



JURNAL FAIRNESS

Volume 4 Nomor 1, Maret Tahun 2014
2303-0348

ISSN

ANTESEDEN PENGUNGKAPAN LINGKUNGAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP *IMAGE* PERUSAHAAN (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia)

Nurna Azizah

***CORPORATE GOVERNANCE, ENTERPRISE RISK MANAGEMENT* DAN NILAI PERUSAHAAN**

Husaini, Indah Rafika

PREDIKSI *FINANCIAL DISTRESS* UNTUK PERUSAHAAN BESAR DAN KECIL DI INDONESIA PERBANDINGAN OHLSON DAN ALTMAN

Nikmah, Dinna Dwi Sulestari

IMPLEMENTASI TEORI STRUKTUR MODAL DI PERUSAHAAN PUBLIK INDONESIA

Saiful, Yohana

RESPON PERILAKU AUDITOR DALAM SISTEM PENGUKURAN KINERJA STRATEGI TEHADAP KINERJA KANTOR AKUNTAN PUBLIK

Nurna Aziza, Andi Agus Salim

ANALISIS PENGARUH PENGGUNAAN SISTEM INFORMASI BERBASIS KOMPUTER TERHADAP KUALITAS KERJA DAN KEPUASAN KERJA PEGAWAI (STUDI PADA BIRO PENGELOLAAN KEUANGAN SEKDA PROVINSI BENGKULU)

Abdullah, Ade Kurniawan

DAMPAK TEROR BOM TERHADAP KINERJA BURSA SAHAM INDONESIA

Zusma Widawaty A. Wahab, Elvina



Jurnal Fairness

Volume 4, Nomor 1, Maret 2014

- **ANTESEDEN PENGUNGKAPAN LINGKUNGAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP *IMAGE* PERUSAHAAN (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia)** 1 - 21
Nurna Azizah
- ***CORPORATE GOVERNANCE, ENTERPRISE RISK MANAGEMENT* DAN NILAI PERUSAHAAN** 22 - 35
Husaini, Indah Rafika
- **PREDIKSI *FINANCIAL DISTRESS* UNTUK PERUSAHAAN BESAR DAN KECIL DI INDONESIA PERBANDINGAN OHLSON DAN ALTMAN** 36 - 58
Nikmah, Dinna Dwi Sulestari
- **IMPLEMENTASI TEORI STRUKTUR MODAL DI PERUSAHAAN PUBLIK INDONESIA** 59 -76
Saiful, Yohana
- **RESPON PERILAKU AUDITOR DALAM SISTEM PENGUKURAN KINERJA STRATEGI TEHADAP KINERJA KANTOR AKUNTAN PUBLIK** 77 - 85
Nurna Aziza, Andi Agus Salim
- **ANALISIS PENGARUH PENGGUNAAN SISTEM INFORMASI BERBASIS KOMPUTER TERHADAP KUALITAS KERJA DAN KEPUASAN KERJA PEGAWAI (STUDI PADA BIRO PENGELOLAAN KEUANGAN SEKDA PROVINSI BENGKULU)** 86 - 98
Abdullah, Ade Kurniawan
- **DAMPAK TEROR BOM TERHADAP KINERJA BURSA SAHAM INDONESIA** 99 - 108
Zusma Widawaty A. Wahab, Elvina

IMPLEMENTASI TEORI STRUKTUR MODAL DI PERUSAHAAN PUBLIK INDONESIA

Saiful

Yohana

Fakultas Rkonomi dan Bisnis Universitas Bengkulu

ABSTRACT

The purpose of this study is to find empirical evidence on the factors that influence on Indonesian public listed companies policy related to capital structure based pecking order theory and static trade-off theory. 51 firms or 102 observations were selected using cluster random sampling method as the sample of this study. The result of this study indicates that only pecking theory factor i.e. capital expenditure that influence to capital structure policy of Indonesian public listed companies.

Keywords: *pecking order theory, static trade-off theory, capital structure*

1. Pendahuluan

Struktur modal merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa (Sartono, 2001). Teori struktur modal menjelaskan bahwa perusahaan sering kali menentukan target rasio utang berdasarkan berbagai *trade-off* diantara biaya dan manfaat dari utang atau ekuitas (Kayhan dan Titman, 2003).

Pecking order theory (POT) merupakan teori yang menyarankan keputusan pendanaan mengikuti suatu hirarki dimana, sumber pendanaan dari dalam perusahaan (*internal financing*) lebih didahulukan daripada sumber pendanaan dari luar perusahaan (*external financing*). Dalam hal perusahaan menggunakan pendanaan dari luar perusahaan, pinjaman (*debt*) lebih diutamakan daripada pendanaan dengan tambahan modal baru (*external equity*). Myers (1984) menyatakan bahwa pada *pecking order theory*, perusahaan akan terlebih dahulu mempergunakan sumber internal dalam membiayai investasinya, kemudian apabila dirasa tidak mencukupi barulah perusahaan akan mempergunakan sumber eksternal berupa utang atau menerbitkan saham (*equity options*) sebagai alternatif terakhir.

Pecking order theory memandang bahwa faktor defisiensi dana internal (*internal fund deficiency*) adalah faktor dominan yang menyebabkan perusahaan memerlukan tambahan dana dari sumber eksternal. Tambahan dana ini dapat diperoleh perusahaan melalui dua cara yaitu melalui penerbitan utang atau saham. Berdasarkan hirarki pendanaan dalam POT, maka utang lebih didahulukan perusahaan untuk menutupi kekurangan tersebut dibandingkan penerbitan saham. Shyam-Sunder dan Myers (1999) dan Ahmed dan Hisham (2009) menemukan bahwa defisiensi dana internal (DEF) menjadi penjelasan yang kuat untuk penerbitan utang jangka panjang yang baru.

Defisiensi dana internal perusahaan (DEF) dapat dipecah kedalam beberapa elemen penyusunnya yaitu, pembayaran dividen, pelunasan utang jangka panjang, perubahan modal kerja, pengeluaran modal dan arus kas dari kegiatan operasi dalam setahun. Inilah yang kemudian dikenal dengan pendekatan POT *extension*. Ahmed dan Hisham (2009) turut melakukan penelitian menggunakan POT *extension*. Mereka menemukan bahwa elemen pelunasan utang jangka panjang, pengeluaran modal dan arus kas dari kegiatan operasi memiliki pengaruh signifikan terhadap penerbitan utang baru jangka panjang sedangkan pembayaran dividen dan perubahan modal kerja tidak memiliki pengaruh yang signifikan.

Static trade-off theory (STOT) memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara struktur modal (*capital structure*) dengan nilai perusahaan terdapat suatu tingkat *leverage*

(*debt ratio*) yang optimal (Myers, 1984). Oleh karena itu, perusahaan akan selalu berusaha menyesuaikan tingkat utang ke arah yang optimal tersebut. Jadi, tingkat *leverage* perusahaan bergerak terus dari waktu ke waktu untuk ke arah suatu target yang ingin dicapai oleh perusahaan.

Frank dan Goyal (2000) menemukan bahwa perusahaan yang berada pada tingkat utang yang rendah tetap memiliki utang yang lebih banyak dari tahun ke tahun dan perusahaan tingkat sedang menunjukkan tingkat utang yang lebih bervariasi. Mereka juga melihat perusahaan yang baru memiliki tingkat distribusi utang yang hampir sama dengan perusahaan-perusahaan dengan profitabilitas tinggi. Hal ini berbeda dengan prediksi *pecking order theory*, dimana diasumsikan seharusnya saat utang telah jatuh tempo maka akan diterbitkan lagi utang yang baru untuk menggantikan.

