

STRUKTUR MODAL : PENGUJIAN *PECKING ORDER THEORY* PADA SIKLUS HDUP PERUSAHAAN *GROWTH* DAN *MATURE*

Putri Ekawati Darma

Program Magister Sains dan Doktor FEB UGM

Email : putpoetry25@gmail.com

Abstract

This study examine whether growth and mature firms in the manufacturing sector of Indonesia follow the packing order theory. Futhermore, the company researched whether the stongergrowth tends to follow the packing order theory than mature. The sample were companies in the manufacturing industry 2007 – 2011. Hypothesis testing using multiple regresion analysis and augmented model. Based on classification, companies growth tends to more than mature. The result analysis showcompany growth experienced deficiency cash grather than the mature.

Analysis of the results also indicated that group of the company which follow packing order theory is a company growth. It is shown from a correlation between deficiency cash with additional debt new issue. These results indicated by a coefficient deficit squared is negative and deficit is positive. While based on analysis to the company mature exhibit no packing order theory because the result of testing no significant. Based on the findings, it is concluded that group of the company economic growth experienced a shortage of cash greater than that of mature. The group of companies that follow the packing order theory is the company growth. Group of the company growth also tends more strong follow pecking order theory than mature.

Keywords : *Capital Structure, Life Cycle of Firm, Pecking Order Theory*

PENDAHULUAN

Dalam literatur struktur modal memaparkan dua teori besar yang sering menjadi dasar penelitian yaitu *trade off theory* dan *pecking order theory*. Menurut *trade off theory* struktur modal yang optimal akan tercapai bila manfaat nilai tambah dari penggunaan utang berupa penghematan pajak dapat menutupi peningkatan biaya *financial distress* sehubungan dengan penggunaan utang (Bradley *et.al*, 1984 dalam Muhardi,

2011). *Pecking order theory*, mengacu pada Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) menyatakan dalam urutan pendanaan, perusahaan akan memilih menggunakan dana internal terlebih dahulu.

Pengujian empiris terhadap *trade off* dan *pecking order theory* telah banyak dilakukan dan menjelaskan bahwa kedua teori tersebut terdukung. Temuan menunjukkan dukungan yang lebih kuat terhadap *pecking order theory* dibanding

trade off. Seperti yang dikemukakan Myers (1984) dalam Oetama *et.al*, (2008) argumentasi mengenai adanya kecenderungan suatu perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan berdasarkan *pecking order theory*. Baskin (1989) mengemukakan bahwa dari hasil pengamatan menunjukkan *pecking order theory* nampak bisa menggambarkan praktek perusahaan. Hal yang sama juga dinyatakan oleh Frank dan Goyal (2003) bahwa *financing deficit* mempengaruhi penambahan utang dan sekaligus mendukung *pecking order theory*.

Berdasarkan hasil temuan empiris diatas, penelitian ini mencoba menguji *pecking order theory* terhadap perusahaan yang berada dalam tahapan siklus hidup *Growth* dan *Mature* yang didasarkan pada Bulan dan Yan (2009) menemukan bahwa pola pembiayaan *pecking order theory* terfokus pada dua tahapan siklus hidup yaitu *growth* dan *mature*. Focus penelitian terhadap *pecking order theory* juga didasarkan pada temuan Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) mengemukakan bahwa hanya *pecking order theory* secara khusus mampu menjelaskan pilihan pendanaan secara spesifik perusahaan yang berada dalam tahapan siklus hidup.

Pecking order Theory

Menurut Myers (1984) dalam Husnan (1996), *pecking order theory* menyatakan bahwa :

- a. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari operasi perusahaan dalam bentuk laba ditahan).
- b. Apabila dana dari luar (*external financing*) diperlukan maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu: dimulai dengan menerbitkan obligasi kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarateristik opsi (seperti obligasi konversi), baru kemudian apabila masih belum mencukupi akan menerbitkan saham baru.

Siklus Hidup Perusahaan (*Life Cycle Theory*)

Tahap siklus hidup perusahaan menunjukkan adanya perbedaan karakteristik ekonomi perusahaan. Manfaat siklus hidup perusahaan menurut Park dan Chen (2006) sebagai berikut :

- a. Menjelaskan adanya perbedaan nilai ekonomi seperti fungsi produksi dan peluang investasi.
- b. Perbedaan tahap siklus hidup perusahaan diperlukan untuk menciptakan strategi bisnis yang berbeda untuk mencapai keberhasilan dimasa mendatang.
- c. Menggambarkan posisi perusahaan bagaimana memperoleh keuntungan dan

membantu investor mengevaluasi bisnisnya untuk melangkah ketahap berikutnya.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan metode deduksi hipotesis yang tujuannya menguji kembali hipotesis yang diajukan dalam penelitian sebelumnya oleh (Utami dan Inanga, 2012) dan perbedaannya dalam penelitian ini adalah pada klasifikasi siklus hidup dan sampel yang digunakan. Karena menguji hipotesis yang diajukan pada penelitian sebelumnya, penelitian ini berjenis konfirmatori. Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data dapat diperoleh dari *Bloomberg (Financial Update Market*

BNI46). Untuk pemilihan sampel penelitian menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur yang selalu *listed* di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan berlangsung yaitu dimulai dari 2007 hingga 2011.
2. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan lengkap yang meliputi neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan ekuitas dan laporan arus kas.

