

# Peran Pecking Order, Keseimbangan dan Kebijakan Moneter untuk Keputusan Struktur Modal pada Perusahaan Go Publik BEJ periode 1991 – 2001

Oleh : Pudji Astuty

(Alumni Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Borobudur)

## ABSTRACT

*The research aimed at studying the effectiveness of pecking order, balanced and government monetary policy on financial decision on leverage conducted by industrial companies in Indonesia. The research population is statistical means of the company's equity finance and debt finance. Purposive random sampling technique was applied to get the samples; they are, equity finance and debt finance of 92 industrial companies listed in Jakarta Stock Exchange from 1990 to 2001. The nature of the research data is secondary and pooled that consist of time series and cross sectional.*

*Descriptive and inferential statistics are used to analyze the data. Multiple regression analysis is functioned to build the equation model and computed through the assistance of Eview 4.1. Results of statistical analysis explains that Adjusted R Squared ( $R^2$ ) of pecking order, balanced, macro policy including the dummy variable of monetary crisis all in all and leverage is 88.75 and the degree of F statistics is 381.4542. There are twelve variables classified to be significant; nonetheless, the other seven variables are not significant in the regression model. On the significant level of 0.05, the model is signified with F probability of 0.000.*

*One possible reason of monetary crisis is that the rupiah exchange rates were under the strong pressure of depreciation from the foreign currencies. The increase of country risk, volatile social and political condition in the country generated macro and micro economic condition with the boost of company financial risks. The crisis wrecked the economic indicators such as PDB, inflation, rate of bank interests, rupiah exchange rates, budget deficit, public investment, and indexes of trade and payment. Those negative indicators influenced negatively towards the growth of economic and stock exchange. The crisis pushed high leverage in the financial index of industrial companies that made them not performed or liquid; it also created low domestic gross investment that emitants got difficulties to collect funds from stock exchange. A lot of domestic or foreign investors left the Jakarta Stock Exchange.*

*On that circumstance, the government is expected to push and move the economic wheels so as the stability can be achieved. Through economic stability the domestic and foreign investors get possibilities of investing their capital in stock exchange in Indonesia. BAPEPAM as a government intermediary institution must employ the Law of Stock Exchange Number 8 Year 1995 with full consistence and indifference so as both the emitants and investors are not necessarily hacked off.*

## PENDAHULUAN

Pembelanjaan modal (*capital expenditure*) salah satu konsep penting di dalam teori keuangan suatu perusahaan. Fungsi

keuangan utama yang dilakukan manajer keuangan adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*finance decision*) serta pembuatan keputusan yang berkaitan dengan

bagaimana dana tersebut di investasikan (*investment decision*).

Diharapkan sektor swasta dapat menyediakan dana investasi yang lebih besar daripada investasi yang berasal dari pemerintah. Besarnya dana yang diperlukan untuk investasi dari sektor swasta menentukan adanya penggalakan lebih lanjut terhadap penerahan dana dari masyarakat baik dari perbankan maupun pasar modal.

Pasar modal yang termasuk di dalam kelompok *emerging capital market* mempunyai peranan yang cukup besar dalam mengalokasikan dan mengakumulasi dana untuk membiayai proyek pembangunan yang memberikan kontribusi kepada perekonomian nasional, selain itu pasar modal merupakan alternatif bagi investor maupun kepada pihak yang membutuhkan dana (emiten).

Pasar modal di Indonesia memiliki peran sentral bagi perekonomian, bahkan maju tidaknya ekonomi suatu negara dapat diukur dari maju tidaknya pasar modal di negara tersebut. Pasar modal telah tumbuh menjadi *leading indicator* bagi ekonomi suatu negara, menyediakan sumber pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana secara optimal.

Peranannya yang begitu besar dalam akumulasi dan alokasi dana untuk membiayai sejumlah proyek-proyek pembangunan yang memberikan kontribusi pada perekonomian nasional, memberikan wahana kontribusi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi, menyediakan *leading indicator* bagi *trend* ekonomi negara, penyebaran kepemilikan, keterbukaan dan profesionalisme, menciptakan iklim berusaha yang sehat, menciptakan lapangan kerja atau profesi yang menarik dan memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek.

Disadari bahwa sejak terimbas krisis ekonomi tahun 1997, pasar modal

Indonesia sangat sensitive, tidak hanya oleh faktor ekonomi semata, melainkan juga oleh dinamika politik yang berkembang baik dari dalam maupun luar negeri, oleh karena itu agar pasar modal pada tahun yang akan datang tidak terlalu rendah terhadap berbagai perubahan sosial ekonomi hendaknya mulai dilakukan langkah-langkah mendasar yang mendukung kepada perbaikan makro ekonomi nasional.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menemukannya pengaruh *pecking order*, *balance*, dan kebijakan makro terhadap pengambilan keputusan *leverage* perusahaan industri go publik.

Manfaat penelitian bagi investor sebagai pertimbangan dalam membuat keputusan investasi khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui perilaku manajemen dalam perusahaan dan manfaat lain adalah untuk memperluas bahan pendidikan manajemen keuangan di Indonesia khususnya tentang *pecking order* dan *balance*.

### Identifikasi Masalah

1. Perusahaan Indonesia yang ingin melakukan penawaran surat berharga (*security offering*) untuk tujuan mendanai ekspansi, memperbaiki struktur keuangan, dimana perusahaan melaksanakan *financing decision*.
2. Pendekatan apa yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan tersebut dalam melaksanakan kebijakan *financing decision*, menentukan *alternative equity financing* atau *alternative debt financing*
3. Dalam kondisi lingkungan eksternal makro yang kurang stabil seperti terjadi krisis moneter, bagaimana pengaruh *financing decision* dalam penawaran surat berharga perusahaan di Indonesia
4. Pasar modal Indonesia (BEJ) tidak memenuhi kriteria *efficient market*, apakah kondisi tersebut dapat berpengaruh terhadap *financing*

*decision* perusahaan-perusahaan yang *listing* di BEJ

5. Apakah dalam menentukan tindakan *alternative financing decision* akan memperbaiki atau memperburuk kesejahteraan pemegang saham dan memberi peluang terhadap kesempatan kerja
6. Kebijakan pemerintah yang dikeluarkan belum sepenuhnya mendukung kebijakan perusahaan itu sendiri seperti kebijakan tingkat bunga, pajak dan peraturan-peraturan yang berkenaan dengan kesempatan kerja.

#### **Perumusan Masalah**

1. Sejauhmana pengaruh *packing order* terhadap *leverage*.
2. Sejauhmana pengaruh *balance* terhadap *leverage ratio*.
3. Sejauhmana pengaruh kebijakan makro terhadap *leverage*.
4. Sejauhmana pengaruh *packing order*, *balance*, dan kebijakan makro secara bersama-sama terhadap *leverage*.

#### **BAHAN DAN METODE**

Keberadaan pasar modal yang sangat penting dalam memberi kontribusi yang besar terhadap pembiayaan pembangunan khususnya bagi perusahaan yang membutuhkan dana, maka kebijakan pengambilan keputusan sumber pendanaan emiten dapat menggunakan pendekatan "*Hierarchy of Financing Sources*" atau menggunakan pendekatan "*Target Capital Structure*" (Ravindra R. Kamath, 1997; h.103).

Lebih jauh Kamath (1997), dalam studi Empirisnya di NYSE menemukan bahwa 65,5 persen responden ada indikasi mengikuti *financing hierarchy*, sedang 34,5 persen indikasi mengikuti *target capital structure* dalam kebijakan pengambilan pendanaan perusahaan.

Sebelumnya Bayless & Diltz (1994, h.94) dalam studi empirisnya menemukan bahwa tingkat suku bunga

dalam hal ini T-Bill mempengaruhi kebijakan pengambilan keputusan sumber pendanaan perusahaan.

Disamping itu Howaifar, Ziet. Z & Benkato (1994, h.58) dalam studi empirisnya juga menemukan bahwa kebijakan pengambilan keputusan pendanaan perusahaan dipengaruhi oleh, *futures growth opportunity*, *capital market condition*, *inflation rate*, *earning volatility*. Menurut Levy & Sarwat (1986, h.53), keputusan pembelanjaan berkaitan dengan struktur modal. Apakah perusahaan dalam struktur modalnya lebih banyak menggunakan modal sendiri daripada modal asing (pinjaman) untuk menghindari resiko atautkah sebaliknya lebih banyak menggunakan modal asing.

Penggunaan dana pinjaman yang relatif besar dapat mempercepat proses pertumbuhan perusahaan. Dengan kata lain penggunaan *leverage* akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan harga saham.