Faktor-faktor yang terdapat di dalam *static trade-off theory* antara lain NDTs (*non debt tax shield*), ukuran perusahaan (*size*), komposisi aktiva tetap (*structure*), dan pertumbuhan (*growth*). Perusahaan dengan NDTs yang tinggi akan lebih sedikit kemungkinannya untuk menggunakan utang baru untuk memperoleh *tax shield* dari pendanaan utang tetapi pada biaya *financial distress* (Ahmed dan Hisham, 2009). Andriyani (2006) menyatakan bahwa ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan mempunyai tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi sehingga perusahaan tersebut akan lebih berani mengeluarkan saham baru dan kecenderungan untuk menggunakan jumlah pinjaman juga semakin besar pula.

Komposisi aktiva tetap (*structure*) merepresentasikan aktiva berwujud sebagai bagian dari sumber daya produktif. Pada *static trade-off theory* aktiva berwujud dapat menjadi jaminan terkait dengan utang perusahaan (Ahmed dan Hisham, 2009). Pertumbuhan mencerminkan perkembangan dari perusahaan yang tentunya membutuhkan pendanaan. Hutagaol (2002) menemukan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi dan nilai asetnya bergantung pada teknologi, kesempatan investasi serta *R&D* (*research and development*) cenderung menggunakan ekuitas daripada utang. Cotei dan Farhat (2009) menyimpulkan bahwa faktor-faktor STOT merupakan penentu signifikan (*significant determinant*) dari proporsi penggunaan pendanaan melalui utang jangka panjang relatif terhadap defisiensi dana internal. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh dividen, pelunasan kembali utang jangka panjang, modal kerja, pengeluaran modal, arus kas dari kegiatan operasi, NDTs (*non debt tax shield*), ukuran perusahaan (*size*), komposisi aktiva tetap (*structure*), dan pertumbuhan (*growth*) terhadap penerbitan utang baru jangka panjang.

2. tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Pecking Order Theory Extension dan faktor penentu struktur modal

Pecking order theory menjelaskan bahwa perusahaan menetapkan target rasio pembayaran dividen berdasarkan kesempatan investasi di masa depan dan arus kas yang akan diperoleh (Happyani, 2009). Ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup untuk mendanai dividen maka pendanaan eksternal yang pertama kali diprioritaskan adalah dengan penggunaan utang. Myers (1984) mengatakan bahwa ketika perusahaan memutuskan membayar dividen dengan alasan tertentu, pertimbangan *pecking order* akan mempengaruhi keputusan tersebut. Kebijakan dividen bersifat *sticky*, sehingga peluang aliran kas internal bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi.

H₁: Semakin besar dividen yang dibayarkan, semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang

Salah satu elemen yang turut mempengaruhi defisiensi dana internal perusahaan adalah pelunasan kembali utang jangka panjang perusahaan. Pelunasan kembali utang jangka panjang perusahaan berkorelasi positif dengan penerbitan utang jangka panjang. Hutagaol (2002) menyatakan bahwa *pecking order theory* memprediksikan bahwa ketika

utang jangka panjang telah jatuh tempo maka, akan diterbitkan lagi utang jangka panjang yang baru untuk menggantikan utang jangka panjang yang telah jatuh tempo tersebut.

H₂: Semakin besar pelunasan kembali utang jangka panjang, semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang

Modal kerja (*working capital*) merupakan dana yang dipergunakan untuk membiayai kegiatan operasi perusahaan sehari-hari (Martono dan Harjito, 2005). Dalam *pecking order theory*, perubahan modal kerja juga termasuk elemen dari DEF perusahaan yang memiliki hubungan dengan penerbitan baru utang jangka panjang. Disini perubahan modal kerja yang negatif mengimplikasikan permasalahan likuiditas perusahaan sehingga perusahaan memutuskan untuk menggunakan utang sebagai pendanaan dengan resiko yang lebih kecil untuk menangani permasalahan likuiditas perusahaan tersebut. Namun, sebaliknya apabila perubahan modal kerja positif maka perusahaan tidak akan menerbitkan utang baru jangka panjang karena tidak ada permasalahan likuiditas yang dialami perusahaan. Raheman dan Nasr (2007) menemukan bahwa modal kerja berpengaruh negatif terhadap penerbitan utang baru jangka panjang.

H₃: Semakin besar perubahan modal kerja, semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang

Pecking order theory menyatakan bahwa penerbitan utang jangka panjang memiliki hubungan positif dengan pengeluaran modal yang merupakan elemen yang tercakup dalam defisiensi dana internal (DEF). Pada perusahaan publik yang besar, pengeluaran modal dan dana internal berkorelasi sangat tinggi, disini penerbitan utang mengikuti defisiensi pendanaan (Frank dan Goyal, 2005).

Shyam-Sunder dan Myers (1999) turut pula menguji respon utang terhadap variasi investasi yang berkaitan erat dengan pengeluaran modal dan laba. Mereka menemukan bahwa utang mengalami kenaikan ketika investasi melampaui laba, dan mengalami penurunan ketika laba melampaui utang.

H₄: Semakin besar pengeluaran modal, semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang

Arus kas dari kegiatan operasi menjadi komponen yang menutupi arus pengeluaran dana internal perusahaan berupa pembayaran dividen, pelunasan kembali utang jangka panjang yang telah jatuh tempo, perubahan modal kerja dan pengeluaran modal. Dalam *pecking order theory*, arus kas dari kegiatan operasi memiliki hubungan yang negatif dengan penerbitan utang jangka panjang. Dimana apabila arus kas mampu menutupi pengeluaran dana perusahaan, maka tidak terjadi defisiensi dana internal. Sehingga, perusahaan tidak perlu menerbitkan utang jangka panjang sebagai tambahan pendanaan karena dana yang berasal dari internal perusahaan masih mencukupi. Ini konsisten dengan hirarki pendanaan yang dijelaskan dalam *pecking order theory*. Senada dengan penelitian Shyam-Sunder dan Myers (1999) yang menemukan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal ketimbang yang bersumber dari luar perusahaan atau eksternal.

H₅: Semakin besar arus kas masuk dari kegiatan operasi, semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang

2.2. *Static Trade-off Theory* dan Factor Penentu struktur Modal

Static trade-off theory mencerminkan perilaku keputusan pendanaan dengan men-*trade-off* antara keuntungan pembayaran pajak dari pembayaran bunga dan biaya dari *financial distress*. Perusahaan akan cenderung mengurangi relatif lebih besar proporsi utang jangka panjangnya untuk menjaga kondisi perusahaan tetap sehat saat pendanaan surplus (*financing surplus*).

Cotei dan Farhat (2009) menemukan hubungan negatif antara perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan yang sangat tinggi dengan *non debt tax shields*. Dimana

sumber lain dari *NDTS* seperti jumlah *R&D* dan beban iklan relatif terhadap total asset mempengaruhi proporsi pendanaan utang jangka panjang secara negatif. Selain itu, Bradley *et al* (1984) menunjukkan leverage memiliki hubungan terbalik terhadap biaya yang diharapkan dari *financial distress* (kesulitan keuangan) dan terhadap sejumlah *NDTS* (*exogenously set*).