Untuk mengklasifikasikan perusahaan dalam tahap siklus hidup *growth* dan *mature* dalam penelitian ini mengacu pada *Indicators Of Life Cycles Stages* Fama dan French (2001) dan perhitungan *Quintil* dari Park dan Chen (2006) dengan menggunakan kalsifikasi sebagai berikut:

Tabel 1: Indicators Of Life Cycles Stages

Life Cycle Stages	Life Cycle's Variable Indicator		
	Profitabilitas	Peluang Investasi	Ukuran Perusahaan
<i>Growth</i>	rendah	tinggi	kecil
<i>Mature</i>	tinggi	rendah	besar

Sumber : Dikembangkan dari Fama dan French (2001)

Klasifikasi pengelompokkan perusahaan *growth* dan *mature* diuraikan sebagai berikut :

- a. Perusahaan yang masuk pada tahap *growth* ketika jumlah skor *quintilnya* antara 6-10

- b. Perusahaan yang masuk pada tahap *mature* ketika jumlah skor *quintilnya* antara 11-15

Setiap indicator pada setiap perusahaan akan dihitung nilainya, kemudian diranking sesuai dengan *quintilnya* dan terakhir hasil nilai

pengelompokkan dikalkulasikan. perusahaan. Perhitungan tergambar dalam Klasifikasi perusahaan dalam tahapan tabel 2 sebagai berikut : siklus hidup perusahaan berdasarkan pada akumulasi nilai setiap tahun pada setiap

Tabel 2 : Skor *Quintil* Perusahaan

Quintil Perusahaan	Nilai Indikator	Siklus Hidup Perusahaan		
		Profitabilitas	Peluang Investasi	Ukuran Perusahaan
80% - 100%	5			
60% - 80 %	4			
40% - 60%	3			
20% - 40%	2			
0% - 20%	1			

Sumber : Dikembangkan dari Park dan Chen (2006)

Berdasarkan kriteria sampel, maka tahunnya. Bedasarkan kriteria diatas, pengambilan sampel bersifat data panel jumlah observasi dalam penelitian ini akan *unbalance* artinya subjek memiliki jumlah disajikan dalam tabel 3 sebagai berikut : observasi yang berbeda untuk setiap

Tabel 3 : Proses Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Total Observasi Periode 2007-2011
Perusahaan manufaktur yang <i>listed</i> di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007 (populasi observasi)	157
Perusahaan manufaktur yang selalu <i>listed</i> di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007-2011	122
Jumlah perusahaan manufaktur yang <i>listed</i> di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 (sampel akhir)	105
Jumlah observasi perusahaan manufaktur yang selalu <i>listed</i> di Bursa Efek Indoensia (BEI) tahun 2007-2011	525
Jumlah observasi perusahaan yang berada dalam tahap <i>growth</i> dan <i>mature</i>	457
Jumlah observasi perusahaan dalam tahap <i>growth</i>	284
Jumlah observasi perusahaan dalam tahap <i>mature</i>	173

Sumber: data diolah

Formulasi Model dan Definisi variable

Tabel 4 : Deskripsi Variabel, Arah Hubungan Variabel ,Proksi dan Pengukuran

Definisi Operasional	Variabel	Arah Hubungan Variabel	Proksi
Variabel Terikat (<i>dependent</i>)			