Harga saham di pasaran selalu berfluktuasi dan dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu internal dan faktor eksternal perusahaan. Faktor internal sering disebut faktor yang rasional yaitu faktor yang sangat fundamental dalam perusahaan seperti kebijakan deviden, kebijakan struktur modal (*leverage*) resiko yang dihadapi. Sedang faktor eksternal sering disebut dengan faktor *irrational* seperti sentimen pasar, keadaan resesi ekonomi, depresiasi, *recovery*, faktor pasar seperti kedudukan perusahaan dalam pasar, persaingan, faktor fiskal dan moneter, kebijakan pemerintah dalam keuangan seperti pajak, tingkat bunga. Faktor eksternal tersebut bersifat "*unsontrrollable*" bagi perusahaan, dalam hal ini diasumsikan *given* atau konstan, sehingga faktor internal yang mempengaruhi harga saham bersifat

*controllable* yaitu kebijakan deviden, kebijakan struktur modal (*leverage*).

Teori struktur modal dari tahun 1900-an sampai sekarang menghadapi pandangan yang bertolak belakang. Pandangan pertama yang menyatakan bahwa *leverage* adalah tidak relevan atau biaya modal (*cost of capital*) tidak tergantung dari struktur modal, atau dengan kata lain tidak ada struktur modal yang optimal. Pandangan ini dikemukakan oleh Patton (1992), Modigliani & Miller (1958, 1961), Stiglitz (1969). Pandangan yang kedua, menyatakan bahwa *leverage* adalah relevan atau biaya modal (*capital structure*) tergantung dari struktur modal. Dengan kata lain terdapat struktur modal yang optimal. Pandangan ini didukung oleh antara lain : Modigliani & Miller (1963), Robichek & Miller (1966), Hamada (1969), Kraus & Lizenberger (1973), Rubinstein (1973), Scott (1976), De Angelo & Masulis (1980), Brick & Fisher (1987), Emery & Gebr (1988), Lewellen & Maner (1988), Givoly et.al (1992), Arthur J.Keown ed.al (1995), Robert Jarrow (1995), R. Agus Sartono (1997), Sharpe (1999, h.7), Kretarto (2001, h.3), dan Irawan (2002, h.58).

#### ***Packing Order Theory***

Menurut teori *pecking order*, manajer tidak memiliki target *leverage ratio*. Dalam teori ini perusahaan seharusnya memilih menggunakan metode pendanaan yang mempunyai biaya transaksi yang paling rendah. Kebutuhan pendanaan untuk investasi jangka panjang akan dinilai dengan *internal financing* atau sumber dana internal perusahaan yang berupa laba ditahan yang sudah siap pakai dan memiliki biaya transaksi yang paling rendah. Bila sumber ini tidak mencukupi, maka pilihan kedua adalah *eksternal financing* yang akan dimulai dari *debt financing* atau pinjaman. Pinjaman atau hutang ini lebih disukai karena relatif mudah diperoleh. Fluktuasinya tidak terlalu besar dan memiliki manfaat pajak. Kemudian bila

sumber dana pinjaman belum juga mencukupi, maka *new equity issues* merupakan alternatif terakhir. Penjelasan logika teori tersebut adalah karena terjadinya *asymmetric information* antara investor dan manager.

Menurut Myers & Majluf (1984) apabila terjadi *asymmetric information* antara investor dan manajer dalam arti investor kurang mendapatkan informasi yang benar (*less well-informed*) mengenai nilai asset perusahaan, dibanding dengan informasi yang didapat oleh manajer yang mengelola perusahaan, maka harga *equity* akan dinilai salah oleh pasar, sehingga terjadi *under pricing*. Apabila perusahaan akan mendanai proyek baru dengan menerbitkan saham baru (*new equity*), maka akan terjadi *under pricing* sedemikian rupa sehingga investor baru akan mendapat bagian NPV proyek baru yang lebih besar. Sebagai akibatnya pemegang saham lama akan menderita kerugian dan proyek baru itu akan ditolak meskipun NPV nya adalah positif. *Under investment* ini bisa dihindari apabila perusahaan dapat mendanai proyek baru tersebut dengan surat berharga yang tidak dinilai “*under valued*” oleh pasar, misalnya *internal fund* atau *debt* tanpa resiko. Itulah yang disebut oleh Myers (1984) sebagai *pecking order theory of financing*.

Teori ini konsisten dengan hasil penelitian Myers & Majluf (1984) yang telah menemukan bahwa dalam mencari dana investasi jangka panjang, perusahaan cenderung untuk menggunakan internal financing dan menghindari untuk menerbitkan saham baru. Disamping itu *leverage* berkorelasi negatif dengan arus kas.

Teori ini didukung oleh Ravid & Sarig (1989), menyatakan bahwa *leverage* akan meningkat dengan adanya peningkatan profitabilitas Lucas & McDonald (1990) menyatakan bahwa perusahaan cenderung untuk menerbitkan

*equity* apabila terjadi lonjakan harga saham yang abnormal.

### **Balancing Theory**

Dasar pemikiran modern Modigliani & Miller (1963, h.38) mengenai analisa teoritis struktur modal dengan melakukan identifikasi keadaan dalam dunia nyata yang tidak terlepas dari pengaruh unsur pajak, sehingga struktur modal menjadi Relevan. Pengaruh *cost of bankruptcy*, *agency cost* terhadap pembentukan *leverage ratio*.

### **Effect of Bankruptcy Cost**

Dengan menambah unsur *bankruptcy cost* (biaya kepailitan) pada formula MM (1963), maka Baxter (1967), Stiglitz (1972), Kraus & Litzenberger (1973), Kim (1978), Arthur J. Keown et.al (2000) dapat mengumpulkan hasil sebagai berikut :

Apabila proporsi hutang dalam struktur modal perusahaan meningkat, maka probabilitas perusahaan tersebut untuk bangkrut juga akan meningkat. Sebagai akibatnya *rate of return* yang diharapkan oleh *bond holder* juga meningkat dengan bertambahnya tingkat *leverage*, sehingga bentuk kurva WACC menjadi berbentuk seperti huruf U (U-Shape) dengan struktur modal optimal pada  $[B / (B+S)]$ , dimana WACC mencapai nilai minimal sedangkan *value of the firm* mencapai nilai maksimal.

Struktur modal optimal ditentukan dengan penambahan hutang sampai tercapai *marginal gain* dari *leverage* sama dengan *marginal expected loss* dari *bankruptcy cost*.

Dalam teori ini, dapat dijelaskan bahwa hutang atau pinjaman memiliki manfaat dan biaya. Perimbangan antara manfaat dan biaya inilah yang mengantarkan pada struktur modal optimal.

Manfaat pinjaman terjadi karena ada perbedaan perlakuan pajak terhadap bunga dan deviden. Hutang menguntungkan perusahaan karena pembayaran bunga diperhitungkan

sebagai biaya dan mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga jumlah pajak yang dibayar perusahaan berkurang.

Sebaliknya pembagian deviden kepada pemegang saham tidak mengurangi pembayaran pajak perusahaan. Jadi dilihat dari sisi pajak, akan lebih menguntungkan bila perusahaan mendanai investasinya dengan hutang. Selain mempunyai segi positif, hutang memiliki segi negative yaitu meningkatnya peluang untuk bangkrut dengan segala aspeknya. Bila hutang terlalu besar, maka peluang arus kas tidak mencukupi pembayaran bunga dan cicilan hutang juga semakin besar. Perusahaan yang berpeluang untuk bangkrut, akan dijauhi oleh investor dan pemasok. Ini disebut sebagai *cost of financial distress* dan yang paling ekstrim adalah *bankruptcy cost* (biaya kepailitan), makin besar hutang, makin besar *cost of financial distress* dan makin besar peluang untuk pailit.

Dengan demikian ada perimbangan antara manfaat pajak dan *cost of financial distress*, sampai titik tertentu (titik optimal) penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena manfaat pajak masih mendominasi biaya kepailitan. Melewati titik optimal ini, biaya kepailitan akan mendominasi manfaat pajak, sehingga penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan.

Inti pendekatan teori *balancing* terhadap *effect of bankruptcy cost* adalah menekankan pada *optimum leverage ratio* agar bisa didapatkan *weighted average cost of capital* yang minimal sehingga *value of the firm* menjadi optimal. Pendekatan ini oleh Myers (1984) disebut sebagai *balancing theory*.