H₆: Semakin besar *NDTS* perusahaan, semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang

Faktor ukuran perusahaan di penelitian ini digunakan untuk mengontrol pengaruh ukuran yang biasanya diobservasi pada penelitian struktur modal. Penggunaan utang oleh perusahaan yang lebih besar cocok sebagai ukuran disipliner untuk mengurangi biaya agensi melalui perjanjian utang (Ahmed dan Hisham, 2009). Dimana penggunaan utang (*bonding*) menjadi salah satu cara untuk mengurangi masalah keagenan karena adanya monitoring dari pihak ketiga. Pandey (2001), Kahyan dan Titman (2003) menemukan hubungan positif antara *size* dengan rasio utang. Ini konsisten dengan *static trade-off theory*, dimana perusahaan besar cenderung lebih terdiversifikasi dan mempunyai akses yang lebih besar ke pasar modal serta biaya langsung dari penerbitan utang atau ekuitas lebih kecil.

H₇: Semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang

Pertimbangan akan aktiva tetap adalah terkait dalam kemampuannya menjamin utang sebagai bagian dari sumberdaya produktif. Perusahaan dengan aktiva tetap yang besar (*higher depot of tangible asset*) dapat memberikan jaminan untuk penerbitan utang baru sebagai alternatif pendanaan, sehingga diharapkan memiliki hubungan positif dengan utang perusahaan (Ahmed dan Hisham, 2009). Titman dan Wessel (1988) menyatakan bahwa semakin banyak aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan, maka semakin banyak jaminan aset yang dapat digunakan untuk mendapatkan sumber dana eksternal berupa utang. Cotei dan Farhat (2009) juga menemukan bahwa aktiva berwujud memiliki hubungan positif dengan proporsi utang jangka panjang.

H₈: Semakin besar komposisi aktiva tetap, semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang

Pertumbuhan mencerminkan perkembangan dari perusahaan yang tentunya membutuhkan sejumlah pendanaan yang cukup besar. Myers (1984) menyarankan perusahaan dengan *future growth* tinggi dapat menggunakan utang lebih sedikit untuk menjaga kapasitas utangnya dalam upaya menghindari baik peluang investasi dimasa depan maupun pendanaan lagi dengan sekuritas beresiko karena adanya permasalahan *underinvestment*.

Cotei dan Farhat (2009) menemukan *high growth options* atau opsi pertumbuhan yang tinggi cenderung mengurangi rata-rata penyesuaian bagi perusahaan yang berada dibawah target *leverage* nya dan mempercepat kenaikan bagi perusahaan yang berada di atas target *leverage* nya. Titman dan Wessel (1988) menunjukkan hubungan negatif antara pertumbuhan dengan tingkat utang. Mereka juga memberi catatan bahwa pertumbuhan adalah tambahan nilai untuk perusahaan tetapi, tidak dapat dijamin dan tidak dapat dihasilkan pendapatan pajak sekarang.

H₉: Semakin besar pertumbuhan, semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang

3. Metode Penelitian

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi atau satuan pengamatan yang akan menjadi objek penelitian adalah seluruh perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2009 yang berjumlah 397 perusahaan. Sampel untuk penelitian ini dipilih melalui *cluster random sampling*

dimana, perusahaan yang menjadi sample penelitian ini dipilih secara proporsional dan acak dengan mengacu pada keterwakilan berdasarkan tiap kelompok perusahaan yang ada. Sehingga, terpilihlah sampel yang berjumlah 102, terdiri atas 51 perusahaan untuk tahun 2008 dan 51 perusahaan yang sama untuk tahun 2009.

3.2 Definisi Operasional Dan Pengukuran Variabel

Variabel	Simbol	Definisi	Rumus	Keterangan	Sumber
Dependen					
Penerbitan utang baru jangka panjang	ΔD_{it}	jumlah utang baru yang diterbitkan perusahaan i pada tahun t .	$D_{it} - D_{it-1}$	bernilai satu (1) apabila $(D_{it} - D_{it-1} > 0)$ dan bernilai nol (0) apabila $(D_{it} - D_{it-1} \leq 0)$	Ahmed dan Hisham (2009)
Independen					
Defisiensi dana internal	DEF	Kondisi dimana arus kas dari kegiatan operasi tidak cukup untuk menutupi pengeluaran dari pembayaran dividen, pengeluaran modal, perubahan modal kerja dan pelunasan kembali utang jangka panjang yang jatuh tempo dalam waktu satu tahun	$DIV_{it} + X_{it} + \Delta WC_{it} + Rit - CFO_{it}$	apabila $DIV_{it} + X_{it} + \Delta WC_{it} + Rit > CFO_{it}$ maka DEF bernilai satu (1), jika tidak bernilai nol (0).	Ahmed dan Hisham (2009), Hutagaol (2002)
Pembayaran dividen	DIV_{it}	dividen yang dibayarkan perusahaan i pada periode t		Nilai telah tersedia di laporan arus kas kegiatan pendanaan	Ahmed dan Hisham (2009)
Pelunasan kembali utang jangka panjang	Rit	sejumlah utang jangka panjang yang dibayarkan kembali (pelunasan utang) atau telah jatuh tempo pada periode t oleh perusahaan i .		Nilai telah tersedia di neraca pada bagian kewajiban jangka panjang yang akan jatuh tempo dalam waktu satu tahun.	Ahmed dan Hisham (2009)
Perubahan modal kerja	ΔWC_{it}	perubahan modal kerja pada periode t pada perusahaan i .	aktiva lancar - kewajiban lancar		Hutagaol (2002)
Pengeluaran modal	X_{it}	pengeluaran modal pada periode t oleh perusahaan i .	aset tetap $_t$ - aset tetap $_{t-1}$		Hutagaol (2002)
Arus kas dari kegiatan operasi	CFO_{it}	arus kas dari kegiatan operasi perusahaan yang mencerminkan dana internal		Nilai telah tersedia di laporan arus kas dari kegiatan operasi perusahaan setelah bunga dan pajak.	Ahmed dan Hisham (2009)

<i>Non Debt Tax Shield</i>	NDTS	Merupakan perlindungan pajak yang didapatkan selain dari penggunaan utang	<u>Depresiasi</u> Total aset		Ahmed dan Hisham (2009)
Pertumbuhan	GROWTH	Variabel untuk peluang pertumbuhan	$\frac{\text{aset tetap}_t - \text{aset tetap}_{t-1}}{\text{total aset}_{t-1}}$		Titman dan Wessels (1988)
Ukuran perusahaan	SIZE	variabel pengukur besar kecilnya perusahaan	In penjualan		Ahmed & Hisham (2009), Andriyani (2006), Hutagaol (2002)
Komposisi aktiva tetap	STRUCTURE	Variabel ini digunakan untuk melihat aset tetap perusahaan sebagai bagian dari sumber daya produktif perusahaan	<u>Aset Tetap Bersih</u> Total Ekuitas+Total Kewajiban		Ahmed dan Hisham (2009)

3.5 Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan untuk menganalisa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah model *logistic regression*.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan 3 model yaitu:

- *Extended Pecking Order Model*

$$\Delta \text{Dit} = \beta_0 + \beta_1 \text{DIVit} + \beta_2 \text{Rit} + \beta_3 \Delta \text{WCit} + \beta_4 \text{Xit} + \beta_5 \text{CFOit} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

- *Static Trade-Off Model*

$$\Delta \text{Dit} = \beta_0 + \beta_1 \text{DEF}_{it} + \beta_2 \text{NDTS} + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{STRUCTURE} + \beta_5 \text{GROWTH} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

- *Extension Model*

$$\Delta \text{Dit} = \beta_0 + \beta_1 \text{DIVit} + \beta_2 \text{Rit} + \beta_3 \Delta \text{WCit} + \beta_4 \text{Xit} + \beta_5 \text{CFOit} + \beta_6 \text{NDTS}_{it-1} + \beta_7 \text{SIZE} + \beta_8 \text{STRUCTURE} + \beta_9 \text{GROWTH} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

Extension Model atau persamaan keempat adalah model yang dikembangkan dalam penelitian ini untuk melihat bagaimana pengaruh elemen-elemen DEF dari *pecking order theory* dan variabel-variabel pada *static trade-off theory* ketika diuji secara bersamaan.

