarang, dikarenakan hampir mayoritas penelitian dalam *pecking order theory* di Indonesia hanya terfokus pada satu atau beberapa sektor saja. Diantara beberapa struktur modal, yang dipilih adalah *pecking order theory*, dikarenakan teori ini merupakan teori yang dinamis sesuai dengan pasar yang tidak sempurna dibandingkan dengan teori struktur modal lainnya. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI mengikuti *pecking order theory*, apakah perusahaan surplus mengikuti *pecking order theory* dan apakah perusahaan surplus menggunakan surplus yang dimiliki untuk membayar hutang perusahaan. Metode penelitian menggunakan software E-views 9, dimana pemilihan sampel menggunakan metode purposive sampling. Temuan dari penelitian yaitu perusahaan non keuangan di Indonesia tidak mengikuti *pecking order theory*, perusahaan surplus tidak mengikuti *pecking order theory* untuk membayar utang terlebih dahulu dan perusahaan surplus tidak membayar utang menggunakan surplus yang dimiliki.

Kata Kunci: Struktur modal, *pecking order theory*, keputusan pendanaan, surplus, utang

Abstract. The importance of knowing that a firm is profitable, can be seen whether the company surplus or the otherwise. The study related to *pecking order theory* for surplus firm is still rare, since almost the majority of research in *pecking order theory* in Indonesia is focused only on one or more sectors. Among the several capital structures, the chosen is *pecking order theory*, because this theory is a dynamic theory in accordance with the market which is not perfect compared with other capital structure theory. The purpose of this study is to find out whether the non-financial companies listed on the BEI follow the *pecking order theory*, whether the surplus companies follow the *pecking order theory* and whether the surplus companies use the surplus that has to pay the company's debt. The research method using E-views 9 software, where the sample selection using purposive sampling method. The findings from the research of non-financial companies in Indonesia do not follow *pecking order theory*, surplus companies do not follow *pecking order theory* to pay the debt in advance and surplus companies do not pay debts using surplus owned.

Keywords : Capital structure, *pecking order theory*, financing decision, surplus, debt

*Corresponding author. Email: monicajoedith@gmail.com

Received: June 7th, 2017; Revision: August 18th, 2017; Accepted: September 9th, 2017

Print ISSN: 1412-1700; Online ISSN: 2089-7928. DOI: <http://dx.doi.org/10.12695/jmt.2017.16.2.6>

Copyright©2017. Published by Unit Research and Knowledge, School of Business and Management - Institut Teknologi Bandung (SBM-ITB)

Pendahuluan

Struktur modal merupakan salah satu faktor penting dalam pendanaan suatu perusahaan. Mayoritas penelitian dalam struktur modal, khususnya terkait *pecking order theory* hanya didasarkan pada satu sektor atau beberapa sektor industri. Beberapa penelitian seperti Lestari (2015), Radjain dan Sudana (2014), Rachmawati (2009) cenderung menggunakan satu sektor seperti manufaktur sebagai sampel penelitian, dimana dalam penelitian ini akan menggunakan sampel seluruh perusahaan non keuangan yang kemudian akan dipersempit kembali menjadi perusahaan dalam situasi surplus. Pentingnya mengetahui apakah perusahaan mengalami surplus atau defisit, akan berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan dan untuk mendapatkan gambaran lebih mendalam terkait *pecking order theory*.

Persaingan antar perusahaan dan kondisi ekonomi turut mempengaruhi struktur modal, karena merupakan sesuatu yang tidak pasti dan selalu berubah seiring dengan waktu.

Tabel 1.

Persentase Perusahaan Kondisi Defisit dan Surplus

Tahun	% Perusahaan Surplus	% Perusahaan Defisit
2007	78.53%	21.47%
2008	82.21%	17.79%
2009	84.05%	15.95%
2010	84.66%	15.34%
2011	83.44%	16.56%
2012	82.21%	17.79%
2013	80.37%	19.63%
2014	83.44%	16.56%
2015	83.44%	16.56%

Sumber : Hasil olahan (2016)

Berdasarkan tabel 1, dapat diketahui bahwa jumlah perusahaan surplus lebih banyak dari perusahaan defisit setiap tahunnya. Hal ini berarti disaat terjadi krisis finansial global pada tahun 2007 hingga tahun 2009, jumlah perusahaan surplus justru meningkat, dan perusahaan defisit menurun.

Ada kalanya perusahaan menghadapi defisit jika kebutuhan investasi lebih besar dari dana internal yang tersedia, artinya perusahaan cenderung mengalami *funds deficiency* atau kekurangan dana. Sebaliknya, ketika dana internal lebih besar daripada kebutuhan investasi, maka perusahaan cenderung berada dalam situasi surplus. Sangat jarang ada situasi dimana perusahaan memiliki dana internal yang sama persis dengan kebutuhan investasinya. Terdapat berbagai macam teori untuk menjelaskan perilaku pendanaan perusahaan, salah satunya adalah teori *pecking order*. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal dibandingkan dana eksternal. Jika penggunaan dana internal sudah tidak mencukupi, dalam situasi defisit perusahaan lebih memilih untuk menggunakan utang daripada ekuitas. Sedangkan dalam situasi surplus, perusahaan akan membayar utang daripada melakukan pembelian kembali ekuitas.

Berikut adalah tabel persentase perusahaan dalam kondisi defisit dan surplus di BEI periode 2007-2015 :

Artinya, perusahaan dalam kondisi surplus dan defisit di Indonesia tidak terpengaruh oleh krisis finansial global. Sehingga, peneliti memilih untuk menggunakan perusahaan surplus dikarenakan jumlahnya yang lebih banyak, sehingga lebih relevan dimana semakin besar jumlah sampel maka akan semakin mendekati populasi dan semakin kecil peluang tingkat eror terjadi.