Menggambarkan seberapa besar kapasitas penerbitan Utang Baru Perusahaan	Kapasitas penerbitan utang baru (<i>New Debt Issue</i>)	+	$NDI = \frac{dTA}{TA} - NEI - \frac{dRE}{TA}$ Dimana, <i>NDI</i> : <i>New Debt issue</i> <i>dTA</i> : <i>change in total asset</i> <i>NEI</i> : <i>net equity issue</i> <i>dRE</i> : <i>change in retained earnings</i> <i>TA</i> : <i>total asset</i>
Menggambarkan seberapa besar kapasitas penerbitan ekuitas baru perusahaan	Kapasitas penerbitan ekuitas baru (<i>New Equity Issue</i>)	+	$NEI = \frac{dEq}{TA} - \frac{dRE}{TA}$ Dimana, <i>NEI</i> : <i>Net Equity lissue</i> <i>dEq</i> : <i>change in book equity</i> <i>dRE</i> : <i>change in retained earnings</i> <i>TA</i> : <i>total asset</i>
Menggambarkan laba ditahan baru perusahaan	Kapasitas laba ditahan baru (<i>New Retained Earnings</i>)	+/-	$NRE = \frac{dRE}{TA}$ Dimana, <i>NRE</i> : <i>New Retained earnings</i> <i>dRE</i> : <i>change in retained earnings</i> <i>TA</i> : <i>total asset</i>
Variabel Bebas (<i>Independent</i>)			
Menggambarkan kekurangan kas perusahaan	<i>Financing Deficit</i>	+	$Financing\ Deficit = DIV_t + I_t + \Delta W_t - C_t$ Dimana, DIV_t = pembayaran dividen tunai I_t = pengeluaran modal atau investasi ΔW_t = perubahan modal kerja C_t = arus kas operasi setelah dikurangi pajak dan bunga <i>Financing deficit</i> = kekurangan kas (Frank dan Goyal, 2003)
Menggambarkan kapasitas utang perusahaan	<i>Deficit Squared</i>	+/-	<i>Deficit Squared</i> = (+) jika perusahaan menerbitkan ekuitas terlebih dahulu dan (-) jika perusahaan menerbitkan utang terlebih dahulu.

Sumber : data diolah

Untuk Pengujian Hipotesis menggunakan *pecking order* dan kapasitas utang dengan analisis Augmented sebagai berikut :

$$Net\ Debt\ Issue = a + b1*Deficit + b2 *Deficit^2 + e \quad (5)$$

Dimana,

1. Apabila *Pecking order theory* berlaku maka diharapkan koefisien b1 pada model 1 adalah positif signifikan mendekati 1.
2. Apabila perusahaan memilih memenuhi kekurangan kas dengan menerbitkan utang terlebih dahulu kemudian diikuti dengan menerbitkan ekuitas, maka diharapkan koefisien b2

- pada model 5 adalah negative. Sebaliknya jika perusahaan memilih menerbitkan ekuitas terlebih dahulu kemudian diikuti menerbitkan utang sebagai pilihan terakhir maka diharapkan koefisien b_2 positif.
3. Apabila kedua kelompok perusahaan (*growth* dan *mature*) mengikuti *pecking order theory* dan memilih menggunakan utang terlebih dahulu kemudian menerbitkan ekuitas ketika terjadi kekurangan kas, maka akan dilakukan pengujian untuk melihat manakah dari kedua kelompok tersebut yang cenderung lebih kuat mengikuti *pecking order theory*.
 4. Untuk melihat kecenderungan yang lebih kuat terhadap *Pecking order theory*, prosedur yang ditempuh adalah sebagai berikut :
 - a. Hasil dari model analisis augmented. Perusahaan *growth* dikatakan mengikuti *pecking order* jika koefisien b_1 adalah positif signifikan dan b_2 adalah negative. Artinya, perusahaan mengikuti *pecking order theory* karena memilih menerbitkan utang terlebih dahulu, dan diikuti dengan menerbitkan ekuitas sebagai pilihan pendanaan yang terakhir.
 - b. Signifikansi nilai *standardized coefficients* dari *financing deficit* terhadap *new debt issue* dan *new equity issue*. Jika nilai *standardized coefficients* dari *deficit* terhadap *new equity issue* perusahaan *growth* lebih tinggi berarti perusahaan lebih banyak menerbitkan ekuitas dibanding menerbitkan utang dalam menyelesaikan masalah *deficit*.
 - c. Nilai *adjusted R squared* dan *R squared*. Diharapkan perusahaan *growth* memiliki nilai *R squared* dari *financing deficit* (b_1) terhadap *new debt issue* lebih tinggi yang berarti bahwa perusahaan *growth* lebih banyak menggunakan utang dan *adjusted R squared* *financing deficit* (b_1) dan *financing deficit squared* (b_2) terhadap *new debt issue* memiliki nilai yang lebih tinggi dibandingkan terhadap *new equity issue* berarti perusahaan cenderung menggunakan lebih banyak utang.
 - d. Signifikansi nilai *unstandardized coefficients* dari *financing deficit* terhadap *new debt issue* dan *new equity issue*. Jika nilai dari *financing deficit* terhadap *new debt issue* adalah negative dan nilai B *unstandardized coefficients* dari *financing deficit* adalah positif berarti bahwa jika tidak terjadi kekurangan kas perusahaan maka tidak terjadi penambahan utang baru.