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.1 Distribusi Frekwensi

Dalam penelitian ini, terdapat dua variabel dummy yaitu penerbitan utang baru jangka panjang (ΔDit) dan defisiensi dana internal (DEF). Pada variabel penerbitan utang baru jangka panjang kategori 0 diberikan untuk sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang, sedangkan kategori 1 diberikan untuk sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang. Berdasarkan tabel 1 terlihat bahwa dari total jumlah sampel sebanyak 102, 36 sampel atau 35.3% diantaranya tidak menerbitkan utang baru jangka panjang dan sebanyak 66 sampel lagi atau 64.7% menerbitkan utang baru jangka panjang.

Pada variabel defisiensi dana internal, kategori 0 diberikan untuk sampel yang tidak mengalami defisiensi dana internal, sedangkan kategori 1 diberikan untuk sampel yang mengalami defisiensi dana internal. Berdasarkan tabel 1 terlihat bahwa dari total jumlah sampel sebanyak 102, 28 sampel diantaranya atau sebanyak 27.5% tidak mengalami defisiensi dana internal sedangkan 74 sampel lagi atau sebanyak 72.5% mengalami defisiensi dana internal

Tabel 1 Frekuensi Sampel Penelitian

Variabel	Keterangan	Frekuensi	Persentase (%)
Penerbitan utang baru jangka panjang (Δ Dit)	Tidak menerbitkan utang baru jangka panjang	36	35.3
	Menerbitkan utang baru jangka panjang	66	64.7
Total		102	100.0
DEF	Tidak mengalami defisiensi dana internal	28	27.5
	Mengalami defisiensi dana internal	74	72.5
Total		102	100.0

Sumber: Data sekunder diolah, 2011

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan bagian awal dari analisis data yang memberikan gambaran awal mengenai masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian. Gambaran atau deskripsi variabel tersebut dapat dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi dari setiap variabel yang digunakan dalam penelitian (Ghozali, 2006).

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif keseluruhan sampel penelitian yakni 102 observasi. Pembayaran dividen (DIVit) memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.01% dengan standar deviasi sebesar 0.04%, serta nilai minimum sebesar 0.00% dan nilai maksimum sebesar 0.27%. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata pembayaran dividen oleh perusahaan adalah sebesar 0.01% dari total aktiva dengan standar deviasi sebesar 0.04%. Hal ini mengindikasikan bahwa pembayaran dividen oleh perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia relatif kecil, bahkan terdapat perusahaan yang tidak membayarkan dividennya pada periode pengamatan yang ditunjukkan dengan nilai minimum 0.00%.

Tabel 2 Statistik Deskriptif Sampel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DIVit	102	0.00	0.27	0.01	0.04
Rit	102	0.00	0.32	0.03	0.07
Δ Wcit	102	-2.40	0.91	0.15	0.49
Xit	102	-0.11	0.35	0.02	0.06
CFOit	102	-0.26	0.54	0.06	0.12
NDS	102	0.00013*	1.85	0.23	0.31
GROWTH	102	-6.61	33.48	0.54	3.54
STRUCTURE	102	0.00009*	0.85	0.28	0.25
SIZE	102	19.89	32.22	2.73	2.10

*desimal dengan 5 angka dibelakang koma

Sumber: Data sekunder diolah, 2011

Pelunasan kembali utang jangka panjang (Rit) memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.03% dengan standar deviasi sebesar 0.07%, serta nilai minimum sebesar 0.00% dan nilai maksimum sebesar 0.32%. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata pelunasan kembali utang jangka panjang oleh perusahaan adalah sebesar 0.03% dari total aktiva dengan standar deviasi sebesar 0.07%. Hal ini mengindikasikan bahwa pelunasan kembali utang jangka panjang oleh perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia relatif kecil atau tidak terdapat banyak utang jangka panjang jatuh tempo pada periode pengamatan tersebut. Bahkan terdapat perusahaan yang tidak melakukan pelunasan utang jangka panjang karena tidak ada utang jangka panjang yang jatuh tempo pada periode pengamatan yang ditunjukkan dengan nilai minimum 0.00%.

Perubahan modal kerja (Δ WCit) memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.15% dengan standar deviasi sebesar 0.49%, serta nilai minimum sebesar -2.40% dan nilai maksimum sebesar 0.91%. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata perubahan modal kerja

perusahaan adalah sebesar 0.15% dari total aktiva dengan standar deviasi sebesar 0.49%. Hal ini mengindikasikan bahwa perubahan modal kerja perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia relatif kecil, bahkan terdapat perusahaan yang perubahan modalnya negatif sebesar -2.40% dari total aktiva. Ini dapat pula diartikan bahwa perusahaan mengalami permasalahan likuiditas berupa kekurangan dana operasional harian atau kewajiban lancar yang dimiliki perusahaan lebih banyak daripada aktiva lancarnya.

Pengeluaran modal (Xit) memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.02% dengan standar deviasi sebesar 0.06%, serta nilai minimum sebesar -0.11% dan nilai maksimum sebesar 0.35%. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata pengeluaran modal perusahaan adalah sebesar 0.02% dari total aktiva dengan standar deviasi sebesar 0.06%. Hal ini mengindikasikan bahwa pengeluaran modal perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia relatif kecil, bahkan terdapat perusahaan yang pengeluaran modalnya negatif yang ditunjukkan dengan nilai minimum -0.11%. Dapat pula diartikan bahwa tidak terjadi penambahan investasi terhadap aktiva tetap pada periode pengamatan.

Arus kas dari kegiatan operasi (CFOit) memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.06% dengan standar deviasi sebesar 0.12%, serta nilai minimum sebesar -0.26% dan nilai maksimum sebesar 0.54%. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata arus kas dari kegiatan operasi perusahaan adalah sebesar 0.06% dari total aktiva dengan standar deviasi sebesar 0.12%. Hal ini mengindikasikan bahwa arus kas dari kegiatan operasi perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia relatif kecil, bahkan terdapat perusahaan yang arus kas dari kegiatan operasinya negatif yang ditunjukkan dengan nilai minimum -0.26%.

Non debt tax shield (NDTS) memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.22% dengan standar deviasi sebesar 0.31%, serta nilai minimum sebesar 0.00013% dan nilai maksimum sebesar 1.85%. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata *non debt tax shield* perusahaan adalah sebesar 0.22% dari total aktiva dengan standar deviasi sebesar 0.31%. Hal ini mengindikasikan bahwa *non debt tax shield* perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia relatif kecil yakni hanya 0.00013% dari total aktiva. Ini berarti tidak terlalu banyak pengurangan pajak perusahaan (*tax shield*) yang diperoleh perusahaan dari depresiasi.

Pertumbuhan (*GROWTH*) memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.54% dengan standar deviasi sebesar 3.54%, serta nilai minimum sebesar -6.61% dan nilai maksimum sebesar 33.48%. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata pertumbuhan perusahaan adalah sebesar 0.54% dari total aktiva dengan standar deviasi sebesar 3.54%. Hal ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia relatif kecil, bahkan terdapat perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan bahkan cenderung menurun yang ditunjukkan dengan nilai minimum -6.61%.