Fabozzi dan Peterson (2000) struktur modal adalah kombinasi dari utang dan ekuitas yang digunakan untuk operasional perusahaan. Keputusan manajer perusahaan dalam mempertimbangkan struktur modal adalah salah satu dari banyak faktor yang mempengaruhi aktivitas operasional perusahaan. Menurut Abor dan Biekpe (2005), hal ini menjadi krusial bagi suatu perusahaan karena adanya dorongan untuk memaksimalkan *return* serta untuk menghadapi lingkungan persaingan antar perusahaan yang dinilai semakin kompetitif.

Berikut ialah beberapa pernyataan mengenai struktur modal mempengaruhi suatu perusahaan yaitu oleh Emery, et al., (2007) dalam Rachmawati (2009), adalah *An Arbitrage Argument* yang menyatakan suatu perusahaan dapat memiliki *value* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan lain yang serupa jika mengkombinasikan pendanaannya antara utang dan ekuitas. Selain itu, adanya keuntungan tingkat bunga utang yang lebih rendah dapat menyebabkan *market value* dari perusahaan yang menggunakan pendanaan utang menjadi lebih tinggi. Sehingga nilai pemegang saham semakin besar kemungkinannya untuk mendapatkan keuntungan dari adanya perbedaan nilai tersebut atau memperoleh *capital gain*.

Kedua, pasar modal disebut tidak sempurna dikarenakan 3 hal, yaitu adanya ketidaksimetrisan pajak, *asymmetric information*, dan *transaction cost*. Penggunaan utang dalam pendanaan perusahaan dapat menimbulkan beban bunga yang dapat memberikan *tax shield* yaitu keuntungan pajak untuk perusahaan. *Asymmetric information*, yaitu konflik kepentingan yang umumnya terjadi diantara terjadi antara kreditor atau investor, pemegang saham dan manajer perusahaan. Selanjutnya, dengan memiliki unsur utang pada *capital structure*, maka perusahaan akan memiliki ekspektasi biaya kebangkrutan yang biasanya disebut sebagai *Financial Distress* dan *Bankruptcy Cost*. Kedua biaya ini muncul dikarenakan ada kemungkinan di masa mendatang perusahaan tidak dapat membayar kembali utang yang dimiliki.

Adanya risiko perusahaan untuk menghadapi *financial distress* dan *bankruptcy cost*, maka perusahaan dapat menghindari risiko ini. Sikap perusahaan yang menghindari risiko dapat disebut *risk averse*. Sedangkan sikap perusahaan yang berani mengambil risiko disebut *risk seeker*, dan sikap perusahaan yang netral disebut *risk neutral*.

Dalam pendanaan eksternal perusahaan dari sudut pandang pemegang saham, utang lebih disukai jika dibandingkan dengan penerbitan saham atau ekuitas. Berikut adalah dua alasan untuk menjelaskan pernyataan tersebut. Alasan pertama adalah bunga yang dibebankan pada utang bersifat tetap selain itu bunga yang dibebankan pada perusahaan akan mengurangi kewajiban pajak yang harus dibayar oleh perusahaan (*tax shield*) (Wild, 2007). Menurut hasil penelitian Fama dan French (2002), utang mempunyai risiko yang lebih kecil untuk perusahaan jika dibandingkan dengan menerbitkan ekuitas/ saham baru. Akan tetapi, pendanaan melalui utang turut memiliki kewajiban utang yang harus dibayar pada jatuh tempo dan adanya risiko *financial distress* dan *bankruptcy cost*.

Ada 2 metode pembayaran utang (Baeva, 2010). Pertama dengan metode amortisasi, yaitu pembayaran utang dilakukan secara rutin dengan jumlah yang telah ditentukan, kedua adalah dengan metode *sinking fund* atau dana pelunasan utang, yaitu pembayaran utang yang dilakukan dengan satu kali pembayaran pada akhir periode utang. Dengan metode ini, kreditor akan menerima dana pengembalian pada akhir periode utang, dimana debitur akan membuat suatu alokasi dana pribadi yang dapat dicicil, dengan harapan pada akhir periode utang, dana pelunasan utang telah tersedia. Beberapa debitur mencoba untuk mengalokasikan dana ke sebuah rekening yang menawarkan suku bunga lebih tinggi sehingga mendapatkan selisih keuntungan dari bunga yang diperoleh dan bunga yang dibayarkan pada akhir periode (Myers, 2001).

Terdapat berbagai macam teori untuk menjelaskan perilaku pendanaan perusahaan, yang pertama adalah teori *Modigliani dan Miller/ M&M* (1998). Teori ini menyatakan bahwa struktur modal perusahaan tidak memiliki hubungan atau pengaruh apapun terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti baik pendanaan melalui utang maupun ekuitas tidak akan mempengaruhi nilai dari perusahaan. Teori ini juga disebut sebagai *capital structure irrelevance principle*. Namun, terdapat beberapa asumsi yang dipakai di dalam teori ini yaitu tidak ada pajak, tidak ada *bankruptcy cost*, tidak ada *agency cost*, tidak ada *asymmetric information*, dan berada di dalam pasar yang efisien.