Nilai dari *standardized beta coefficients*. Dimana, *standardized beta coefficients* memberikan sebuah tolak ukur untuk masing-masing variable dalam model. Nilai yang tinggi mengindikasikan bahwa perubahan setiap unit dalam *predictor variable* pada kriteria variable.

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

Klasifikasi Siklus Hidup Perusahaan

Penelitian ini dibatasi pada pengujian *Pecking order theory* pada dua tahapan siklus hidup perusahaan yaitu *growth* dan *mature* pada industry manufaktur di Indonesia. Dalam menentukan siklus hidup perusahaan peneliti mengacu pada Bulan dan Yan (2010) yaitu *growth* dan *mature*. Lebih lanjut, dijelaskan bahwa hasil menunjukkan bahwa *Pecking order theory* hanya tergambar pada dua siklus hidup tersebut dalam hal ini *growth* dan *mature*. Inilah yang kemudian menjadi dasar penelitian.

Untuk mengkalsifikasi siklus hidup perusahaan, peneliti mengacu pada *Indicators of Life Cycle stages* Fama dan French (2001) yang terdiri dari tiga faktor yaitu profitabilitas yang diproksikan dengan Return On Assets (ROA), kemudian peluang investasi yang diproksikan dengan *Market to Book Value*(MTBV), dan yang terakhir ukuran perusahaan yang diproksikan dengan *Natural Logarithm*.

Dari indicator tersebut kemudian peneliti menggunakan perhitungan Skor *Quintil* Perusahaan mengacu pada Park dan Chen (2006) untuk menghitung nilai indicator dari masing-masing variable. Pada pengklasifikasian tidak melihat konsistensi, artinya perusahaan dapat berada pada tahap siklus yang berbeda untuk setiap tahun observasi. Lebih jelasnya berikut tabel jumlah observasi industry manufaktur yang selalu terdaftar di BEI selama lima tahun :

Tabel 5 : Jumlah Perusahaan yang Berada Dalam Tahap *Growth* dan *Mature*

KLASIFIKASI	2011	2010	2009	2008	2007	Total Observasi
<i>GROWTH</i>	56	51	57	58	62	284
<i>MATURE</i>	36	38	35	32	32	173
NONE	13	15	13	15	11	67
Total sampel	105	105	105	105	105	525

Sumber : data diolah

Statistik Deskriptif

Statistic deskriptif bertujuan memberikan gambaran mengenai sifat atau

karakteristik dari data. Data yang disajikan dalam statistic deskriptif terdiri dari beberapa diantaranya adalah Mean,

Median, dan Std dev. Mean merupakan nilai rata-rata dan Median yang berarti nilai tengah yang tidak mudah terpengaruh oleh *outlier*, terutama bila dibandingkan

dengan Mean. Nilai median juga dianggap nilai yang bisa mewakili nilai dari variable yang akan dianalisis. Untuk lebih jelasnya disajikan dalam tabel berikut :

Tabel 6 : Stastistik Deskriptif *cashflow*, *investment* dan *dividen* terhadap total aset
Tabel ini menggambarkan mean dan median dari *cashflow*, *investment* dan *dividen* terhadap total aset selama lima tahun periode 2007-2011.

Ket	Tahun	Mean		Median	
		<i>Growth</i>	<i>Mature</i>	<i>Growth</i>	<i>Mature</i>
<i>Cashflow</i>	2007	0.0258	0.1933	0.0216	0.0815
	2008	0.0607	0.2406	0.0114	0.1062
	2009	0.0905	0.2869	0.0399	0.1233
	2010	0.0888	0.2968	0.0409	0.1286
	2011	0.1808	0.2973	0.0365	0.1234
<i>Invesment</i>	2007	-0.0679	-0.1693	-0.0271	-0.0558
	2008	-0.0770	-0.1244	-0.0295	-0.0523
	2009	-0.0671	-0.1126	-0.0201	-0.0455
	2010	-0.0364	-0.1418	-0.0185	-0.0685
	2011	-0.0151	-0.1429	-0.0274	-0.0635
<i>Dividen</i>	2007	-0.0081	-0.0774	0.0000	-0.0153
	2008	-0.0080	-0.0869	0.0000	-0.0187
	2009	-0.0099	-0.1169	0.0000	-0.0171
	2010	-0.0106	-0.1268	0.0000	-0.0327
	2011	-0.0216	-0.1421	0.0000	-0.0403
<i>Deficit</i>	2007	-0.0902	-0.0184	-0.0506	-0.0055
	2008	-0.0701	-0.0183	-0.0380	-0.0031
	2009	-0.0535	-0.0179	-0.0208	-0.0007
	2010	-0.0433	-0.0097	-0.0224	-0.0073
	2011	-0.0401	-0.0095	-0.0191	-0.0009

Sumber : data diolah

Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa baik pada perusahaan *growth* dan *mature*, meskipun mengalami peningkatan aliran kas masuk tidak kemudian membuat perusahaan meningkatkan investasi. Hal ini tentunya, tergantung pada kondisi dan kebijakan dari masing-masing perusahaan. Meskipun demikian, perusahaan memutuskan untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham, hal ini tidak terlepas dari tujuan

perusahaan yaitu untuk mengutamakan kesejahteraan pemegang saham.