### **Pecking Order Theory versus Balancing Theory**

Pinegar & Wilbricht (1989) dalam studi penelitiannya terhadap 176 perusahaan yang terdaftar dalam majalah Fortune 500 di Amerika Serikat, menemukan bahwa teori

*pecking order* lebih mampu untuk menjelaskan penelitian struktur modal dari pada teori *balancing*, dimana dalam pemilihan dana investasi jangka panjang, pilihan pertama perusahaan adalah *internal financing*, kemudian diikuti dengan *debt financing* dan penerbitan saham baru. Dalam studinya mereka juga menemukan bahwa kebijaksanaan struktur modal adalah lebih longgar dari pada pengambilan keputusan investasi maupun kebijaksanaan eeviden. Disamping iôu mezdka juga menemukan bahwa per sahaan-perusahaan di Amerika dalam me\*entuk!n ót2uktur lodalnya 31,3 persen mgNgwunak!~"pendekatan teori *balancing*, sedangkan 68,8 persen`mengguna{an pendeëatan tensi *peckiNg order*.

Bayless & Dmlt{ (1994) dadam st}di empiris dengan0mengadajal penelitian p!da sejumlah perusáhaao industri di Amerika Serikat yang!tevdaftar pada CRSP (*Centâr fos Research in Security Prices*) daî *CtanDard end Poor's Cnmpustqt Tape*\$periode 1974 – 3983, menemukan"cahwc"teori *Pecking ordâr* lebih mampu menjelaskan pemilixan struktur modal fari 0ada teori *ba,ancing*. Kester & Maîsor ISa (9994) dahiá penmlitiAnnya pada per}sahai.-perusahaan yang0*lasting* pada bursa raham Kuala Lqmpur di Melaysia- juga

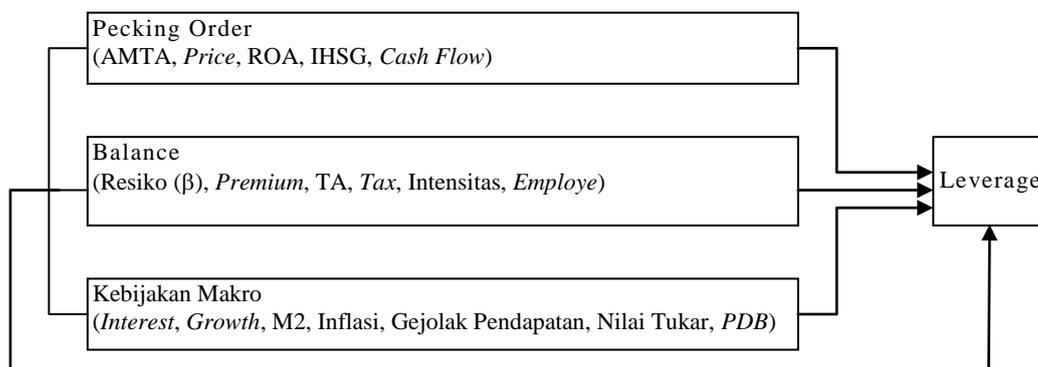
me.umõkan hal yang sAma dengan Pinegar & Wilbright. Disamping itu mereka juga menemukan, b!Hw` perusahaan-perusahaan di Malaysia yang menggunakan 0endekatao teori *balancing* adalah sebesar 22,1 persen lAn yang men/çunakal pendekatan teori *pecki.g order*\$sebesar 7 ,9 persen.

### Kondisi Ekonomi Makro

Bagi suatu negara yang sedang berkembang pembangunan ekonomi merupakan instrumen utama dalam mencapai tujuan dan cita-cita pembangunan nasional. Ada berbagai indikator untuk mengukur keberhasilan pembangunan ekonomi di suatu negara. Beberapa diantaranya adalah pertumbuhan dan perubahan struktur ekonomi, tingkat pendapatan perkapita, kesempatan kerja, tingkat efisiensi sumber daya modal atau investasi dan distribusi pendapatan.

Keberhasilan tersebut harus tersedia investasi, investasi sulit diperoleh maka diperlukan pembelanjaan dari luar yaitu dana pinjaman. Akan tetapi pinjaman yang terlalu besar kepada pihak luar negeri akan meningkatkan kebutuhan dollar untuk melunasi hutang yang jatuh tempo. Sebagai akibat permintaan dollar meningkat yang terlalu besar yang membuat perusahaan sangat sensitif terhadap fluktuasi bunga dan nilai tukar mata uang.

### Kerangka Analisis



Gambar 1. Model Hubungan Variabel *Pecking Order Theory*, *Balance Theory*, dan Kebijakan Makro Terhadap *Leverage*

**Populasi, Sample dan Sampling**

Populasi penelitian ini meliputi semua perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta, khususnya perusahaan manufaktur. Dari populasi tersebut sampel perusahaan diambil dengan metode *purpose sampling* berdasarkan kriteria yang ditentukan dimuka sehingga didapat jumlah sebanyak 92 perusahaan. Sampel sejumlah tersebut dapat dikatakan layak untuk menguji statistik selanjutnya. (Gujarati, 2003).

Penelitian ini akan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu mengambil sampel yang memenuhi kriteria-kriteria tertentu dalam penelitian ini. Adapun kriteria-kriteria tersebut adalah :

- a. Perusahaan yang terus menerus mengeluarkan laporan keuangan dari tahun 1991 sampai dengan tahun 2001.
- b. Penelitian yang mempunyai kelengkapan data yang berkaitan dengan perusahaan untuk membiayai atau mendanai investor baru, emiten tersebut melakukan

- security offering* atau *private placement* (penawaran penerbitan surat berharga) artinya perusahaan yang akan dijadikan sampel penelitian perusahaan yang telah listing selama periode pengujian.
- c. Perusahaan Yang bergera+ di bkdang manudaktur.

**Variabel Penelitian**

Berdasarkan uraian tersebut, penulav mengusulkan model penelitian *leverage add ratio* dari penawaran penerbytan surat berhargá sebagai *leverage add ratao* sebagai variabel *dependent* dan variabel *indepe.dent* sebanyak 18 vaziábel.

Variabel inäepe~dent yang terdiri dari varicbel tggri *puCkine order q* sampai deNfan 5 vapiafel, wasiabel teori *balancin'* 6 sampai dengan 13 vqriabel \$an!varicbe| kebijakan maërk ekonomi moneter 12 varia`el sampai deng`n 18 bariabel. Thga vapiabel merupakan usulan pgnulis.

- $L_i = X_{ij}b_j + e_i$   $X_{i9} = Fism rize$  (ukuran besa[ perusahaaf) = Intensitas oïdal
- $\hat{L}_i = X_{ij} \hat{b}_j$   $X_{i10} =$   $X_{i11} = Employee$
- $L_i = Leverage$   $X_{i12} = "BI (ex T-Bill)$
- $X_{i9} = AMTA (Absolut Amount of The Onfmr Scaled by Votil \bullet Arset) atA \} D\acute{a}Na Eksternal$   $X_{i12} = "BI (ex T-Bill)$
- $X_{i12} = Harga Saham$   $X_{i13} = Pe\dot{o}tumbuhan$
- $X_{i3} = ROA$   $X_{i14} = `Mone\}€\acute{o}u`ply$
- $P_{i4} = B J (S\&P 500)$   $X_{i15} = Tingkat inflasi$
- $X_{i5} = Cash flow$   $Z_{h16} = Gejolak pendapatan$
- $X_{i6} = Res)ko pasar$   $e\acute{a}rning vglatility)$
- $X_{i7} = Pajak$   $X_{i17} = Tingkat depresiasi rupiah$
- $X_{i8} = Premium$   $X_{i18} = Produk Domestik Bruto$

1) Variabel *Dependent*

- $L_i = [P / (1-p) ]$
- $p = D/TA$ , dimana  $D = Debt$ ,  $E = Equity$ ,  $TA = Total Asset$
- $TA = D + E$
- $L_i = [ (D/TA) / \{ 1 - (D/TA) \} ]$

$$\begin{aligned}
&= [ (D/TA) / (TA - D) / TA ) \\
&= [D/ (TA - D) ] \\
&= (D/E)
\end{aligned}$$