Pada kondisi sesungguhnya, terdapat pajak, *bankruptcy cost*, *agency cost*, dan *asymmetric information*. Oleh karena itu, muncul teori baru yaitu teori *Trade off*. Untuk mencapai struktur yang optimal, perusahaan dihadapi oleh pilihan (*trade-off*) antara keuntungan pajak (*tax shield*) dari peningkatan utang dengan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) yang akan muncul. Sehingga manajer akan mencari proporsi yang optimal untuk pendanaan perusahaan melalui utang atau ekuitas. Versi dinamis dari teori *trade off* adalah *Dynamic Trade Off theory (Partially Adjustment)*, salah satu keunggulan dari fitur dinamisnya adalah penyesuaian terhadap target adalah karakteristik teori *trade-off*, teori ini dapat digunakan untuk memvalidasi teori *trade-off* terhadap teori struktur modal lain yang tidak menganggap adanya target *leverage*, yaitu teori *pecking order* dan teori *market timing*.

Akan tetapi, hasil penelitian Abdeljawad, et. al. (2013), dalam penyesuaian dinamis pada kondisi tertentu, khususnya untuk perusahaan yang mendekati target dan *underleveraged*, terbukti lemah dan dapat dengan mudah didominasi oleh pertimbangan lain. Itu berarti bahwa teori struktur modal lain mungkin mendominasi keputusan struktur modal. Jika pertimbangan penentuan waktu atau pertimbangan lain yang merugikan menghasilkan keuntungan yang mengatasi *cost of deviation*, maka teori lain dapat mendominasi perilaku perusahaan seperti teori *pecking order* akan muncul sebagai prioritas pertama.

Hal ini lebih mungkin terjadi pada perusahaan yang mendekati target daripada perusahaan yang jauh dari target dan untuk perusahaan di bawah target daripada perusahaan di atas target.

Teori selanjutnya adalah *market timing* yang dikembangkan oleh Baker dan Wurgler, 2002 dalam Jahanzeb, et. al., 2014, teori ini menunjukkan saat *cost of equity* lebih rendah, perusahaan lebih memilih *external equity*, dan jika tidak perusahaan akan lebih memilih utang yang kurang berisiko. Perusahaan menganggap sekuritas yang dimiliki perusahaan *mispriced* oleh pasar. Penjelasan teori *market timing* telah dipertanyakan oleh banyak penelitian lainnya. Misalnya, Hovakimian (2006), Alti (2006), Leary & Roberts (2005), Flannery & Rangan (2006) dan Kayhan & Titman (2007) memberikan konfirmasi bahwa, jika *market timing* ada, ia tidak mencakup dampak jangka panjang terhadap kekuatan perusahaan.

Dikarenakan adanya teori lain seperti teori *pecking order* yang dapat mendominasi dalam *dynamic trade off theory*, teori *pecking order* turut dikatakan lebih unggul dibandingkan dengan teori *trade-off* (J. Liesz, 2001). Teori *trade-off* melakukan pendekatan lebih secara statis atas keputusan pendanaan/ *financing decision*, yaitu berdasarkan proporsi atau target level utang atau ekuitas dari *capital structure*. Sedangkan teori *pecking order* lebih menjelaskan secara dinamis tentang struktur pendanaan perusahaan pada berbagai kondisi. Selain itu tidak seperti teori *market timing* dimana tidak mencakup dampak jangka panjang perusahaan dan tidak seperti teori M&M, teori *pecking order* mempertimbangkan pasar yang tidak sempurna karena berasumsi bahwa terdapat *transaction cost* yang tinggi, *asymmetric information* antara manajer dengan investor.

Shyam-Sunder dan Myers (1999) secara empiris menguji teori *pecking order* menggunakan persamaan regresi yang menghitung koefisien yang mewakili proporsi defisit yang dibiayai dengan utang. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa teori *pecking order* menggambarkan perilaku

pembiayaan sebagian besar perusahaan, bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal dibandingkan dengan dana eksternal dikarenakan dana eksternal lebih mahal karena permasalahan *information asymmetry*. Jika penggunaan dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman yaitu utang terlebih dahulu, terakhir menerbitkan ekuitas. Opsi pendanaan struktur modal melalui ekuitas menjadi pilihan terakhir karena adanya *asymmetric information* antara manajer perusahaan dengan investor. Dari sudut pandang investor, manajer perusahaan dianggap mengetahui informasi lebih mendalam mengenai kondisi perusahaan sehingga menyebabkan saham yang diterbitkan *overvalued* dan manajer akan memanfaatkan *overvaluation* tersebut untuk mendapatkan keuntungan.

Prediksi Lemmon dan Zender (2010) juga mendukung teori *pecking order*. Sebaliknya, Adedeji (2002) tidak menemukan hubungan yang signifikan antara masalah utang dan *financing deficit*. Demikian pula Fama dan French (2005), mengamati pembiayaan ekuitas eksternal lebih sering digunakan terutama di perusahaan AS. Dalam konteks Asia, penelitian Seifert dan Gonenc (2009) membuktikan bahwa, teori *pecking order* kurang diikuti di negara - negara berkembang. Perusahaan di negara berkembang biasanya mengisi kekurangan dana terutama dengan menerbitkan ekuitas.

Penelitian selanjutnya, Jong et al. (2010) mengembangkan penelitian teori *pecking order* dengan mengelompokkan perusahaan menjadi perusahaan defisit dan surplus. Dengan mencermati teori *pecking order* di perusahaan defisit dan surplus secara terpisah, hal tersebut menunjukkan perusahaan surplus mengikuti teori *pecking order*, tetapi perusahaan defisit tidak mengikuti teori *pecking order*.

Penelitian berikutnya oleh Bhama, Jaim dan Yadav (2016) untuk menguji apakah perusahaan saat kondisi defisit dan surplus akan melunasi utang atau membayar utang yang dimiliki. Penelitian ini turut menggunakan

pendekatan dari penelitian Jong et al. (2010). Hasil penelitian Bhama, Jaim dan Yadav (2016) yang menunjukkan hasil nilai koefisien *pecking order* yang rendah untuk perusahaan di India.