Selain itu, hasil tersebut menunjukkan bahwa pada kelompok perusahaan *growth* mengalami *deficit financing* yang lebih besar dibanding kelompok perusahaan *mature*, hal ini sesuai dengan harapan bahwa kelompok perusahaan yang berada dalam tahap pertumbuhan (*growth firm*) memerlukan banyak tambahan biaya dibanding

perusahaan yang telah mapan (*mature firm*).

Untuk mengetahui seberapa besar kapasitas utang, ekuitas dan laba ditahan baru, maka akan dijelaskan lebih lanjut, dari 457 observasi pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011, diperoleh deksripsi untuk seluruh variable

yang dianalisis meliputi *Net Debt Issue* (NDI), *Net Equity Issue* (NEI), *New Retained earnings* (NRE) sebagai variable dependen dan *Deficit* (kekurangan kas perusahaan). Lebih jelasnya, deskriptif statistic disajikan dalam table 4.9 sebagai berikut :

Tabel 7: Statistik Deskriptif

Tabel ini menyajikan gambaran mengenai hasil Statistic Deskriptif Mean, Median, Std,Dev dan Jumlah Observasi untuk semua variable analisis perusahaan *Growth* dan *Mature* pada industry manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011.

Var	Mean		Median		Standar Deviasi		Jumlah Observasi	
	<i>Growth</i>	<i>Mature</i>	<i>Growth</i>	<i>Mature</i>	<i>Growth</i>	<i>Mature</i>	<i>Growth</i>	<i>Mature</i>
<i>NDI</i>	0.0291	0.0136	0.0264	0.0329	0.4818	0.1708	284	173
<i>NEI</i>	0.0051	0.0238	0.0000	0.0001	0.3487	0.1098	284	173
<i>NRE</i>	0.0539	0.1048	0.0294	0.0825	0.1949	0.1324	284	173
<i>Deficit</i>	-0.2916	-0.0738	-0.1509	-0.0175	0.3622	0.2008	284	173

Sumber : data diolah

Berdasarkan tabel diatas, rata-rata penerbitan utang perusahaan baik untuk perusahaan *growth* dan *mature* jauh berbeda. Pada perusahaan *growth*, rata-rata penerbitan utang adalah sebesar 0.29% sedangkan perusahaan *mature* sebesar 0.14%. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan *growth* lebih banyak menerbitkan utang dibanding perusahaan *mature*. Penerbitan utang pada perusahaan *growth* juga bertujuan untuk mengurangi asimetri informasi yang mungkin terjadi antara pihak manajemen dan pihak investor.

Disisi lain, rata-rata kekurangan kas perusahaan yang besar ditunjukkan oleh perusahaan *growth* sebesar 29.16% sedangkan pada perusahaan *mature* rata-rata kekurangan kas selama lima tahun periode observasi hanya sebesar 0.74%. hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan dalam tahap pertumbuhan cenderung memerlukan tambahan dana eksternal yang besar untuk menutupi masalah kekurangan kas tersebut. kekurangan kas perusahaan yang besar pada perusahaan *growth* dikarenakan kondisi perusahaan yang masih baru diindustry, belum stabil dan dengan tingkat

keuntungan yang cenderung kecil membuat perusahaan mengalami kekurangan dalam masalah *financial*.

Hasil regresi dari ketiga model dan model 5 untuk pengujian hipotesis disajikan dalam tabel berikut :

Analisa Hasil Pengujian Pecking Order Theory dan Hipotesis

Tabel 8 : Hasil Regresi dan Augmented Model Perusahaan Growth

Model		Unstandardized coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Matrix Colleration
		B	Std. Error	Beta			
NDI_G	(Constant)	-0.079	0.017	0.794	-4.488	0.000***	1.000
	FD_G	1.056	0.048		21.966	0.000***	
<i>R-squared</i> = 0.631							
NEI_G	(Constant)	-0.011	0.021	0.119	-0.556	0.578	1.000
	FD_G	-0.114	0.057		-2.011	0.045***	
<i>R-squared</i> = 0.014							
NRE_G	(Constant)	-0.069	0.010	0.510	-6.89	0.000***	1.000
	FD_G	-0.274	0.027		-9.97	0.000***	
<i>R-squared</i> = 0.260							
NDI_G	(Constant)	-0.005	0.013	0.895	-0.420	0.674	1.000
	FD_G	0.306	0.059		5.145	0.000***	
	FDSQR_G	-0.229	0.014		-15.63	0.000***	
<i>R-squared</i> = 0.802				<i>Adj R-squared</i> = 0.801			