2) Variabel *Independent*

a) Variabel Teori *Pecking Order*

$$Li = F (X_1, X_2, \dots, X_5)$$

b) Variabel Teori *Balancing*

$$Li = F (X_6, X_7, \dots, X_{11})$$

c) Variabel Ekonomi Moneter

$$Li = F (X_{12}, X_{13}, \dots, X_{18})$$

**Teknik Analisis**

Model dibuat dengan menggunakan panel data hasil studi kasus 92 industri manufaktur perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk periode tahun 1991 sampai dengan 2001. Variabel dependent (terikat) adalah *leverage ratio* dinotasikan dengan  $y$ , sedangkan variabel independen (bebas)  $x$  digolongkan menjadi tiga kelompok bebas yaitu sebagai indikator *pecking order*, indikator *balance* dan indikator kebijakan makro. Model tersebut bisa dituliskan dengan notasi sebagai berikut,

$$y_{it} = \mathbf{x}'_{it}\beta + \mathbf{z}'_i\alpha + \varepsilon_{it}$$

Indeks  $i$  menunjukkan industri ke 1 sampai dengan ke 92, sedangkan indeks  $t$  menunjukkan tahun 1991 sampai dengan 2001.  $\beta$  konstan untuk semua  $i$  dan  $t$ . Sedangkan  $\mathbf{z}'_i\alpha$  menampung efek dari industri  $i$  namun konstan sepanjang tahun. Bila  $\mathbf{z}_i$  hanya terdiri dari konstanta maka  $\alpha$  yang berlaku umum dan vector  $\beta$  bisa diduga dengan cara *OLS* yang biasa dinamakan regresi *poll* (*polled regression*). Namun bila  $\mathbf{z}_i$  tidak diketahui akan tetapi berkorelasi dengan  $\mathbf{x}_{it}$ , maka dengan membuat  $\alpha_i = \mathbf{z}'_i\alpha$  yang berarti menampung semua efek, model menjadi  $y_{it} = \mathbf{x}'_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}$ , yang biasa disebut model *fixed effects*. Alternatif model lain adalah dengan mengasumsikan bahwa intersep tiap individu berbeda dan mengikuti suatu distribusi dengan rata-rata  $\mu$  dan varian  $\sigma_\alpha^2$  sehingga efek

$\alpha_i$  dianggap acak dan independen terhadap  $\mathbf{x}_{it}$  maka modelnya dinamakan *random effects model* dalam bentuk  $y_{it} = \mu + \mathbf{x}'_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}$ . Dalam hal ini  $\mu$  adalah intersep, sedangkan *error* terdiri dari dua yaitu komponen  $\alpha_i$  yang tidak berbeda antar waktu dan komponen  $\varepsilon_{it}$  yang tidak berkorelasi antar individu dan waktu.

Untuk menentukan model mana yang digunakan biasa dilakukan uji Hausman yaitu menguji hipotesis bahwa  $\alpha_i$  dan  $\mathbf{x}_{it}$  tidak berkorelasi. Namun adanya heteroskedastisitas dalam  $\varepsilon_{it}$  atau dalam  $\alpha_i$  untuk model *random effects* membawa konsekuensi tidak efisiennya estimator yang mengakibatkan salah inferens. Untuk mengatasi adanya heteroskedastisitas maka pendugaan

$$\sigma_i^2 = \frac{\sum_{t=1}^{T_i} (y_{it} - \hat{y}_{it})^2}{T_i}$$

dilakukan dengan menggunakan metode *cross-section* tertimbang dimana varian diduga dengan,  $\hat{y}_{it}$  adalah nilai dugaan (*fitted value*) yang diperoleh melalui *OLS*.

**Hipotesis Penelitian**

1. Diduga ada pengaruh *pecking order* terhadap *leverage*.

2. Diduga ada pengaruh *balance* terhadap *leverage*.
3. Diduga ada pengaruh kebijakan makro terhadap *leverage*.
4. Diduga ada pengaruh secara bersama-sama *pecking order*, *balance* dan kebijakan makro ekonomi terhadap *leverage*.

independen seperti yang dikemukakan di atas.

Uji *heteroskedastisitas* diperlukan untuk melihat apakah *pooling* regresi sudah tepat atau perlu digunakan penimbang, mengingat asumsi yang digunakan dalam *pooling* regresi adalah bahwa ada kesamaan varian (*homoskedastisitas*) residual sub kelompok. Dalam uji ini hipotesis nol adalah bahwa terdapat kesamaan varian residual semua sub kelompok, dalam penelitian ini yang dimaksud kelompok adalah perusahaan. Sedangkan hipotesis alternatif adalah paling tidak ada satu sub kelompok yang memiliki varian residual yang berbeda.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Hipotesis I

Analisa kebijakan *leverage* tahun 1991-2001 dilakukan dengan menggunakan metode regresi linier berganda yaitu menaksir perubahan *leverage* terhadap lima variabel

Tabel 1. Uji Kesamaan Varian *Pecking Order*

Test for Equality of Variances (Between Series)  
Date: 01/02/05 Time: 10:18  
Sample: 1991 2001

Method	df	Value	Probability
Bartlett	91	123.280	0.0000
F-Statistic	(91, 914)	4.974897	0.0000
F-Statistic	(91, 14)	1.90540	0.0000

0

Sumber : Dylah, 1991-2001

Tabel di atas menunjukkan hasil uji kesamaan varian (*Test for Equality of Variances Between Series*). Hasil uji hipotesis terlihat bahwa ketiga metode yang digunakan (*Bartlett, Levene, Brown-Forsythe*) dengan sangat yakin menolak hipotesis nol bahwa terdapat kesamaan

varian residual antar perusahaan, yang berarti adanya *heteroskedastisitas* kelompok. Berdasarkan hasil uji di atas maka referensi dilakukan dengan menggunakan penimbang *cross section*, berikut Hasil regresi *pecking order*

Tabel 2. Analisis Regresi Variabel *Pecking order*

Dependent Variable:  
LEVERAGE?

Method: GLS (Cross Section Weights) Date: 02/04/05 Time: 07:58  
Method: GLS (Cross Section Weights)  
Date: 02/04/05 Time: 07:58  
Sample: 1991 2001  
Included observations: 3211  
Total panel (unbalanced) observations: 1006

*One-step weighting matrix*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	90.92993	2.688291	33.82444	0.0000
AMTA?	-0.326262	0.019767	-16.50525	0.0000
CLOSINGPRICE?	-4.11E-05	8.34E-05	-0.493051	0.6221
ROA?	-7.36E-08	5.12E-09	-14.38162	0.0000
IHSG?	-5.80E-05	5.11E-05	-1.135041	0.2566
CASHFLOW?	9.07E-06	1.42E-06	6.393830	0.0000
<i>Weighted Statistics</i>				
R-squared	0.844914	Mean dependent var	126.7335	
Adjusted R-squared	0.844138	S.D. dependent var	103.8458	
S.E. of regression	40.99766	Sum squared resid	1680808.	
F-statistic	1089.604	Durbin-Watson stat	0.860163	
Prob(F-statistic)	0.000000			
<i>Unweighted Statistics</i>				
R-squared	0.037213	Mean dependent var	63.47117	
Adjusted R-squared	0.032399	S.D. dependent var	45.02959	
S.E. of regression	44.29414	Sum squared resid	1961971.	
Durbin-Watson stat	1.204169			

Sumber: Diolah 1991-2001

Dengan tingkat kepercayaan (*level of significant*) 95 % dari tabel analisis regresi di atas terlihat bahwa model yang digunakan dapat menjelaskan sekitar 84 persen variasi yang terjadi pada *leverage*. Meskipun demikian, ada dua variabel yang keberadaannya dalam model tidak signifikan yaitu *closing price* dan *IHSG*.

Dengan memasukan variabel *dummy* krisis menghasilkan  $R^2$  0,8 tetapi mengakibatkan tiga variabel tidak

signifikan berada dalam model. Sedangkan model tanpa intersep tetapi memasukan variabel *dummy* krisis menghasilkan  $R^2$  0,5 meskipun variabel yang tidak signifikan berkurang menjadi dua. Oleh karena itu penulis menggunakan seluruh minimum variabel untuk memperoleh nilai  $R^2$  yang lebih besar dan berada di dalam satu model.

Dengan demikian penulis menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$\text{leverage} = 90,9 - 0,33 \text{ AMTA} - 4.11E-05 \text{ closing price} - 7.36E-08 \text{ ROA} - 5.80E-05 \text{ IHSG} + 0.07E-06 \text{ cash flow}$$

## Hipotesis II

Tabel 3. Uji Kesamaan Varian Residual Antar Kelompok

*Test for Equality of Variances Between Series*

Date: 01/26/05 Time: 14:22

Sample: 1991 2001

Included observations: 11

Method	df	Value	Probability
Bartlett	91	1512.018	0.0000
Levene	(91, 914)	5.814083	0.0000
Brown-Forsythe	(91, 914)	2.093386	0.0000

Sumber : Diolah 1991-2001

Uji kesamaan varian antar sub kelompok perusahaan atas *residual* hasil regresi *pooling* variabel *balance* menolak hipotesa nol dengan sangat yakin bahwa ada kesamaan varian residual antar perusahaan. Dengan demikian maka bisa diduga kuat

bahwa ada *heteroskedastisitas* dalam varian residual variabel *balance*. Dengan demikian maka pendugaan koefisien regresi akan baik jika menggunakan metoda tertimbang *cross section* sebagaimana yang telah digunakan pada saat meregresi variabel *pecking order*.