Selanjutnya menurut teori *pecking order*, pada saat kondisi surplus perusahaan harus melunasi utang daripada melakukan pembelian kembali ekuitas (Myers, 2001). Bhama, Jaim, Yadav (2016) menyatakan bahwa perusahaan surplus juga dapat membayar utang dengan menerbitkan utang baru. Perusahaan dalam kondisi surplus juga mempunyai motif untuk tidak membayar utang atau tetap menerbitkan utang, dikarenakan utang perusahaan belum jatuh tempo atau ingin menerima *tax shield* yang lebih besar (Myers, 2001).

Dengan menggunakan model *pecking order theory* dari Bhama, Jain dan Yadav (2016), peneliti akan menguji teori *pecking order* di perusahaan surplus yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini dilakukan karena belum ada penelitian mengenai *pecking order theory* di Indonesia yang menggabungkan seluruh perusahaan dan meneliti perusahaan dalam situasi surplus. Mengacu pada tabel sebelumnya dimana jumlah perusahaan surplus lebih meningkat dibandingkan perusahaan defisit, peneliti akan menguji apakah pada realitanya perusahaan surplus melunasi utang saat situasi surplus.

Merujuk pada pemaparan diatas dengan adanya keterbatasan penelitian *the law of the large numbers* yang dikembangkan oleh Bernoulli dan Poisson, dimana semakin banyak jumlah observasi yang dilakukan, maka semakin besar kemungkinannya akan menunjukkan sebaran normal, yaitu menunjukkan kondisi yang sebenarnya atau rata-rata hasil yang diperoleh dari sejumlah besar percobaan akan mendekati nilai yang diharapkan, dan akan cenderung menjadi lebih dekat saat percobaan semakin diperbanyak (Chen, 2012), maka permasalahan dalam penelitian ini adalah apakah perusahaan non-keuangan yang tercatat di BEI periode 2007 – 2015 mengikuti teori *pecking order*? Apakah perusahaan non-keuangan yang dalam kondisi surplus yang tercatat di BEI periode 2007 – 2015 mengikuti teori *pecking order*?

Dan apakah perusahaan non-keuangan yang dalam kondisi surplus membayar utang yang dimiliki dengan menggunakan surplus dan menerbitkan utang?

Penelitian ini konsisten tidak mengikuti teori *pecking order* dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mahakud (2006), Dutta (2013), Komera dan Lukose (2014), Seifert dan Gonenc (2009), Bhama, Jaim dan Yadav (2016), Frank dan Goyal (2013), dan Rachmawati (2009) dengan menggunakan *pecking order* model oleh Shyam-Sunder dan Myers (1999). Perusahaan non-keuangan di Indonesia lebih memilih menggunakan dana eksternal dibandingkan dana internal. Hal tersebut dikarenakan adanya perilaku perusahaan yang *risk averse* atau cenderung menghindari risiko *financial distress* dan *bankruptcy cost*. Hipotesis pertama, Perusahaan non-keuangan di Indonesia tidak mengikuti teori *pecking order*.

Hipotesis penelitian ini konsisten tidak mengikuti teori *pecking order* dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bhama, Jaim dan Yadav (2016) dan Jong et. al. (2010). Perusahaan non-keuangan dalam kondisi surplus di Indonesia tidak membayar utang menggunakan surplusnya. Hal ini dikarenakan saat kondisi surplus, perusahaan selalu memiliki motif untuk mempertahankan dana, seperti menggunakan dana surplusnya untuk kepentingan investasi dan operasional, atau hanya membayar utang saat jatuh tempo dengan mengadopsi metode *sinking fund*. Hipotesis kedua, perusahaan non-keuangan dalam kondisi surplus di Indonesia tidak mengikuti teori *pecking order*.

Hipotesis ketiga konsisten dan menggunakan model yang digunakan dalam penelitian sebelumnya oleh Bhama, Jaim dan Yadav (2016) untuk mendapatkan gambaran yang lebih luas mengenai *pecking order* apakah perusahaan surplus membayar utangnya dengan menerbitkan utang baru atau menggunakan surplus yang dimiliki.

Perusahaan non-keuangan yang dalam kondisi surplus di Indonesia membayar utang yang dimiliki dengan tidak menggunakan surplus dan menerbitkan utang. Hal tersebut dikarenakan perusahaan dalam kondisi surplus juga mempunyai motif untuk tidak membayar utang dikarenakan utang perusahaan belum jatuh tempo, atau mengadopsi metode pembayaran *sinking fund*, atau ingin menerima *tax shield* yang lebih besar. Hipotesis ketiga, perusahaan non-keuangan yang dalam kondisi surplus di Indonesia membayar utang yang dimiliki dengan tidak menggunakan surplus dan menerbitkan utang.

Sebelum lanjut membahas metodologi penelitian, peneliti akan menjelaskan hubungan antara kerangka konseptual dengan metodologi yaitu, kerangka konseptual ini merupakan dasar yang digunakan untuk memisahkan antara perusahaan surplus dan defisit, mengingat peneliti akan menggunakan perusahaan non keuangan surplus untuk penelitian. Setelah dipisahkan, barulah perusahaan surplus akan diuji dengan model 2 dan model 3. Untuk model 1, peneliti menggunakan sampel seluruh perusahaan non keuangan tanpa membedakan perusahaan defisit dan surplus untuk menjawab hipotesis pertama apakah perusahaan non keuangan di BEI mengikuti teori *pecking order*.