Sumber : data diolah

Berdasarkan hasil regresi diatas, dapat disimpulkan bahwa kekurangan kas perusahaan (*deficit financing*) menyebabkan penambahan utang baru (NDI) yang ditunjukkan dengan angka regresi signifikan sebesar 1.056 dengan nilai t-value sebesar 21.97, dimana angka ini lebih besar dibanding perusahaan *mature*.

Sedangkan untuk penerbitan ekuitas baru (NEI) memiliki dampak negatif signifikan dengan koefisien regresi sebesar -0.114 dan t-value sebesar -2.011. Hasil ini mengindikasikan bahwa ketika terjadi peningkatan *deficit financing*, net equity issue (NEI) justru mengalami

penurunan meskipun tetap ada kemungkinan perusahaan menerbitkan ekuitas baru. Hal yang sama juga terjadi pada laba ditahan baru (NRE) yang berhubungan negative signifikan terhadap kekurangan kas yaitu koefisien regresi sebesar -0.274 dengan t-value sebesar -9.97. Hasil ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengalami kekurangan kas tidak kemudian menggunakan laba ditahan baru untuk menutupi masalah *deficit* tersebut, bahkan mungkin tetap membayarkan dividen. Selain itu, hasil laba ditahan yang negative menunjukkan bahwa perusahaan dalam keadaan deficit dan sebaliknya.

Selanjutnya, hasil dari model augmented menunjukkan bahwa koefisien b2 (*Defsquared*) adalah negative signifikan sebesar -0.229. Artinya, perusahaan akan menggunakan utang terlebih dahulu untuk menutupi masalah kekurangan kas kemudian diikuti dengan menerbitkan ekuitas sebagai pilihan terakhir. Selain itu,

hasil pada model 1 (b1) adalah positif signifikan mendekati 1. Hal ini berarti, perusahaan *growth* mengikuti teori urutan pendanaan atau *pecking order theory*.

Hasil pengujian pada perusahaan *mature* dengan menggunakan model yang sama. lebih jelasnya disajikan dalam tabel 9 berikut :

Tabel 9 : Hasil Regresi dan *Augmented Model* Perusahaan *Mature*

Model		Unstandardized coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Matrix Colleration
		B	Std. Error	Beta			
NDI_M	(Constant)	0.005	0.022	0.116	0.266	0.7901	1.000
	FD_M	-0.098	0.064		-1.524	0.1292	
<i>R-squared</i> = 0.013							
NEI_M	(Constant)	0.027	0.014	0.024	1.908	0.058	1.000
	FD_M	0.013	0.042		0.316	0.751	
<i>R-squared</i> = 0.000							
NRE_M	(Constant)	0.092	0.017	0.071	5.283	0.000***	1.000
	FD_M	-0.047	0.050		-0.931	0.353	
<i>R-squared</i> = 0.005							
NDI_M	(Constant)	-0.016	0.035	0.132	-0.480	0.631	1.000
	FD_M	-0.258	0.199		-1.292	0.197	
	FDSQR_M	-0.187	0.220		-0.845	0.399	
<i>R-squared</i> = 0.017 <i>Adj R-squared</i> = 0.005							

Sumber : data diolah

Hasil regresi diatas menunjukkan bahwa pada perusahaan *mature*, kekurangan kas perusahaan berhubungan negative tetapi tidak signifikan terhadap penambahan utang baru (NDI) dan laba ditahan baru (NRE), sedangkan penerbitan ekuitas baru (NEI) adalah positif namun juga tidak signifikan. Hal ini berarti, ketika perusahaan mengalami masalah *deficit financing* tidak berdampak pada penambahan utang maupun ekuitas serta penggunaan laba ditahan baru, karena semua koefisien tidak signifikan.