Komposisi aktiva tetap (*STRUCTURE*) memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.28% dengan standar deviasi sebesar 0.25%, serta nilai minimum sebesar 0.00009% dan nilai maksimum sebesar 0.85%. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata komposisi aktiva tetap perusahaan adalah sebesar 0.28% dari total aktiva dengan standar deviasi sebesar 0.25%. Hal ini mengindikasikan bahwa komposisi aktiva tetap perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia relatif kecil hanya 0.00013% dari total aktiva. Kemungkinan hal ini disebabkan karena pada kelompok perusahaan tertentu seperti perbankan komposisi aktiva lancar cenderung lebih besar daripada aktiva tetapnya.

Ukuran perusahaan (*SIZE*) memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 2.73% dengan standar deviasi sebesar 0.45%, serta nilai minimum sebesar 19.89% dan nilai maksimum sebesar 32.22%. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata ukuran perusahaan adalah sebesar 2.73% dengan standar deviasi sebesar 0.45%. Hal ini mengindikasikan bahwa ukuran (berdasarkan penjualan) perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia relatif kecil.

4.3. Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Model yang digunakan untuk pengujian hipotesis adalah *logistic regression* karena variabel dependennya memiliki dua alternatif, yaitu menerbitkan utang baru jangka panjang dan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang. Kategori untuk perusahaan yang menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 1 dan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 0.

4.3.1 Hasil Pengujian Hipotesis 1 hingga Hipotesis 5

4.3.1.1 Menilai Model Fit

Hasil pengujian (table 4.7) menunjukkan terjadinya penurunan nilai -2LogL pada *block number* =0 sebesar 132.447 menjadi angka -2LogL pada *block number* =1 sebesar 119.704. Terjadi penurunan sebesar 12.743 sehingga, dapat disimpulkan bahwa model regresi baik.

Tabel 3 Menilai Model Fit

-2LL Block Number	-2LL Block Number 0	132.447
	-2LL Block Number 1	119.704
Model Summary	Cox & Snell R Square	0.117
	Nagelkerke R Square	0.162
Hosmer and Lemeshow Test	Chi-square	4.067
	Sig.	0.851
Omnibus Tests of Model Coefficients	Chi-square	12.743
	Sig.	0.026

Sumber: Data sekunder diolah, 2011

Nilai dari *Cox & Snell R Square* sebesar 0.117 dan nilai *Nagelkerke's R Square* sebesar 0.162 menggambarkan bahwa variabilitas penerbitan utang baru jangka panjang yang dapat dijelaskan oleh elemen-elemen defisiensi dana internal (*POT extension*) adalah sebesar 16.2%, sedangkan 83.8 % dipengaruhi variabel lain. Hasil pengujian (tabel 4.7) nilai statistic *Hosmer and Lemeshow* sebesar 4.067 dengan tingkat probabilitas signifikansi sebesar 0.851 (lebih dari 0.05) ini berarti model dikatakan fit dan diterima.

4.3.1.2 Koefisien Regresi Logistik dan Tingkat Signifikan Variabel DIVit, Rit, ΔWCit , Xit, dan CFOit

Tabel 4 Variables in the Equation

Variabel	B	Sig.	Hipotesis
DIVit	3.850	0.523	H₁ (ditolak)
Rit	-8.983	0.024	H₂ (ditolak)
ΔWCit	-0.015	0.975	H₃ (ditolak)
Xit	7.503	0.079*	H₄ (diterima)
CFOit	-2.434	0.203	H₅ (ditolak)
Constant	0.911	0.003	

Sumber: Data sekunder diolah, 2011

*Signifikan pada level 10%

Berdasarkan tabel 4. dapat diketahui bahwa DIVit mempunyai pengaruh positif, artinya semakin besar dividen yang dibayarkan semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh pembayaran dividen terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada diatas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.523.

Rit mempunyai pengaruh negatif, artinya semakin besar pelunasan kembali utang jangka panjang, semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Hal ini berbanding terbalik dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa utang baru jangka panjang yang akan diterbitkan untuk menggantikan utang jangka panjang

yang telah jatuh tempo. Pengaruh pelunasan kembali utang jangka panjang terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang signifikan karena berada dibawah tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.024.

$\Delta WCit$ mempunyai pengaruh negatif, artinya semakin besar perubahan modal kerja, semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh perubahan modal kerja terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada diatas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.975.

Xit mempunyai pengaruh positif, artinya semakin besar pengeluaran modal semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh pengeluaran modal terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan pada level signifikansi 0.05, tetapi signifikan pada level signifikansi 0.10 yakni sebesar 0.079.

CFO mempunyai pengaruh negatif, artinya semakin besar arus kas dari kegiatan operasi semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh arus kas dari kegiatan operasi terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada diatas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.203. Sehingga, dapat kita simpulkan bahwa *extended pecking model* (POT *extension*) juga tidak berlaku di pasar modal Indonesia.

4.3.1.3 Kemampuan Model Memprediksi Penerbitan Utang Baru Jangka Panjang

Hasil prediksi penerbitan utang baru jangka panjang dengan menggunakan pemecahan elemen-elemen defisiensi dana internal (POT *extension*) disajikan oleh table 5 berikut ini:

Tabel 5 Hasil Prediksi

Observasi	Prediksi					
	Tanpa Variabel			Dengan Variabel		
	TM	M	Ketepatan (%)	TM	M	Ketepatan (%)
TM	0	36	0.0	10	26	27.8
M	0	66	100.0	4	62	93.9
Overall percentage (%)			64.7			70.6

Sumber: Data sekunder diolah, 2011

Berdasarkan tabel 5 dapat disimpulkan bahwa hasil prediksi yang diperoleh dari hasil output SPSS untuk elemen-elemen defisiensi dana internal (POT *extension*) dengan hanya menggunakan nilai konstanta pada model fit yaitu sebesar 0.911 diperoleh tingkat ketepatan prediksi secara keseluruhan sebesar 64.7%. Sehingga, tingkat ketepatan model tanpa variabel yang tidak menerbitkan dan menerbitkan utang baru jangka panjang berturut-turut adalah 0/36 atau 0% dan 66/66 atau 100%.

Hal ini dikarenakan dari 102 sampel yang dipergunakan dalam penelitian, semuanya diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang. Padahal berdasarkan hasil observasi, hanya 66 sampel menerbitkan utang baru jangka panjang sedangkan, 36 sampel lagi yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang. Sehingga, tingkat ketepatan model tanpa variabel untuk bank yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 0/36 atau 0% dan tingkat ketepatan model tanpa variabel untuk bank yang menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 66/66 atau 100%.

Setelah dimasukkan variabel independen yaitu $DIVit$, Rit , $\Delta WCit$, Xit dan $CFOit$, tingkat ketepatan prediksi secara signifikan meningkat menjadi 70.6%. Hal tersebut terjadi karena dari 36 sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang, 10 diantaranya diprediksikan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang sedangkan 26 lagi diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang. Sehingga, ketepatan model dengan variabel, untuk sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 10/36 atau 27.8%.

Kemudian, dari 66 bank yang menerbitkan utang baru jangka panjang, 4 diantaranya diprediksikan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang sedangkan 62 lagi diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang. Sehingga, ketepatan model dengan variabel, untuk

sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 62/66 atau 93.9%. Berdasarkan tabel 4.9 dapat diketahui bahwa kesalahan *alpha* adalah 26 sampel dan kesalahan *beta* adalah 4 sampel.

4.3.2 Hasil Pengujian Hipotesis 6 hingga Hipotesis 9

4.3.2.1 Menilai Model Fit

Hasil pengujian (table 6) menunjukkan terjadinya penurunan nilai -2LogL pada *block number* =0 sebesar 132.447 menjadi angka -2LogL pada *block number* =1 sebesar 127.079. Terjadi penurunan sebesar 5.368 sehingga, dapat disimpulkan bahwa model regresi baik.