Berikut adalah kerangka konseptual yang akan digunakan untuk menentukan perusahaan yang defisit dan surplus (Bhama, Jaim dan Yadav, 2016):

$$SUR_t = C_t - I_t \quad (1)$$

SUR_t adalah Nilai positif surplus pada periode t , C_t adalah *Cash flow from operating activities* perusahaan i pada periode t , I_t adalah *Cash flow from investing activities* perusahaan i pada periode t .

$$DEF_t = I_t - C_t \quad (2)$$

Jika nilai variabel DEF positif menunjukkan bahwa perusahaan sedang mengalami kekurangan dana atau defisit, sehingga membutuhkan perusahaan sumber pendanaan lain, sedangkan jika variabel DEF bernilai negatif menunjukkan perusahaan sedang

mengalami kelebihan dana atau surplus. C_t adalah *Cash flow from operating activities* perusahaan i pada periode t , I_t adalah *Cash flow from investing activities* perusahaan i pada periode t .

Metodologi Penelitian

Setelah memahami hubungan antara kerangka konseptual, penelitian ini bersifat deskriptif serta peneliti akan menjelaskan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang berasal dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2007 – 2015. Perusahaan non-keuangan dipilih menjadi sampel dikarenakan memiliki struktur modal yang bukan mayoritas utang jika dibandingkan perusahaan keuangan, dimana struktur perusahaan keuangannya mayoritas terdiri dari utang, sehingga tidak sesuai jika digunakan untuk menguji *Pecking Order Theory*. Rentang penelitian tujuh tahun ditentukan agar peneliti mendapatkan gambaran atau pola dari perusahaan non-keuangan yang lebih baik. Data bersumber dari BEI dan *Thomson Reuters Eikon* dari Pusat Data Ekonomi dan Bisnis (PDEB). Data akan diolah menggunakan software *Microsoft Excel* dan *E-Views 9*. Metode penelitian menggunakan data panel. Prosedur atau tahapan penelitian adalah pengumpulan data dan seleksi sampel, melakukan uji pemilihan model dengan *Chow test* dan *Hausman test*, setelah model dipilih maka akan dilakukan regresi dan analisis hasil, terakhir adalah kesimpulan.

Dari total 554 perusahaan yang berada dalam klasifikasi sektor perusahaan TRBC *economic sector* dan *industry classification* dari *Thomson Reuters Eikon*, perusahaan yang bergerak di sektor keuangan (bank, asuransi atau lembaga keuangan lainnya) adalah sebanyak 114 perusahaan. Perusahaan yang tidak memiliki laporan keuangan tahunan yang lengkap dan tidak terdaftar sejak Januari 2007 sampai Desember 2015 sebanyak 279 perusahaan.

Sehingga, berdasarkan kriteria pengambilan sampel diatas, diperoleh 161 perusahaan yang dapat dijadikan sampel dalam penelitian ini. Selanjutnya dilakukan uji pemilihan model dengan *Chow test* dan *Hausman test*, setelah model ditentukan dilakukan regresi. Semua model penelitian menggunakan model panel *random effect*. Ada 3 model yang digunakan dalam penelitian :

Model 1 digunakan untuk menjawab hipotesis 1 : untuk mengukur seberapa banyak perusahaan non-keuangan di BEI yang mengikuti teori *pecking order*:

$$DI_{it} = \alpha + \beta_{PO}DEF_{it} + u_{it} \quad (3)$$

DI_{it} adalah *Debt Issued* atau utang yang diterbitkan perusahaan i pada periode t , β_{PO} adalah *The pecking order coefficient* perusahaan, DEF_{it} adalah *Financing deficit* atau aliran dana defisit perusahaan i pada periode t . Semua variabel diukur dengan total aset. Jika nilai koefisien mendekati angka 1, maka perusahaan tersebut dinyatakan telah mengikuti teori *pecking order*. Menggunakan model ini, akan diukur seberapa besar utang yang diterbitkan oleh perusahaan dan defisit yang dimiliki oleh perusahaan tanpa memisahkan perusahaan yang surplus dan defisit, dengan melihat nilai koefisiennya untuk menjawab hipotesis pertama apakah perusahaan non-keuangan yang tercatat di BEI periode 2007 – 2015 mengikuti teori *pecking order*.

Model 2 digunakan untuk menjawab hipotesis 2 perusahaan pada situasi surplus : Selama situasi surplus, perusahaan selalu memiliki motif untuk mempertahankan dana atau membayar utang. Menurut teori *pecking order*, perusahaan harus melunasi utang daripada pembelian kembali ekuitas (Myers, 2001). Oleh karena itu, penelitian ini juga menggunakan model untuk mengestimasi kecenderungan perusahaan melunasi utang dari dana surplus yang tersedia:

$$DR_{it} = \alpha + \beta_{PO}SUR_{it} + u_{it} \quad (4)$$

Drit adalah *Debt redemption* atau pelunasan utang perusahaan i pada periode t , SUR_{it} adalah Surplus perusahaan i pada periode t . Model ini digunakan untuk melihat perilaku perusahaan apakah mengikuti teori *pecking order* saat situasi surplus yaitu melakukan *debt redemption* atau melunasi utang yang dimiliki menggunakan surplus yang diperoleh, sehingga menjawab hipotesis kedua yaitu apakah perusahaan non-keuangan yang dalam kondisi surplus yang tercatat di BEI periode 2007 – 2015 mengikuti teori *pecking order*.

Model 3 digunakan untuk menjawab hipotesis 3 perusahaan pada situasi surplus: dalam konteks ini, peneliti menganalisis pelunasan utang menggunakan Ketersediaan dana surplus dan dana utang atau *The availability of surplus and debt funds* (surplus + penerbitan utang baru) selama kondisi surplus.