Selain itu, hasil dari augmented model menunjukkan nilai negative tetapi tidak signifikan. Artinya, ketika terjadi masalah kekuarangan kas kemungkinan perusahaan menggunakan utang tidak dapat diartikan karena tidak signifikan. Begitu juga dengan nilai b1 negatif dan tidak signifikan. Dari hasil dapat disimpulkan bahwa untuk perusahaan *mature* tidak dapat dibenarkan apakah perusahaan mengikuti teori urutan pendanaan atau tidak karena hasil yang tidak signifikan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Hasil pengujian dan pembahasan model regresi dan augmented dari kedua kelompok perusahaan baik untuk *growth* dan *mature* yang selalu *listed* di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011 dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Hasil analisis menunjukkan bahwa pada kelompok perusahaan *growth* mengalami kekurangan kas yang lebih besar dibanding dengan kelompok perusahaan *mature*. Temuan ini ditunjukkan dengan angka *deficit financing* pada perusahaan *growth* adalah sebesar -29,16% sedangkan perusahaan *mature* hanya sebesar -0,74%. Hasil ini sesuai dengan harapan bahwa perusahaan yang memerlukan banyak tambahan biaya adalah kelompok perusahaan yang berada dalam tahap pertumbuhan (*growth firm*).
2. Hasil analisis menunjukkan bahwa kelompok perusahaan yang mengikuti pola *pecking order theory* adalah perusahaan *growth*.
3. Kelompok perusahaan *mature* tidak menunjukkan adanya pola *pecking order theory* yang ditunjukkan dengan koefisien regresi (b_1) model 1 dan (b_1, b_2) model 5 adalah negative dan tidak signifikan.

4. Dengan hasil empiris tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa kelompok perusahaan *growth* cenderung lebih sensitive mengikuti pola pembiayaan *pecking order theory* dibanding kelompok perusahaan *mature*.

Saran

Berdasarkan keterbatasan penelitian yang telah diuraikan sebelumnya, maka saran untuk penelitian terkait dimasa mendatang adalah :

1. Menggunakan sampel yang lebih besar dengan tahun observasi diatas 10 tahun terakhir, sehingga diharapkan mampu menangkap fenomena yang diinginkan.
2. Pengklasifikasian siklus hidup menggunakan berbagai macam tahap, misalnya mengacu pada Dickinson (2011) yang menggunakan lima tahap siklus hidup perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Argawal, Sumit dan Mohtadi, Hamid. 2004. Financial markets and financing choice of firms: Evidence from developing countries. *Global Finance Journal*, Vol. 15, hal.57-70.
- Baskin, J., 1989, "An Empirical Investigation of the Pecking order Hypothesis", *Financial Management*. Vol.18, No.1, Spring: 26-35
- Baker, M. dan J. Wurgler. 2002. "Market Timing and Capital Structure," *Journal of Finance*, 57, pp. 1-32.

- Bradley, M., Jarell, G. A., Kim E. H. 1984. "On The Existence of an Optimal Capital Structure : Theory and Evidence. *Journal of Finance* 39 (3) :857-878.
- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F. 2001. *Managemet Keuangan*. Penerbit Erlangga: Jakarta.
- Bulan, Laani, Subramanian, Narayanandan Tanlu, 2009. "The Firm Life Cycle Theory of Dividend". *Business dan Economics : Cahpter 12 dividends and dividend policy book*.
- Bulan dan Yan, 2010. "The pecking Order of Financing and the Firm's Life Cycle". *Banking and Finance Letters*, pp.1-16.
- Chen, L. H., dan Jiang, G. J. 2001, *The Determinant of Ducth Capital Structure Choice*. Working Paper, September 2001.
- Chirinko, R., Singha, A., 2000. *Testing Static Trade Off against Pecking Order Models of capital Structure: A Critical Comment*. *Journal of Financial Economics* 58, 417-425.
- DeAngelo, H dan Roberts S. dan Anaja R. Singha, 2000. "Optimal capital structure under corporate and personal taxation", *Journal of Finance Economics* 8, pp.3-29.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo 2006. "Dividend policy and the Earned/Contributed capital Mix : A Test of the Life Cycle theory", *Journal of Financial Economics*. No. 81 : 227-254
- Fama, Eugene F dan Kenneth R. French, 2001. "Dissapering Dividends: Changing Firm Characteristic or Lower Propensity to Pay?". *Journal of Finance Economics*. 60. No. 1:3-43
- Fama, Eugene F dan Kenneth R. French, 2000. "The Equity Premium," *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 57(2), pages 637-659, 04.
- Fama, E.F. and K. R. French. 2005. "Financing Decisions: Who Issues Stock?", *Journal of Financial Economics*, 76, pp. 549-582.
- Frank, M.Z. dan V. K. Goyal. 2003, "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 67, pp. 217-248.
- Flannery, M. J. dan K. P. Rangan. 2006. "Partial Adjustment toward Target Capital Structures", *Journal of Financial Economics*.
- Fluck, Z. (1999). *Capital structre decisions in small and large firms: a life cycle theory of financing*. NYU Workin Paper No. FIN-99-069.
- Faisal. 2000. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*, Unpublished. Universitas Gadjah Mada.
- Ghosh, A., Cai, F., dan Li, W. 2000. *The Determinants of Capital Structure*. *American Business Review*, Vol. 18, No. 2, June: 39.
- Hutchinson, P., Hall, G., dan Michaelas, N. 1998. *The Determinants of Capital Structure For Micro, Small, and Medium-Sized Enterprises*.
- Harris, M. dan Raviv, A. 1991. *The Theory of Capital Structure*. *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, Maret: 297-355.