Tabel 4. Analisis Regresi Variabel *Balance*

Dependent Variable: LEVERAGE?  
 Method: GLS (Cross Section Weights)  
 Date: 02/04/05 Time: 09:18  
 Sample: 1991 2001  
 Included observations: 10  
 Number of cross-sections used: 91  
 Total panel (unbalanced) observations: 896  
 One-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	52.26063	1.735926	30.10533	0.0000
BETA	-2.82E-09	9.50E-10	-2.963792	0.0031
TAX	-6.51E-06	2.96E-06	-2.196867	0.0283
DEPOSITO	0.003205	0.000764	4.196451	0.0000
TOTALASSET	8.43E-07	2.33E-07	3.610926	0.0003
INTENSITAS	3.74E-09	6.58E-10	5.688397	0.0000
WEGE	0.000189	7.60E-05	2.493887	0.0128

Weighted Statistics

R-squared	0.657233	Mean dependent var	112.6587
Adjusted R-squared	0.654920	S.D. dependent var	74.54087
S.E. of regression	43.78794	Sum squared resid	1704554.
F-statistic	284.1000	Durbin-Watson stat	0.602043
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.034522	Mean dependent var	64.57701
Adjusted R-squared	0.028006	S.D. dependent var	45.01931
S.E. of regression	44.38443	Sum squared resid	1751310.
Durbin-Watson stat	0.882081		

Sumber : Diolah 1991-2001

Pada tingkat kepercayaan (*level of significant*) 95% dari tabel di atas didapat persamaan sebagai berikut,

$$\begin{aligned} \text{Leverage} = & 52,2 - 0.000000003 \text{ BETA} - \\ & 0.000006 \text{ Tax} + 0.003 \text{ Deposito} \\ & + 0.0000008 \text{ TotalAset} + \\ & 0.000000004 \text{ Intensitas} + 0.000189 \\ & \text{Tenaga Kerja} \end{aligned}$$

Hasil uji kesamaan varian residual antar sub kelompok variabel makro. Dari tabel tersebut terlihat bahwa ketiga metoda pengujian yaitu Barlett, Levene, dan Brown-Forsythe menolak hipotesa bahwa ada kesamaan varian antara residual sub

kelompok. Hal ini menunjukkan adanya heteroskedastisitas.

Model dengan memasukkan variabel *dummy* krisis dan intersep memiliki nilai  $R^2$  0,83 tetapi ada tiga variabel yang tidak signifikan berada dalam model. Model kedua dengan hanya memasukkan variabel *dummy* krisis tanpa intersep memiliki  $R^2$  0,45 dengan hanya satu variabel yang tidak signifikan berada dalam model. Sedangkan model yang digunakan yaitu memasukan intersep tetapi tidak memasukan variabel *dummy* krisis memiliki nilai  $R^2$  0,66 dan semua variabel signifikan berada dalam model.

Tabel 5. Uji Kesamaan Varian Residual Variabel Makro

*Test for Equality of Variances Between Series*

Date: 02/03/05 Time: 23:56

Sample: 1991 2001

Included observations: 11

<i>Method</i>	<i>df</i>	<i>Value</i>	<i>Probability</i>
<i>Bartlett</i>	91	1324.783	0.0000
<i>Levene</i>	(91, 919)	4.823817	0.0000
<i>Brown-Forsythe</i>	(91, 919)	1.662006	0.0002

Diolah : 1991-2001

Berdasarkan hasil uji kesamaan varian residual di atas maka model regresi yang digunakan adalah model regresi dengan penimbang *cross section* sebagaimana dilakukan sebelumnya. Penulis mencoba memasukkan variabel dummy krisis ternyata persamaan regresi yang terbentuk memiliki nilai  $R^2$  0,81 dan

semua variabel signifikan berada dalam model. Apabila memasukan intersep maka nilai  $R^2$  mencapai 0,87 tetapi akibatnya ada 6 variabel yang tidak signifikan berada di dalam model. Karenanya penulis memilih model tanpa intersep sebagaimana terlihat pada tabel berikut.

Tabel 6. Analisis Regresi Variabel Makro

*Dependent Variable: LEVERAGE?*

*Method: GLS (Cross Section Weights)*

Date: 02/04/05 Time: 10:29

Sample: 1991 2001

Included observations: 11

Number of cross-sections used: 92

Total panel (unbalanced) observations: 1011

*One-step weighting matrix*

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
<i>SBI</i>	0.001803	0.000589	3.060197	0.0023
<i>EKONOMI</i>	-0.042085	0.012592	-3.342060	0.0009
<i>INFLASI</i>	-0.012458	0.000582	-21.41628	0.0000
<i>NILAITUKAR</i>	0.006490	0.000752	8.633424	0.0000
<i>GEJOLAKHARGA</i>	4.47E-10	2.16E-10	2.063903	0.0393
<i>MONEYSUPPLY</i>	-0.000197	1.58E-05	-12.46769	0.0000
<i>PDB</i>	8.40E-09	3.01E-10	27.90446	0.0000
<i>CRISIS</i>	40.70493	3.356349	12.12774	0.0000

*Weighted Statistics*

<i>R-squared</i>	0.806472	<i>Mean dependent var</i>	123.5421
<i>Adjusted R-squared</i>	0.805121	<i>S.D. dependent var</i>	90.95658
<i>S.E. of regression</i>	40.15286	<i>Sum squared resid</i>	1617089.
<i>F-statistic</i>	597.1010	<i>Durbin-Watson stat</i>	0.794337
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000000		

*Unweighted Statistics*

<i>R-squared</i>	0.203160	<i>Mean dependent var</i>	63.74580
------------------	----------	---------------------------	----------

<i>Adjusted R-squared</i>	0.197599	<i>S.D. dependent var</i>	45.35350
<i>S.E. of regression</i>	40.62623	<i>Sum squared resid</i>	1655442.
<i>Durbin-Watson stat</i>	1.169932		

Diolah: 1991-2001

Dari tabel di atas terlihat bahwa  $R^2$  mencapai 0,81 yang berarti bahwa 81 persen lebih varians *leverage* bisa dijelaskan secara bersama-sama oleh

variabel-variabel bebas yang ada di dalam model. Dengan demikian maka persamaan regresi yang terbentuk adalah sebagai berikut ini,

$$\begin{aligned} \text{Leverage} = & 0,002 \text{ SBI} - 0,04 \text{ Pert. Ekonomi} - 0,012 \text{ Inflasi} + 0,0065 \text{ Nilai Tukar} \\ & + 0,0000000004 \text{ Gejolak Pendapatan} - 0,0002 \text{ Money Supply} + \\ & 000000008 \text{ PDB} + 40,7 \text{ Krisis} \end{aligned}$$

### Hipotesis III

Metoda pengujian yaitu Barlett, Levene, dan Brown-Forsythe menolak

hipotesa bahwa ada kesamaan varian antara residual sub kelompok. Hal ini menunjukkan adanya heteroskedastisitas.

Tabel 7. Uji Kesamaan Varian Residual Variabel Makro

*Test for Equality of Variances Between Series*  
*Date:* 02/03/05 *Time:* 23:56  
*Sample:* 1991 2001  
*Included observations:* 11

<i>Method</i>	<i>df</i>	<i>Value</i>	<i>Probability</i>
<i>Bartlett</i>	91	1324.783	0.0000
<i>Levene</i>	(91, 919)	4.823817	0.0000
<i>Brown-Forsythe</i>	(91, 919)	1.662006	0.0002

Berdasarkan hasil uji kesamaan varian residual di atas maka model regresi yang digunakan adalah model regresi dengan penimbang *cross section* sebagaimana dilakukan sebelumnya. Penulis mencoba memasukkan variabel dummy krisis ternyata persamaan regresi yang terbentuk memiliki nilai  $R^2$  0,81 dan

semua variabel signifikan berada dalam model. Apabila memasukan intersep maka nilai  $R^2$  mencapai 0,87 tetapi akibatnya ada 6 (enam) variabel yang tidak signifikan berada di dalam model. Karenanya penulis memilih model tanpa intersep.