Tabel 6 Menilai Model Fit

-2LL Block Number	-2LL Block Number 0	132.447
	-2LL Block Number 1	127.079
Model Summary	Cox & Snell R Square	0.051
	Nagelkerke R Square	0.071
Hosmer and Lemeshow Test	Chi-square	3.777
	Sig.	0.877
Omnibus Tests of Model	Chi-square	5.368
Coefficients	Sig.	0.373

Sumber: Data sekunder diolah, 2011

Nilai dari *Cox & Snell R Square* sebesar 0.051 dan nilai *Nagelkerke's R Square* sebesar 0.071 menggambarkan bahwa variabilitas penerbitan utang baru jangka panjang yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel *static trade-off theory* adalah sebesar 7.1%, sedangkan 92.9 % dipengaruhi variabel lain. Hasil pengujian (tabel 4.7) nilai statistic *Hosmer and Lemeshow* sebesar 3.777 dengan tingkat probabilitas signifikansi sebesar 0.877 (lebih dari 0.05) ini berarti model dikatakan fit dan diterima.

4.3.2.2 Koefisien Regresi Logistik dan Tingkat Signifikan Variabel NDTs, Growth, Structure, dan Size

Tabel 7 Variables in the Equation

Variabel	B	Sig.	Hipotesis
DEF	0.487	0.329	Ditolak
NDTS	-0.985	0.232	H ₇ (ditolak)
SIZE	0.072	0.496	H ₈ (ditolak)
STRUCTURE	-0.502	0.607	H ₉ (ditolak)
GROWTH	0.018	0.790	H ₁₀ (ditolak)
Constant	-1.336	0.654	

Sumber: Data sekunder diolah, 2011

Berdasarkan tabel 7 dapat diketahui bahwa ketika DEF diuji secara bersamaan dengan variabel-variabel dari *static trade-off theory* hasilnya tetap konsisten dengan pengujian dengan model pertama atau *pecking order model* yang ditunjukkan dengan dengan signifikansi sebesar 0.329 dan koefisien beta sebesar 0.487. DEF memiliki pengaruh positif namun, tidak signifikan. *NDTS* mempunyai pengaruh negatif, artinya semakin besar *NDTS* perusahaan semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh *NDTS* terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada di atas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.232.

SIZE mempunyai pengaruh positif, artinya semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada di atas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.496.

STRUCTURE mempunyai pengaruh negatif, artinya semakin besar komposisi aktiva tetap, semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Hal

ini berbeda dengan *static trade-off theory* yang menyatakan bahwa semakin banyak aktiva tetap yang dimiliki perusahaan, maka semakin banyak jaminan asset yang dapat digunakan untuk mendapatkan utang. Pengaruh komposisi aktiva tetap terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada diatas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.607.

GROWTH mempunyai pengaruh positif, artinya semakin besar pertumbuhan semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Hal ini kembali berbeda dengan *static trade-off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan menjaga kapasitas utang dengan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang ketika pertumbuhan tinggi untuk menghindari permasalahan *underinvestment*. Kemungkinan hal ini disebabkan perusahaan-perusahaan yang mengalami pertumbuhan tersebut cenderung membutuhkan pendanaan dalam jumlah banyak sehingga tetap menggunakan utang secara lebih sebagai pendanaan alternatif. Pengaruh pertumbuhan terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada diatas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.790.

4.3.2.3 Kemampuan Model Memprediksi Penerbitan Utang Baru Jangka Panjang

Berdasarkan tes keakuratan pengelompokkan perusahaan yang menerbitkan dan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang dalam tabel 8, terdapat kolom dua nilai prediksi dari variabel dependen yaitu menerbitkan utang baru jangka panjang (1) dan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang (0). Model dikatakan sempurna dengan keharusan tingkat prediksi sebesar 100%.

Berdasarkan tabel 8 dapat disimpulkan bahwa hasil prediksi yang diperoleh dari hasil output SPSS untuk *NDTS*, *SIZE*, *STRUCTURE*, dan *GROWTH* dengan hanya menggunakan nilai konstanta pada model fit yaitu sebesar -1.336 diperoleh tingkat ketepatan prediksi secara keseluruhan sebesar 64.7% yang sama halnya dengan hasil observasi. Sehingga, tingkat ketepatan model tanpa variabel yang tidak menerbitkan dan menerbitkan utang baru jangka panjang berturut-turut adalah 0/36 atau 0% dan 66/66 atau 100%.

Tabel 8 Hasil Prediksi

Observasi	Prediksi					
	Tanpa Variabel			Dengan Variabel		
	TM	M	Ketepatan (%)	TM	M	Ketepatan (%)
TM	0	36	0.0	6	30	16.7
M	0	66	100.0	4	62	93.9
Overall percentage (%)			64.7			66.7

Sumber: Data sekunder diolah, 2011

Hal ini dikarenakan dari 102 sampel yang dipergunakan dalam penelitian, semuanya diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang. Padahal berdasarkan hasil observasi, hanya 66 sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang sedangkan, 36 sampel lagi tidak menerbitkan utang baru jangka panjang. Sehingga, tingkat ketepatan model tanpa variabel untuk bank yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 0/36 atau 0% dan tingkat ketepatan model tanpa variabel untuk bank yang menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 66/66 atau 100%.

Setelah dimasukkan variabel independen yaitu *NDTS*, *SIZE*, *STRUCTURE*, dan *GROWTH*, tingkat ketepatan prediksi secara signifikan meningkat menjadi 66.7%. Hal tersebut terjadi karena dari 36 sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang, 6 diantaranya diprediksikan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang sedangkan 30 lagi diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang. Sehingga, ketepatan model dengan variabel, untuk sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 6/36 atau 16.7%.

Kemudian, dari 66 bank yang menerbitkan utang baru jangka panjang, 4 diantaranya diprediksikan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang sedangkan 62 lagi diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang. Sehingga, ketepatan model dengan variabel, untuk sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 62/66 atau 93.9%.

Sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang tetapi diprediksi menerbitkan utang baru jangka panjang disebut kesalahan *alpha*. Sedangkan sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang tetapi diprediksi tidak menerbitkan utang baru jangka panjang disebut kesalahan *beta*. Berdasarkan tabel 8 dapat diketahui bahwa kesalahan *alpha* adalah 30 sampel dan kesalahan *beta* adalah 4 sampel.

4.3.2. Hasil Pengujian Tambahan Menggunakan Model Persamaan 4

4.3.2.1 Menilai Model Fit

Hasil pengujian (table 9) menunjukkan terjadinya penurunan nilai -2LogL pada *block number* =0 sebesar 132.447 menjadi angka -2LogL pada *block number* =1 sebesar 118.419. Terjadi penurunan sebesar 14.028 sehingga, dapat disimpulkan bahwa model regresi baik.

Tabel 9 Menilai Model Fit

-2LL Block Number	-2LL Block Number 0	132.447
	-2LL Block Number 1	118.419
Model Summary	Cox & Snell R Square	0.128
	Nagelkerke R Square	0.177
Hosmer and Lemeshow Test	Chi-square	5.043
	Sig.	0.753
Omnibus Tests of Model Coefficients	Chi-square	14.028
	Sig.	0.121

Sumber: Data sekunder diolah, 2011

Nilai dari *Cox & Snell R Square* sebesar 0.128 dan nilai *Nagelkerke's R Square* sebesar 0.177 menggambarkan bahwa variabilitas penerbitan utang baru jangka panjang yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel *POT extension* dan *static trade-off theory* adalah sebesar 17.7%, sedangkan 82.3% dipengaruhi variabel lain. Hasil pengujian (tabel 4.11) nilai statistic *Hosmer and Lemeshow* sebesar 5.043 dengan tingkat probabilitas signifikansi sebesar 0.753 (lebih dari 0.05) ini berarti model dikatakan fit dan diterima.