- Husnan, Suad. 1996. Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang. BPFE-Yogyakarta.Yogyakarta.
- Harjanti.T dan Tandelilin. E. 2007. Pengaruh Firm Size, Tangible Assets, Growth Opportunity, Profitability dan Business Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia : Studi kasus di Bursa Efek Jakarta. Jurnal Ekonomi dan Bisnis.Vol.1, No.1
- Helwege, Jean dan Liang, Nellie. 1996. Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms.Journal of Financial Economics, Vol. 40, hal.429-458.
- Halov N.,F. Heider, 2005."Capital Structure, asymmetric information and risk" EFA 2004 Maastricht,pp. 1-56.
- Hassa Nurrohim, 2008. Pengaruh Profitabilitas, Fixed Aset Ratio, Kontrol Kepemilikan, dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. SINERGI, Vol.10. No.1. Januari. 2008: 11-11.
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling, 1976, Theory of the Firm:nManagerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal ofFinancial Economics, 3/4, 305 – 360.
- Keown J., Arthur, David F. Scott Jr., John D. Martin, William Petty, 2000. "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan" (terjemahan Chaerul Djakman dan Dwi Sulistyorini), Salemba Empat, Jakarta.
- Leary, Mark T. dan Michael R.Roberts, 2005. "The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymetric", Working paper.
- Myers, Stewart C. 1984. The Capital Structure Puzzle. Journal of Finance 39, 575-592.
- Myers, Stewart C. 2001. Capital Structure. Journal of Economic Perspectives.vol 15, 81-102.
- Modigliani, Franco, and Miller, Merton H., 1958, The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment, the American Economic Review, 48/3,261 – 297.
- Megginson, William L., 1997, Corporate Finance Theory, Massachusetts: Addison Wesley.
- Margaretha, Farah. 2004. Manajemen Keuangan Investasi dan Sumber dana jangka Panjang. Jakarta: Grasindo
- Margasari, Naning. 2002. Pengaruh Unlevered Beta, Diversifikasi, Firm Growth, Rasio Aktiva Tetap dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, Unpublished. Universitas Gadjah Mada.
- Ooi, J. 1999.The Determinants of Capital Structure Evidence on UK Property Companies.Journalof Property Investment & Finance, Vol. 17, No.5: 464.
- Park, Yonpae dan Kung H. Chen .2006."The Effect of Accounting Conservatism and Life Cycle Stages on Firm Valuation.Journal of Applied Business Research-Third Quarter. Vol.22.No.3
- Rajan, R. and L. Zingales, 1995. "Is There an Optimal Capital Structure? Some Evidence from International Data.", Journal of Finance,vol 50, pp 1421-1460

- Riyanto Bambang, 2001. "Dasar-dasar Pembelian Perusahaan", Edisi Keempat, BPFE-UGM, Yogyakarta.
- Shyam-Sunder, Lakshmi, and Stewart C. Myers, 1999, Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 51/2, 219 – 244.
- Sulistianingsih, H., 2001. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Pemilihan Sumber Pendanaan. Unpublished. Universitas Gadjah Mada.
- Susiaty, S. I. 1998. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Industri Manufaktur di Indonesia. Unpublished. Universitas Gadjah Mada.
- Saktiani, A. K. 2006, Pengaruh Karakteristik Aktiva, Ukuran, Pertumbuhan, Profitabilitas, Financial Constraint, dan Struktur Kepemilikan Terhadap Debt Policy Perusahaan. Unpublished. STIE YKPN.
- Shao, L. P., Hasan, I., dan Shao, A. T. 1995. Determinants of International Capital Structure For U.S. Foreign Subsidiaries. *Multinational Business Review*, Vol. 3, No. 2: 67.
- Siaw Peng Wan, 1999, Corporate Finance: Capital Structure Decision, Working paper, University of Illinois at Urbana-Champaign, 1 – 28.
- Titman, Sheridan dan Wessel, Roberto. 1998. The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, Vol. 43. Hal. 1-19.
- Utami, Siti Rahmi dan Inanga, Eno. L. 2012. "The Realtionship Between capital Structure and The Life Cycle of Firms in The Manufacturing Sector of Indonesia". *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887. Issue 88.
- Vidal J. S. and Ugedo J. F. M. 2005. "Financing Preferences of Spanish Firms : Evidence on The Pecking Order Theory", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25, pp. 341-355.wq