Tabel 8. Analisis Regresi Variabel Makro

*Dependent Variable: LEVERAGE?*  
*Method: GLS (Cross Section Weights)*  
*Date:* 02/04/05 *Time:* 10:29  
*Sample:* 1991 2001  
*Included observations:* 11  
*Number of cross-sections used:* 92  
*Total panel (unbalanced) observations:* 1011  
*One-step weighting matrix*

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
<i>SBI</i>	0.001803	0.000589	3.060197	0.0023
<i>EKONOMI</i>	-0.042085	0.012592	-3.342060	0.0009
<i>INFLASI</i>	-0.012458	0.000582	-21.41628	0.0000
<i>NILAITUKAR</i>	0.006490	0.000752	8.633424	0.0000

GEJOLAKHARGA	4.47E-10	2.16E-10	2.063903	0.0393
MONEYSUPPLY	-0.000197	1.58E-05	-12.46769	0.0000
PDB	8.40E-09	3.01E-10	27.90446	0.0000
CRISIS	40.70493	3.356349	12.12774	0.0000

#### Weighted Statistics

R-squared	0.806472	Mean dependent var	123.5421
Adjusted R-squared	0.805121	S.D. dependent var	90.95658
S.E. of regression	40.15286	Sum squared resid	1617089.
F-statistic	597.1010	Durbin-Watson stat	0.794337
Prob(F-statistic)	0.000000		

#### Unweighted Statistics

R-squared	0.203160	Mean dependent var	63.74580
Adjusted R-squared	0.197599	S.D. dependent var	45.35350
S.E. of regression	40.62623	Sum squared resid	1655442.
Durbin-Watson stat	1.169932		

Diolah: 1991-2001

Dengan tingkat kepercayaan (*level of significant*) 95% terlihat bahwa  $R^2$  mencapai 0,81 yang berarti bahwa 81 persen lebih varians *leverage* bisa dijelaskan secara bersama-sama oleh

variabel-variabel bebas yang ada di dalam model. Dengan demikian maka persamaan regresi yang terbentuk adalah sebagai berikut ini :

$$\begin{aligned} \text{Leverage} = & 0,002 \text{ SBI} - 0,04 \text{ Pert. Ekonomi} - 0,012 \text{ Inflasi} + 0,0065 \text{ Nilai Tukar} \\ & + 0,0000000004 \text{ Gejolak Pendapatan} - 0,0002 \text{ Money Supply} + \\ & 000000008 \text{ PDB} + 40,7 \text{ Krisis} \end{aligned}$$

## Hipotesis IV

Analisis Regresi Variabel *Pecking Order*, *Balance* dan Kebijakan Makro Dengan

Tabel 9. Variabel Dummy

Dependent Variable: LEVERAGE?  
Method: GLS (Cross Section Weights)  
Date: 02/04/05 Time: 13:39  
Sample: 1991 2001  
Included observations: 10  
Number of cross-sections used: 91  
Total panel (unbalanced) observations: 889  
One-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AMTA	-0.173400	0.020520	-8.450383	0.0000
CLOSINGPRICE	7.85E-05	9.39E-05	0.835889	0.4034
ROA	2.89E-09	7.19E-09	0.402199	0.6876
IHSG	0.002152	0.000565	3.809265	0.0001
CASHFLOW	-5.27E-06	2.57E-06	-2.052308	0.0404
BETA	1.45E-09	7.00E-10	2.066669	0.0391
TAX	7.22E-07	2.68E-06	0.269167	0.7879
DEPOSITO	-0.011150	0.004186	-2.663379	0.0079
TOTALASSET	1.67E-07	2.22E-07	0.752311	0.4521
INTENSITAS	1.67E-09	4.34E-10	3.844976	0.0001
WEGE	0.000299	5.71E-05	5.241902	0.0000
SBI	0.008760	0.002718	3.223372	0.0013
EKONOMI	0.281117	0.140606	1.999331	0.0459
INFLASI	-0.011129	0.000717	-15.51827	0.0000
NILAITUKAR	0.004752	0.000818	5.806967	0.0000
GEJOLAKHARGA	-1.95E-11	2.01E-10	-0.097315	0.9225

<i>MONEYSUPPLY</i>	2.77E-05	8.10E-05	0.341738	0.7326
<i>PDB</i>	-6.78E-09	5.09E-09	-1.332238	0.1831
<i>CRISIS</i>	30.13880	10.60192	2.842768	0.0046
<i>Weighted Statistics</i>				
<i>R-squared</i>	0.887541	Mean dependent var	132.5076	
<i>Adjusted R-squared</i>	0.885215	S.D. dependent var	107.0600	
<i>S.E. of regression</i>	36.27192	Sum squared resid	1144617.	
<i>F-statistic</i>	381.4542	Durbin-Watson stat	0.918849	
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000000			
<i>Unweighted Statistics</i>				
<i>R-squared</i>	0.211072	Mean dependent var	64.21147	
<i>Adjusted R-squared</i>	0.194749	S.D. dependent var	44.68660	
<i>S.E. of regression</i>	40.09986	Sum squared resid	1398959.	
<i>Durbin-Watson stat</i>	1.181334			

Sumber: diolah 1991-2001

Dengan tingkat kepercayaan (*level of significant*) 95%

Sebelum melakukan regresi dengan dependen variabel seluruh variabel *pecking order*, *balance* serta, variabel kebijakan makro, terlebih dahulu dilakukan uji kesamaan variance yang hasilnya menunjukkan adanya heteroskedastisitas antar sub kelompok. Karena itu regresi dilakukan dengan menggunakan penimbang *cross section*. Dengan memasukkan sekaligus semua variabel yang telah digunakan kedalam model termasuk variabel dummy krisis ( sebelum krisis = 0, krisis = 1 ) diharapkan

bisa dilihat bagaimana hubungan *leverage* sekaligus dengan variabel yang tergabung dalam *pecking order*, *balance*, serta kebijakan makro. Hasil regresi menunjukkan bahwa lebih dari 88 persen variasi *leverage* bisa dijelaskan oleh variabel independen secara bersama-sama. Namun demikian ada tujuh variabel yang tidak signifikan berada di dalam model yaitu *Closing Price*, *ROA*, *TAX (Pajak)*, *Total Asset*, *Gejolak Pendapatan*, *Money Supply*, serta *PDB*.

Tabel 10. Alternatif Pendanaan Dengan Variabel Krisis

Variabel	Harapan Teoritis dengan Hypotesis	Hasil Hypotesis	T-statistik	Probabilitas	Level Signifikan	Alternatif
AMTA	Positif	Negatif	-8,450363	0,0000	Signifikan	Equity
Price	Negatif	Positif	0,835889	0,4034	Tidak Signifikan	Equity
ROA	Positif	Positif	0,402199	0,6876	Tidak Signifikan	Debt
IHSG	Negatif	Positif	3,809265	0,0001	Signifikan	Equity
Cash Flow	Negatif	Negatif	-2,052308	0,0404	Signifikan	Debt
Beta	Positif	Positif	2,066669	0,0391	Signifikan	Debt
Tax	Positif	Positif	0,269167	0,7979	Tidak Signifikan	Debt
Deposito	Negatif	Negatif	-2,663379	0,0079	Signifikan	Equity
Total Asset	Positif	Positif	0,752311	0,4521	Tidak Signifikan	Debt
Intensitas Modal	Positif	Positif	3,844076	0,0001	Sangat Signifikan	Debt
Wage	Positif	Positif	5,241402	0,0000	Sangat Signifikan	Equity
SBI	Negatif	Positif	3,223372	0,0013	Signifikan	Debt

Pertumbuhan Ekonomi	Negatif	Positif	1,999331	0,0459	Signifikan	Equity
Inflasi	Positif	Negatif	-15,51827	0,0000	Sangat Signifikan	Debt
Nilai Tukar	Negatif	Positif	5,806967	0,0000	Sangat Signifikan	Debt
Gejolak Pendapatan	Negatif	Negatif	-0,097315	0,9225	Tidak Signifikan	Debt
Money Supply	Negatif	Positif	0,341738	0,7326	Tidak Signifikan	Debt
PDB	Positif	Negatif	-1,332238	0,1831	Tidak Signifikan	Equity
Krisis	Positif	Positif	2,842768	0,0046	Signifikan	