Tabel 2.
Deskriptif Statistik Seluruh Variabel 2007-2015

	DI	DEF	DR	SUR	SDF
Mean	0,272571	-0.137758	0.1025	0.18212	0.272985
Maximum	0.799448	0.676294	0.885111	0.700145	0.894863
Minimum	0.00000	-0.934351	0.00000	0.000456	0.000353
Std. Dev.	0.191095	0.173727	0.148786	0.142115	0.185367

Sumber : Output Eviews 9, (Hasil olahan, 2016)

Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat variabel *debt issued* memiliki rata-rata utang yang diterbitkan perusahaan sebesar 0,272571 dari total asetnya. Artinya, perusahaan menerbitkan utang rata-rata 27% dari total asetnya. Nilai maksimum sebesar 0,79, artinya ada perusahaan menerbitkan utang sebesar 79% dari total asetnya salah satunya adalah PT Bentoel Internasional Investama. Nilai minimum sebesar nol, artinya ada perusahaan yang tidak menerbitkan utang, salah satunya adalah PT Astra Agro Lestari. Nilai standar deviasi sebesar 0.191095, artinya rata-rata penyimpangan data dari *mean* adalah 19%.

$$DR_{it} = \alpha + \beta_{PO} SDF_{it} + u_{it} \quad (5)$$

SDF_{it} adalah *The availability of surplus and debt funds* atau Ketersediaan dana surplus dan dana utang (surplus + penerbitan utang baru) perusahaan i pada periode t . Model 3 untuk melihat perilaku perusahaan apakah saat situasi surplus melunasi utang yang dimiliki dengan menggunakan surplus atau menerbitkan utang baru untuk menjawab apakah perusahaan non-keuangan yang dalam kondisi surplus membayar utang yang dimiliki dengan menggunakan surplus dan menerbitkan utang.

Hasil dan Pembahasan

Analisis Deskriptif

Tabel 2 berikut merupakan ringkasan analisis deskriptif statistik untuk variabel yang digunakan dalam penelitian.

Selanjutnya, untuk variabel *financing deficit* memiliki rata-rata sebesar -0.137758 dari total asetnya. Artinya, perusahaan memiliki rata-rata -13% *financing deficit* dari total asetnya, yaitu arus kas operasi lebih besar daripada arus kas investasi, sehingga hasilnya minus. Nilai maksimum sebesar 0,67, artinya ada perusahaan yang memiliki arus kas investasi lebih besar daripada arus kas operasi sebesar 67% dari total asetnya salah satunya adalah PT Rimo Internasional Lestari. Nilai minimum sebesar -0.934351, artinya ada perusahaan yang arus kas operasi lebih besar daripada arus kas

investasi, salah satunya adalah PT Indoritel Makmur Internasional. Nilai standar deviasi sebesar 0.173727, artinya rata-rata penyimpangan data dari *mean* adalah 17%. Ketiga adalah variabel *debt redemption* memiliki rata-rata sebesar 0.1025 dari total asetnya. Artinya, perusahaan melakukan pembayaran utang rata-rata 10% dari total asetnya. Nilai maksimum sebesar 0,88, artinya ada perusahaan yang melakukan pembayaran utang 88% dari total asetnya salah satunya adalah PT Lautan Luas. Nilai minimum sebesar nol, artinya ada perusahaan yang tidak membayar utang, salah satunya adalah PT Merck. Nilai standar deviasi sebesar 0.148786, artinya rata-rata penyimpangan data dari *mean* adalah 14%.

Berikutnya, variabel surplus memiliki rata-rata sebesar 0.18212 dari total asetnya. Artinya, perusahaan rata-rata memiliki surplus 18% dari total asetnya, yaitu perusahaan mempunyai arus kas operasi lebih besar daripada arus kas investasi.

Nilai maksimum sebesar 0,70, artinya ada perusahaan yang memiliki surplus 70% dari total asetnya salah satunya adalah PT Multi Bintang Indonesia. Nilai minimum sebesar 0.000456, artinya ada perusahaan yang memiliki surplus dibawah 1%, salah satunya adalah PT Intikeramik Alamsari Industri. Nilai standar deviasi sebesar 0.142115, artinya rata-rata penyimpangan data dari *mean* adalah 14%. Terakhir yaitu variabel *surplus and debt funds*/surplus ditambah dengan dana utang memiliki rata-rata sebesar 0.272985 dari total asetnya. Artinya, perusahaan rata-rata memiliki dana surplus dan utang 27% dari total asetnya. Nilai maksimum sebesar 0,89, artinya ada perusahaan yang memiliki surplus dan dana utang 89% dari total asetnya salah satunya adalah PT Fajar Surya Wisesa. Nilai minimum sebesar 0.000353, artinya ada perusahaan yang memiliki surplus dan dana utang dibawah 1%, salah satunya adalah PT Wahana Pronatural. Nilai standar deviasi sebesar 0.185367, artinya rata-rata penyimpangan data dari *mean* adalah 18%. Hasil regresi model penelitian:

Tabel 3.
Tabel Hasil Regresi Model 1

Variabel	Seluruh Sampel		
	Coef.	t-stat	Probabilitas
C	0.254422	8.449601	0.0000
β_{PODEF}	0.085865	2.834208	0.0047**

**Signifikan pada 5%

Tabel 4.
Tabel Hasil Regresi Model 2 dan 3

	Perusahaan Surplus	
	DR (Model 2)	DR (Model 3)
C	0.087625	0.001399
β_{POSUR}	0.104103 (0.0063)**	-
β_{POSDF}	-	0.360349 (0.0000)**
t-stat	2.738815	20.38589
t-tabel	1.65443	1.65443
t-stat > t-tabel atau	Tolak H0	Tolak H0
prob.t < α	Terima H1	Terima H1

**Signifikan pada 5%

Analisis model 1

Tabel diatas menyajikan hasil regresi model 1 dengan seluruh sampel perusahaan yang ada. Penelitian ini berfokus terhadap nilai koefisien dari variabel independen. Jika nilai koefisien variabel independen mendekati angka 1, maka perusahaan tersebut dinyatakan telah mengikuti teori *pecking order*. Nilai koefisien dari variabel independen $\beta_{PO}DEF$ sebesar 0.085865, yang berarti apabila kenaikan sebesar Rp. 1,- *financing deficit*, akan menyebabkan kenaikan *debt issued* sebesar Rp. 0.085865,-.