4.3.2.2 Koefisien Regresi Logistik dan Tingkat Signifikan Variabel NDTs, GROWTH, STRUCTURE, dan SIZE

Tabel 10 Variables in the Equation

Variabel	B	Sig.	Hipotesis
DIVit	2.923	0.634	Ditolak
Rit	-8.750	0.036	Ditolak
ΔWCit	-0.063	0.927	Ditolak
Xit	7.257	0.107	Ditolak
CFO	-2.480	0.251	Ditolak
NDTS	-0.274	0.800	Ditolak
SIZE	0.082	0.526	Ditolak
STRUCTURE	-0.402	0.720	Ditolak
GROWTH	0.050	0.551	Ditolak
Constant	-1.140	0.750	

Sumber: Data sekunder diolah, 2011

Pengembangan terhadap model yang dituangkan dalam model keempat ini bertujuan melihat pengaruh masing-masing variabel dari kedua teori ketika diuji secara bersamaan. Hasil yang ditunjukkan oleh tabel 10 dapat diketahui bahwa ketika elemen-elemen DEF diuji secara bersamaan dengan variabel-variabel dari *static trade-off theory* hasilnya tetap konsisten dengan pengujian dengan model pengujian terpisah sebelumnya.

DIVit mempunyai pengaruh positif, artinya semakin besar dividen yang dibayarkan semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh pembayaran dividen terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada di atas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.634.

Rit mempunyai pengaruh negatif, artinya semakin besar pelunasan kembali utang jangka panjang, semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Hal ini berbanding terbalik dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa utang baru jangka panjang yang akan diterbitkan untuk menggantikan utang jangka panjang yang telah jatuh tempo. Pengaruh pelunasan kembali utang jangka panjang terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang signifikan karena berada di bawah tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.036.

Δ WCit mempunyai pengaruh negatif, artinya semakin besar perubahan modal kerja, semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh perubahan modal kerja terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada di atas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.927.

Xit mempunyai pengaruh positif, artinya semakin besar pengeluaran modal semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh pengeluaran modal terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang yang pada awalnya signifikan pada level signifikansi 0.10 ketika diuji secara terpisah, justru menjadi tidak signifikan ketika pengujian dilakukan secara bersamaan.

CFO mempunyai pengaruh negatif, artinya semakin besar arus kas dari kegiatan operasi semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh arus kas dari kegiatan operasi terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada di atas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.251.

NDTS mempunyai pengaruh negatif, artinya semakin besar NDTS perusahaan semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh NDTS terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada di atas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.800.

SIZE mempunyai pengaruh positif, artinya semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada di atas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.526.

STRUCTURE mempunyai pengaruh negatif, artinya semakin besar komposisi aktiva tetap, semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Hal ini berbeda dengan *static trade-off theory* yang menyatakan bahwa semakin banyak aktiva tetap yang dimiliki perusahaan, maka semakin banyak jaminan asset yang dapat digunakan untuk mendapatkan utang. Pengaruh komposisi aktiva tetap terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada di atas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.720.

GROWTH mempunyai pengaruh positif, artinya semakin besar pertumbuhan semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Hal ini kembali berbeda dengan *static trade-off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan menjaga kapasitas utang dengan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang ketika pertumbuhan tinggi untuk menghindari permasalahan *underinvestment*. Kemungkinan hal ini disebabkan perusahaan-perusahaan yang mengalami pertumbuhan tersebut cenderung membutuhkan pendanaan dalam jumlah banyak sehingga tetap menggunakan utang secara lebih sebagai pendanaan alternatif. Pengaruh pertumbuhan terhadap kemungkinan penerbitan utang baru jangka panjang tidak signifikan karena berada di atas tingkat signifikansi 0.05 yakni sebesar 0.551.

4.3.2.3 Kemampuan Model Memprediksi Penerbitan Utang Baru Jangka Panjang

Berdasarkan tes keakuratan pengelompokkan perusahaan yang menerbitkan dan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang dalam tabel 11, terdapat kolom dua nilai

prediksi dari variabel dependen yaitu menerbitkan utang baru jangka panjang (1) dan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang (0). Model dikatakan sempurna dengan keharusan tingkat prediksi sebesar 100%.

Tabel 11 Hasil Prediksi

Observasi	Prediksi					
	Tanpa Variabel			Dengan Variabel		
	TM	M	Ketepatan (%)	TM	M	Ketepatan (%)
TM	0	36	0.0	11	25	30.6
M	0	66	100.0	5	61	92.4
Overall percentage (%)			64.7			70.6

Sumber: Data sekunder diolah, 2011

Berdasarkan tabel 11 dapat disimpulkan bahwa hasil prediksi yang diperoleh dengan hanya menggunakan nilai konstanta pada model fit yaitu sebesar -1.140 diperoleh tingkat ketepatan prediksi secara keseluruhan sebesar 64.7%. Hal ini dikarenakan dari 102 sampel yang dipergunakan dalam penelitian, semuanya diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang. Padahal berdasarkan hasil observasi, hanya 66 sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang sedangkan, 36 sampel lagi tidak menerbitkan utang baru jangka panjang. Sehingga, tingkat ketepatan model tanpa variabel untuk bank yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 0/36 atau 0% dan tingkat ketepatan model tanpa variabel untuk bank yang menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 66/66 atau 100%.

Setelah dimasukkan variabel independen yaitu *DIVit*, *Rit*, ΔW_{cit} , *Xit*, *CFOit*, *NDTS*, *SIZE*, *STRUCTURE*, dan *GROWTH*, tingkat ketepatan prediksi secara signifikan meningkat menjadi 70.6%. Hal tersebut terjadi karena dari 36 sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang, 11 diantaranya diprediksikan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang sedangkan 25 lagi diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang. Sehingga, ketepatan model dengan variabel, untuk sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 11/36 atau 30.6%.

Kemudian, dari 66 bank yang menerbitkan utang baru jangka panjang, 5 diantaranya diprediksikan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang sedangkan 61 lagi diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang. Sehingga, ketepatan model dengan variabel, untuk sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang adalah 61/66 atau 92.4%.

Sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang tetapi diprediksi menerbitkan utang baru jangka panjang disebut kesalahan *alpha*. Sedangkan sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang tetapi diprediksi tidak menerbitkan utang baru jangka panjang disebut kesalahan *beta*. Berdasarkan tabel 11 dapat diketahui bahwa kesalahan *alpha* adalah 25 sampel dan kesalahan *beta* adalah 5 sampel.

5. Kesimpulan, Implikasi, Keterbatasan, dan saran

5.1. Kesimpulan

Penerbitan utang baru jangka panjang pada *pecking order theory* merupakan prioritas utama perusahaan untuk memperoleh tambahan dana ketika dana internal tidak lagi mencukupi. Sehingga, defisiensi dana internal merupakan faktor dominan yang berpengaruh didalamnya. Sedangkan, pada *static trade-off theory* motif penerbitan utang baru jangka panjang ialah untuk memperoleh keuntungan dari penggunaan utang atau *tax shield* melalui pembayaran bunga sehingga, pendapatan kena pajak menjadi berkurang. *Static trade-off theory* membatasi utang dengan pertimbangan faktor pajak dan biaya kebangkrutan.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk membuktikan pengaruh faktor-faktor yang terdapat dalam masing-masing teori tersebut terhadap penerbitan utang baru jangka panjang dan melihat faktor dari teori manakah yang lebih dapat menjelaskan perilaku pendanaan di pasar modal Indonesia. Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 102 yang terdiri 66 sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang dan 36 sampel yang tidak menerbitkan

utang baru jangka panjang. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *regression logistic* karena variabel dependennya memiliki dua alternative yakni menerbitkan utang baru jangka panjang (kategori 1) dan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang (kategori 0).