Dalam keadaan *ceteris paribus*, yang artinya peningkatan AMTA satu satuan akan mengakibatkan *leverage* turun sebesar 0.173400 satu satuan. Selanjutnya kenaikan Harga saham satu satuan mengakibatkan *leverage* naik sebesar 7.85E-05 satu satuan. Kenaikan *ROA* sebesar satu satuan mengakibatkan *leverage* naik sebesar 2.89E-09 satu satuan. Kenaikan IHSI satu satuan mengakibatkan *leverage* naik sebesar 0.002152 satu satuan, sedangkan kenaikan *cash flow* satu satuan akan mengakibatkan penurunan *leverage* sebesar 5.27E-06 satu satuan. Kemudian peningkatan resiko yang tinggi akan mengakibatkan *leverage* naik sebesar 1.45E-09 satu satuan. Dengan kenaikan pajak satu satuan mengakibatkan *leverage* naik sebesar 7.22E-07 satu satuan. Kenaikan Deposito sebesar satu satuan akan mengakibatkan penurunan *leverage* sebesar 0.011150 persen, selanjutnya kenaikan *total asset* satu satuan akan mengakibatkan *leverage* naik sebesar 1.67E-07 satu satuan. Dengan naiknya Intensitas Modal satu satuan akan mengakibatkan *leverage* naik sebesar 1.67E-09 satu satuan. Selanjutnya kenaikan Tenaga Kerja satu satuan mengakibatkan *leverage* naik sebesar 0.000299 satu satuan, dengan naiknya tingkat bunga (SBI) mengakibatkan *leverage* naik sebesar 0.008760 persen. Kemudian kenaikan dari Pertumbuhan Ekonomi satu satuan mengakibatkan *leverage* akan naik sebesar 0.281117 satu satuan, selanjutnya kenaikan tingkat Inflasi mengakibatkan penurunan *leverage* sebesar 0.011129 persen. Kenaikan nilai tukar satu satuan akan mengakibatkan

*leverage* akan turun sebesar 0.011129 satu satuan, selanjutnya kenaikan dari Gejolak Pendapatan akan mengakibatkan penurunan *leverage* sebesar 1.95E-11 satu satuan. Apabila kenaikan *money supply* sebesar satu satuan akan mengakibatkan kenaikan pada *leverage* sebesar 2.77E-05 satu satuan dan kenaikan dari *PDB* sebesar satu satuan akan mengakibatkan *leverage* turun sebesar 6.78E-09 satu satuan. Kondisi krisis berpengaruh terhadap keputusan *leverage*, sehingga *leverage* akan meningkat 30.13880 satu satuan.

Dengan kondisi krisis variabel *pecking order* sangat berpengaruh, kelihatan dari lima variabel yang dipilih oleh penulis hanya dua variabel yang tidak signifikan yang ada dalam model regresi. Hal ini telah diuraikan sebelumnya bahwa krisis terjadi sebagai akibat terdepresiasi nilai tukar dan berfluktuasi sangat tajam. Selain itu juga terjadi inflasi yang cukup tinggi kenaikan mencapai dua digit. Kebijakan Bank Indonesia terhadap tingkat bunga menjadi puncak terparah bagi perusahaan industri. Indikator nilai tukar, inflasi dan tingkat bunga akan berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan. Sehingga penawaran harga saham di pasar modal sangat tidak lagi berpengaruh. Kelihatan pada krisis terjadi banyak saham-saham yang anjlok karena harga terus mengalami penurunan. Selanjutnya akan menurunkan tingkat pertumbuhan sebagai akibat produksi yang di hasilkan perusahaan industri menurun. *PDB* secara nasional akan berpengaruh karena tidak ada permintaan

terhadap produk industri yang disebabkan oleh karena daya beli masyarakat menurun.

Dengan kondisi krisis variabel *balance* berpengaruh terhadap *leverage*, dari enam variabel kecuali dua variabel ( pajak dan *total asset* ) yang tidak berpengaruh secara signifikan. Krisis berdampak luas bagi indikator ekonomi, yang tentunya juga akan terganggunya perofitabilitas perusahaan. Kondisi keamanan di Indonesia dan tidak adanya kepastian hukum sangat memperparah kondisi ekonomi. Kebijakan kenaikan upah yang diingini oleh para pekerja memicu timbulnya konflik antara tenaga kerja dengan pemilik perusahaan. Kondisi ini karena inflasi yang cukup tinggi sehingga para tenaga kerja harus menyesuaikan harga-harga di pasar karena biaya hidup yang meningkat. Perusahaan dihadapkan pada kebangkrutan karena biaya-biaya yang harus dikeluarkan melonjak disatu sisi kewajiban yang segera harus dibayar sudah jatuh tempo. Tingkat bunga yang tinggi sebagai akibat kebijakan pemerintah melalui Bank Indonesia sebagai tindakan memperketat uang yang beredar sebagai akibat terjadinya inflasi disisi lain untuk menjaga stabilitas uang. Kebijakan ini berdampak pada perusahaan industri, hampir dikatakan kondisi krisis ekonomi perusahaan tidak mampu membayar pajak perusahaan dan pinjaman karena tingginya tingkat bunga dan nilai tukar rupiah. Walaupun perusahaan industri tetap bertahan dengan menjual asset yang dimiliki namun penjualan assetpun sulit, karena perusahaan lain tidak memiliki uang. Daya beli masyarakat yang menurun, mengakibatkan profitabilitas perusahaan menurun dan aktivitas di pasar modal mengalami kelesuan, karena investor lebih suka pada investasi yang memiliki pendapatan tetap (*fixed income*).

Telah diuraikan pada analisis makro sebelumnya bahwa kondisi ekonomi makro pada waktu terjadi krisis dimana indikator ekonomi seperti inflasi, nilai tukar, tingkat bunga, *money supply*, *PDB* sangat berpengaruh kepada kegiatan perusahaan industri terutama dalam

penyediaan dana dalam kelangsungan hidup perusahaan.

Keputusan pendanaan dengan *leverage* setelah di analisis variabel makro yang terdiri dari tujuh variabel, kecuali dua variabel yang tidak signifikan yaitu variabel *money supplay* dan *PDB*. Ini menunjukkan variabel kebijakan makro sangat berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (*leverage*) perusahaan dengan tambahan variabel krisis akan lebih memperjelas bahwa krisis mempunyai pengaruh yang kuat terhadap keputusan *leverage* dan krisis merupakan penyebab banyaknya perusahaan mengalami kebangkrutan karena tidak dapat memenuhi kewajibannya yang harus dibayar. Krisis menimbulkan resiko yang besar bagi perusahaan dalam kelangsungan hidup perusahaan.

Penyebab krisis yang terjadi adalah nilai tukar rupiah mengalami tekanan depresiasi yang sangat besar, meskipun sempat terapresiasi tajam pada pertengahan tahun. Secara keseluruhan, nilai tukar rupiah terdepresiasi sekitar 17,7 %, yaitu dari rata-rata Rp 10.255 per-dollar dalam tahun 2001 (Bank Indonesia, h.52). Besarnya tekanan depresiasi tersebut tidak terlepas dari meningkatnya *country risk* sejalan dengan memburuknya ketidak pastian kondisi sosial politik di dalam negeri yang terjadi dalam tahun tersebut. Kondisi makro dan mikro masih menghadapi sejumlah permasalahan seperti resiko keuangan, resiko politik dan resiko ekonomi. Sebagai akibat dari besarnya tekanan depresiasi tersebut, nilai tukar rupiah secara riil menjadi semakin *undervalued* dan menimbulkan tekanan yang cukup besar terhadap laju inflasi. Berbagai resiko (ketidakpastian) sampai pertengahan tahun 2001, ketidakpastian situasi sosial politik di dalam negeri semakin memburuk, yang ditandai dengan terjadinya gejolak politik, serta beberapa kerusakan sosial dan ancaman disintegrasi di beberapa daerah. Perkembangan tersebut pada gilirannya mengakibatkan

kepercayaan pasar semakin merosot dan secara persisten menimbulkan sentimen negatif terhadap rupiah. Kepercayaan pasar menurun, terutama dipengaruhi oleh kondisi fundamental ekonomi makro dan ekonomi mikro yang dalam kenyataannya masih menghadapi sejumlah permasalahan.

Dari sisi makro-fundamental, seperti program pemerintah restrukturisasi ekonomi secara umum dinilai pelaku pasar masih berjalan lambat. Hal ini terlihat pada restrukturisasi hutang dan korporasi, privatisasi dan divestasi, serta upaya revitalisasi sektor perbankan dan korporasi. Lambannya perbaikan kondisi makro-fundamental tersebut, selain sebagai akibat dari kompleksitas permasalahan ekonomi yang semakin berat, juga karena lemahnya dukungan sistem kelembagaan, jaminan kepastian hukum, dan keamanan berusaha. Disamping itu kondisi dunia memperlihatkan perkembangan yang kurang menguntungkan sehingga kurang kondusif bagi kinerja sektor eksternal.