Nilai koefisien $\beta_{PO}DEF$ sebesar 0.08, kurang dari 0,5 sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan non-keuangan yang tercatat di BEI tidak mengikuti teori *pecking order*, sehingga hipotesis diterima artinya perusahaan di Indonesia lebih memilih menerbitkan ekuitas terlebih dahulu. Penelitian Seifert dan Gonenc (2009) turut membuktikan bahwa, teori *pecking order* kurang diikuti di negara - negara berkembang. Perusahaan di negara berkembang biasanya mengisi kekurangan dana terutama dengan menerbitkan ekuitas. Selain menerbitkan ekuitas, ada beberapa hal lain seperti sikap perusahaan yang *risk averse*, atau cenderung menghindari risiko jika menerbitkan utang seperti *financial distress* dan *bankruptcy cost*. Hasil regresi model ini juga sejalan dengan hasil penelitian Bhama, Jaim dan Yadav (2016) yang menunjukkan hasil nilai koefisien *pecking order* yang rendah untuk perusahaan di India. Hasil ini juga sesuai dengan hasil penelitian Frank dan Goyal (2013), dan Rachmawati (2009) dimana perusahaan di Indonesia tidak mengikuti teori *pecking order*.

Analisis Model 2

Dari hasil regresi tabel 2, Nilai koefisien dari variabel independen $\beta_{PO}SUR$ sebesar 0.104103, yang berarti apabila kenaikan sebesar Rp. 1,- surplus, akan menyebabkan kenaikan *debt redemption* sebesar Rp. 0.104103,-. Jika mengacu ke perumusan masalah yaitu apakah perusahaan non-keuangan yang dalam kondisi surplus mengikuti teori *pecking order*, karena nilai koefisien $\beta_{PO}SUR$ sebesar 0.10, kurang dari 0,5 sehingga dapat disimpulkan bahwa

perusahaan non-keuangan dalam kondisi surplus tidak mengikuti teori *pecking order*, sehingga sesuai dengan hipotesis. Artinya, perusahaan dalam kondisi surplus di Indonesia tidak membayar utang menggunakan surplusnya. Hasil model ini juga sesuai dengan hasil penelitian Bhama, Jaim dan Yadav (2016). Hal ini dikarenakan saat kondisi surplus, perusahaan selalu memiliki motif untuk mempertahankan dana (Jong et.al., 2010). Dalam hal ini perusahaan surplus menggunakan dana surplusnya untuk kepentingan lain seperti investasi dan operasional, atau hanya membayar utang saat jatuh tempo dengan megadopsi metode *sinking fund*.

Terdapat dua metode pembayaran utang, salah satunya adalah *sinking fund*. Metode ini mengasumsikan bahwa debitur membuat pembayaran secara berkala ke dalam suatu dana yang disebut dana pelunasan *sinking fund*. Sehingga pembayaran oleh debitur kepada kreditur hanya dilakukan satu kali, yang disebut dengan istilah *lump sum payment*, yaitu pada periode akhir utang (Wu, 2009). Melalui metode ini, kreditur tidak membuat angsuran cicilan kepada debitur, melainkan menerima dana pengembalian pada periode akhir utang. Beberapa debitur juga mencoba mengalokasikan dana ke sebuah rekening yang menawarkan bunga lebih tinggi sehingga mendapatkan selisih keuntungan dari bunga yang diperoleh dan bunga yang dibayarkan pada akhir periode (Myers, 2001; Bhama, Jaim dan Yadav, 2016; Jong et. al., 2010).

Analisis Model 3

Dalam tabel 3, Nilai koefisien dari variabel independen $\beta_{PO}SDF$ (surplus + penerbitan utang baru) sebesar 0.360349, yang berarti apabila kenaikan sebesar Rp. 1,- ketersediaan dana surplus dan dana utang, akan menyebabkan kenaikan *debt redemption* sebesar Rp. 0.360349,-. Mengacu ke perumusan masalah yaitu apakah perusahaan non-keuangan yang dalam kondisi surplus membayar utang yang dimiliki dengan menggunakan surplus dan menerbitkan utang, karena nilai koefisien $\beta_{PO}SDF$ sebesar 0.36,

sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan non-keuangan yang dalam kondisi surplus membayar utang yang dimiliki dengan tidak menggunakan surplus dan menerbitkan utang, sehingga sesuai dengan hipotesis. Hasil regresi model ini sesuai dengan penelitian Bhama, Jain dan Yadav (2016). Hal ini dikarenakan perusahaan dalam kondisi surplus juga mempunyai motif untuk tidak membayar utang dikarenakan utang perusahaan belum jatuh tempo, atau mengadopsi metode pembayaran *sinking fund*, atau ingin menerima *tax shield* yang lebih besar (Myers, 2001; Jong et al., 2010). Perusahaan ingin menerima *tax shield* yang lebih besar, karena semakin besar utang perusahaan, semakin besar pula *tax shield* yang diterima perusahaan (Oolderink, 2013).