Dari model penelitian pertama (*extended pecking order model*) dimana variabel DEF dipecah menjadi elemen-elemen pembentuknya, hanya hipotesis 4 (H_4) yang diterima. Pengeluaran modal (X_{it}) mempunyai pengaruh positif dan signifikan pada level 10%. Ini sesuai dengan *pecking order theory* dimana dapat diartikan semakin besar pengeluaran modal, semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerbitkan utang baru jangka panjang. Sementara itu, pengujian hipotesis 2 (H_2) pelunasan kembali utang jangka panjang (R_{it}) memiliki pengaruh negatif yang signifikan yaitu sebesar 0.024, akan tetapi arah pengaruh tidak searah dengan *pecking order theory* sehingga hipotesis ini ditolak. Hipotesis lainnya yang ditolak yaitu hipotesis 1 (H_1) pembayaran dividen (DIV_{it}) yang memiliki pengaruh positif tidak signifikan, hipotesis tiga (H_3) perubahan modal kerja (ΔWC_{it}) yang memiliki pengaruh negatif tidak signifikan dan hipotesis lima (H_5) arus kas dari kegiatan operasi yang memiliki pengaruh negatif tidak signifikan. Ini berarti *extended pecking order* (POT *extension*) juga tidak berlaku di pasar modal Indonesia. Tingkat ketepatan prediksi secara keseluruhan sebesar 70.6% . Hal ini dikarenakan dari 36 sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang, 26 diantaranya diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang, sedangkan dari 66 sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang, 4 diantaranya diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang.

Dari model penelitian yang kedua (*static trade-off model*) tidak satupun hipotesis yang dikembangkan dari *static trade-off theory* diterima. *NDTS* (*non debt tax shield*) dan komposisi aktiva tetap (*structure*) berpengaruh negatif dan tidak signifikan sedangkan, ukuran perusahaan (*size*) dan pertumbuhan (*growth*) berpengaruh positif dan tidak signifikan. Ini berarti *static trade-off theory* juga tidak berlaku di pasar modal Indonesia. DEF yang dimasukkan kedalam model ini untuk dilihat pengaruhnya ketika diuji bersamaan dengan variabel-variabel *static trade-off theory* juga tetap konsisten dengan pengujian sebelumnya yaitu berpengaruh positif tidak signifikan. Tingkat ketepatan prediksi secara keseluruhan sebesar 66.7% . Hal ini dikarenakan dari 36 sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang, 30 diantaranya diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang, sedangkan dari 66 sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang, 4 diantaranya diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang.

Model ketiga yang sengaja dikembangkan untuk melihat pengaruh elemen-elemen DEF (POT *extension*) dan variabel-variabel *static trade-off theory* juga makin mempertegas tidak berlakunya dua teori tersebut terhadap perilaku pendanaan di pasar modal Indonesia. Hasil pengujian menggunakan model ini juga konsisten dengan pengujian menggunakan model sebelumnya baik yang menguji secara terpisah maupun secara bersamaan. Tingkat ketepatan prediksi secara keseluruhan sebesar 70.6% . Hal ini dikarenakan dari 36 sampel yang tidak menerbitkan utang baru jangka panjang, 25 diantaranya diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang, sedangkan dari 66 sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang, 5 diantaranya diprediksikan menerbitkan utang baru jangka panjang.

5.2. Implikasi

Hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa tidak satupun teori struktur modal baik *pecking order theory* maupun *static trade-off theory* dapat menjelaskan dengan baik perilaku pendanaan di pasar modal Indonesia pada periode 2008-2009. Defisiensi dana internal baik secara keseluruhan maupun elemen-elemen pembentuknya tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap penerbitan utang baru jangka panjang. Begitu pula dengan faktor-faktor yang tercakup dalam *static trade-off theory*. Ini berarti kedua teori tersebut tidak berlaku di pasar modal Indonesia. Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi para calon investor dalam menambah wawasan untuk menyikapi kebijakan perilaku pendanaan perusahaan.

5.3. keterbatasan dan saran

Beberapa keterbatasan dan saran dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: 1. Perbandingan jumlah sampel penelitian antara perusahaan yang menerbitkan dan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang tidak seimbang. Sehingga, ketidakseimbangan proporsi ini dapat berpengaruh terhadap hasil penelitian. Pengambilan sampel pada penelitian selanjutnya diharapkan mempertimbangkan proporsi yang seimbang antara sampel yang menerbitkan utang baru jangka panjang dan tidak menerbitkan utang baru jangka panjang. 2. Ukuran perusahaan tidak dapat dikontrol walaupun dengan Ln total penjualan sehingga, pada penelitian selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan hal ini.

REFERENSI

- Ahmed, Huson Joher Ali., dan Hisham, Nazrul. (2009). Revisiting capital structure theory: A test of pecking order and static trade off model from Malaysia capital market. *International research journal of finance and economics*
- Andriyani, Lusiana Noor. (2006). *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta (Bej)*. Skripsi tidak dipublikasikan. Semarang. Fakultas Ilmu Sosial. Universitas Negeri Semarang
- Bradley, Michael., Jarrel, Gregg A., dan Kim, E Han. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39; 857-878
- Cotei, Carmen., dan Farhat, Joseph. (2009). The Trade-Off Theory and The Pecking Order Theory: Are They Mutually Exclusive?. *Journal of Finance and Banking Research*, 3; 40-56
- Frank, Murray Z., dan Goyal, Vidhan K. (2000). *Testing The Pecking Order Theory Of Capital Structure (Online)*. (Diakses 17 April 2010, 8:54:02 pm) tersedia di WorldWide Web: <http://www.ssrn.com>
- _____ (2005). Tradeoff and Pecking Order Theory of Debt. *Working Paper Center for Corporate Governance*. Dartmouth. Tuck School of Business
- Happyani, Primanur. (2009). *Pengujian teori static trade off dan pecking order pada perusahaan dalam sector pertambangan, property, dan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2000-2007*. Skripsi tidak dipublikasikan. Jakarta. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
- Hutagaol, Roma Uli. (2002). *Pengujian pecking order dan teori static trade off terhadap struktur modal emiten di bursa efek Jakarta*. Tesis tidak dipublikasikan. Jakarta. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
- Kayhan, Ayla., dan Titman, Sheridan. (2003). *Firms histories and their capital structure. (Online)*. (Diakses 05 April 2010, 34:34:05 am) tersedia di World Wide Web: <http://www.scribd.com>
- Martono. dan Harjito, Agus. (2001). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisia
- Myers, Stewart C. (1984). Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39; 1-33
- Pandey, I M. (2001). Capital Structure And The Firm Characteristics: Evidence From An Emerging Market. *HMA Working Paper No 2001-10-04*
- Raheman, Abdul., dan Nasr, Mohamed. (2007). Working Capital Management and Profitability – Case Of Pakistani Firms. *International Review of Business Research Papers*, 3; 279-300
- Sartono, Agus R. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE
- Shyam-Sunder, L. dan Myers, S. C. (1999). Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models Of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51; 219-244
- Titman, Sheridan. dan Wessels, Roberto. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43; 1-19