Simpulan

Sesuai tujuan riset dan hipotesis pertama dimana ingin mengetahui apakah perusahaan non keuangan mengikuti teori *pecking order*, dapat disimpulkan bahwa perusahaan non-keuangan di Indonesia tidak mengikuti teori *pecking order*. Hal ini berarti banyak perusahaan saat dana internal tidak mencukupi, tidak menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu yaitu utang, akan tetapi menerbitkan ekuitas dan juga dikarenakan adanya perilaku perusahaan yang *risk averse* atau cenderung menghindari risiko.

Mengacu pada hipotesis kedua, hasil penelitian juga menunjukkan bahwa perusahaan non-keuangan dalam kondisi surplus tidak mengikuti teori *pecking order*. Hal ini berarti perusahaan dalam kondisi surplus di Indonesia tidak membayar utang menggunakan surplusnya, dikarenakan perusahaan surplus menggunakan dana surplusnya untuk kepentingan lain seperti investasi dan operasional, atau hanya membayar utang saat jatuh tempo dengan mengadopsi metode *sinking fund* atau perusahaan dapat melakukan ekspansi dengan *capital budgeting*, dimana perusahaan akan menilai investasi jangka panjang perusahaan dengan mendirikan pabrik baru, mengganti peralatan dan mesin atau melakukan riset penelitian.

Selanjutnya untuk hipotesis ketiga, hasil penelitian menunjukkan perusahaan non-keuangan dalam kondisi surplus membayar utang yang dimiliki tidak dengan menggunakan surplus dan menerbitkan utang. Hal ini dikarenakan perusahaan dalam kondisi surplus juga mempunyai motif untuk tidak membayar utang dikarenakan utang perusahaan belum jatuh tempo, atau mengadopsi metode pembayaran *sinking fund*, atau ingin menerima *tax shield* yang lebih besar, dikarenakan semakin besar utang perusahaan, semakin besar pula *tax shield* yang diterima perusahaan. Penelitian ini memiliki keterbatasan *the law of the large numbers*, serta hanya terbatas pada perusahaan non keuangan surplus yang terdaftar di BEI pada periode 2007-2015. Selain itu hanya terbatas pada variabel *Debt issued*, *Financing deficit*, *Debt redemption*, *Surplus* terakhir variabel *The availability of surplus and debt funds*.

Daftar Pustaka

- Abdeljawad, I., Mat-Nor F., Ibrahim, I., & Abdul-Rahim R. (2013). Dynamic capital structure trade-off theory: evidence from Malaysia. *International Review of Business Research Papers*, 9 (6), 102–110.
- Abor, J., & Biekpe, N. (2007). How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa?. *Journal Economic Study*, 36(1), 83-97.
- Adedeji. A. (2002). *A Cross-sectional test of pecking order hypothesis against static trade-off theory on UK data. SSRN Working Paper Series*.
- Baeva, E.A. (2010), New approaches to the development and use of the sinking fund as a source of own resources of the organization in terms of innovative development of economy. *Socio-Economic Phenomena and Processes*, 6(022), 26-32.
- Bhama V., Jain Kumar P., & Yadav Surendra S. (2016). Testing the pecking order theory of deficit and surplus firms: Indian evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 12(3), 335-350.

- Chen, X. (2012). Strong law of large numbers under an upper probability. *Applied Mathematics*, 3, 2056-2062.
- Fabozzi F., & B. C. Peterson. (2000). Financing constraints and inventory investment: a comparative study with high-frequency panel data. *Review of Economics and Statistics*, 80: 513-519.
- Dutta, A. (2013). Lemon problem and pecking order theory: an investigation on Indian corporate sector. *Vilakshan, XIMB Journal*, 10 (2), 73-82.
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade-off and Pecking Order Prediction About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15, 1–33.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure., *Journal of Financial Economics*, 67 (2), 217-248.
- Jahanzeb, A., Rehman, S.U., Bajuri, N.H., Karami, M., & Ahmadimousaabad, A. (2014). Trade-off theory, pecking order theory and market timing theory: a comprehensive review of capital structure theories. *International Journal Of Management And Commerce Innovations (IJMCI)* 1 (1), 11-18.
- Jong, A.D., Verbeek, M. & Verwijmeren, P. (2010). The Impact of financing surpluses and large financing deficits on tests of the pecking order theory. *Financial Management*, 39(2), 733–756.
- Komera, S. & Lukose, J.P.J. (2014). Capital structure choice, information asymmetry, and debt capacity: evidence from India. *Journal of Economics and Finance*, 39(4), 807-823.
- Lemmon, M. L., & Zender, F. (2010). Debt capacity and tests of capital structure theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 1161-1187.
- Lestari, S. (2015). Determinan struktur modal dalam perspektif *pecking order theory* dan *agency theory* (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI Tahun 2010-2013). *Jurnal Wabana Riset Akuntansi*, 3, 571-590.
- Mahakud, J. (2006). Testing the pecking order theory of capital structure: evidence from the Indian corporate sector”, *The ICAI Journal of Applied Finance*, 12 (11), 16-26.
- Myers, S. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspective* 15 (2), 81-102.
- Oolderink, P. (2014). Determinants of capital structure: static trade off theory vs. pecking order theory. *IBA Bachelor Thesis Conference 2013*. University of Twente.
- Rachmawati, E. (2009). *Pengujian teori pecking order dalam pembentukan struktur modal pada perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI Periode 2001-2007*.
- Radjamin, I.J.P, & Sudana I.M. (2014). Penerapan pecking order theory dan kaitannya dengan pemilihan struktur modal perusahaan pada sektor manufaktur di negara Indonesia Dan Negara Australia. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia*, 1(3), 451-468.
- Seifert, B. & Halit Gonenc. (2010). Pecking order behavior in emerging markets. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21, 1-31.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S.C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2) 219-244.