Kondisi tersebut diatas mengakibatkan masih tetap terbatasnya aliran devisa masuk ke dalam negeri sehingga di pasar masih terjadi kelangkaan pasokan valuta asing. Di pihak lain, permintaan valuta asing masih tetap tinggi, baik untuk kebutuhan impor maupun pelunasan utang luar negeri swasta. Munculnya permintaan valuta asing semakin dipermudah dalam kondisi di mana terjadi kelebihan likuiditas rupiah di sektor keuangan, terutama sebagai akibat dari proses intermediasi perbankan yang belum sepenuhnya pulih.

Dari sisi mikro-fundamental, berbagai kelemahan mendasar yang melekat pada struktur mikro pasar keuangan di dalam negeri masih mewarnai ekonomi Indonesia. Hal ini tercermin dari struktur pasar keuangan yang masih tersegmentasi dan kurang berkembangnya pasar lindung (*hedging*). Terjadinya segmentasi pasar mengakibatkan mekanisme pembentukan

harga menjadi kurang berfungsi secara baik (*well-functioning market*). Dalam kondisi tersebut, harga yang terbentuk di pasar valuta asing tidak mewakili kekuatan pelaku pasar secara keseluruhan, tetapi merupakan cerminan dan kekuatan beberapa pelaku yang menguasai sebagian besar pangsa pasar.

Perkembangan nilai tukar rupiah dapat diamati dalam empat fase. Fase pertama, rupiah menunjukkan kecenderungan melemah dalam empat bulan pertama 2001 hingga mencapai nilai terendah Rp 12.090 sebelum akhirnya ditutup pada *level* Rp 11.600 pada akhir April 2001. Selanjutnya pada fase kedua, nilai tukar rupiah bergerak relatif stabil (*sideways*) dalam kisaran Rp 11.200 hingga menjelang sidang istimewa MPR. Sementara itu pada fase ketiga, sejak digelarnya sidang istimewa MPR pada 21 Juli 2001. Nilai tukar rupiah menguat tajam hingga mencapai nilai tertinggi Rp 8.485 per dolar pada 14 Agustus 2001. Namun, pada fase keempat, nilai tukar rupiah kembali bergerak melemah hingga menembus batas pertahanan psikologis pasar Rp. 10.000.

Dari hasil penelitian sejumlah perusahaan industri di Indonesia yang terdapat di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1991 sampai dengan 2001, menemukan bahwa *pecking order* lebih mampu menjelaskan pemilihan struktur keuangan dengan melihat alternatif keputusan pendanaan perusahaan menerbitkan *equity*. Sedangkan pendekatan *balance* menunjukkan keputusan *leverage* yang banyak mengandung resiko yang pada kondisi tersebut bahwa tingkat bunga meningkat sehingga apabila keputusan mempergunakan alternatif *debt* di perkirakan akan mengalami kekurangan alat *likuid* yang pada gilirannya akan mengakibatkan kebangkrutan perusahaan.

Hal ini terlihat dari perkembangan emiten di Bursa Efek Jakarta. Jumlah emiten yang terdaftar pada tahun 2002 sebanyak 361 emiten dengan jumlah

kapitalisasi pasar mencapai Rp.120.762,90 (milyar) bila dibandingkan dengan tahun 2001 jumlah emiten 323 (menurun sebesar 10,53%) dengan jumlah kapitalisasi pasar mencapai Rp. 97.522.80 milyar (menurun sebesar 19,24%). Bursa Efek Surabaya dimana jumlah emiten sampai dengan tahun 2002 sebanyak 12 emiten dengan mengeluarkan 12 seri obligasi dengan nilai obligasi 6 triliun.

Pemilihan kedua alternatif tidak menjadi persoalan, yang menjadi persoalan adalah bagaimana emiten bisa menjalankan sesuai dengan fungsinya. Mengingat karakter dari saham seperti, deviden dibayarkan sepanjang perusahaan memperoleh laba. Selain itu memiliki hak suara dalam rapat umum pemegang saham (*one share one vote*). Pemegang saham memiliki hak terakhir (*junior*) dalam hal pembagian kekayaan perusahaan jika perusahaan tersebut dilikuidasi (dibubarkan) setelah semua kewajiban perusahaan dilunasi. Dalam hal tanggung jawab terhadap klaim pihak lain sebesar proporsi sahamnya dan hak untuk mengalihkan sahamnya.

Keuntungan dari membeli saham investor akan mendapatkan *dividen* dan *capital gain*, selain itu dimungkinkan mendapatkan saham bonus (jika ada). Dengan keuntungan (*return*) yang diperoleh kepemilikan saham masih dihadapi suatu resiko besar sesuai dari karakter saham yaitu *high risk – high return*. Saham merupakan surat berharga yang memberikan peluang keuntungan tinggi namun juga berpotensi resiko tinggi. Saham memungkinkan pemodal untuk mendapatkan *return* atau keuntungan (*capital gain*) dalam jumlah besar dalam waktu singkat. Namun seiring dengan berfluktuasinya harga saham, maka saham juga dapat membuat pemodal mengalami kerugian besar dalam waktu singkat. Resiko tersebut tidak mendapatkan *dividen* terjadinya *capital loss*. Disamping itu kepemilikan saham masih di hadapi pada resiko lain seperti perusahaan bangkrut atau

dilikuidasi. Jika suatu perusahaan bangkrut, maka tentu saja akan berdampak secara langsung kepada saham perusahaan tersebut. Sesuai dengan peraturan pencatatan saham di bursa efek, maka jika suatu saham perusahaan bangkrut atau dilikuidasi, maka secara otomatis saham perusahaan tersebut akan dikeluarkan dari bursa atau di *delist*. Dalam kondisi perusahaan dilikuidasi, maka pemegang saham akan menempati posisi lebih rendah dibanding kreditor atau pemegang obligasi, artinya setelah semua *asset* perusahaan tersebut dijual, terlebih dahulu dibagikan kepada para kreditor atau pemegang obligasi, dan jika masih terdapat sisa, baru dibagikan kepada para pemegang saham.

Resiko yang lain dihadapi pemodal adalah jika saham perusahaan dikeluarkan dari pencatatan bursa efek (*delist*). Hal ini disebabkan karena kinerja perusahaan buruk dimana dalam kurun waktu tertentu tidak pernah diperdagangkan, perusahaan mengalami kerugian beberapa tahun, tidak membagikan deviden berturut-turut selama beberapa tahun dan berbagai kondisi lainnya sesuai dengan peraturan pencatatan efek di bursa. Saham yang telah *delist* tentu saja tidak lagi diperdagangkan di bursa namun tetap dapat diperdagangkan di Luar Bursa dengan konsekuensi tidak terdapat patokan harga yang jelas dan jika terjual biasanya dengan harga yang jauh dari harga sebelumnya. Resiko lain yang dihadapi pemodal yaitu saham di *suspend* alias dihentikan perdagangannya oleh otoritas bursa efek. Penghentian sesaat dari perdagangan disebabkan oleh informasi dimana saham mengalami lonjakan harga yang luar biasa atau suatu perusahaan dipailitkan oleh kreditor.

Tetapi apabila kepemilikan surat berharga *fixed income* (obligasi), apabila seseorang memiliki obligasi maka secara periodik ia akan mendapatkan penghasilan yaitu berupa bunga (kupon). Obligasi dikenal memberikan pendapatan yang tetap, yaitu berupa bunga yang dibayarkan dengan jumlah yang tetap pada waktu

yang telah ditetapkan, selain itu obligasi mendapatkan *capital gain*. Bunga merupakan penghasilan utama dari obligasi. Pendapatan dari bunga obligasi ini tidak dapat dibatalkan oleh penerbit, bahkan dalam keadaan emiten mengalami pailit (bangkrut). Pemegang obligasi mendapat hak lebih dulu untuk dilunasi semua haknya, termasuk bunga yang umumnya lebih tinggi dari suku bunga tabungan (deposito). Namun, dewasa ini banyak penerbit obligasi tidak lagi berpedoman pada suku bunga bank. Ada yang menawarkan bunga obligasi lebih rendah dari suku bunga bank tetapi disertai kelebihan lain, ada yang menawarkan pula di atas suku bunga bank dan ada yang menawarkan bunga mengambang.

Disamping keuntungan, investasi obligasi beresiko tinggi hal tersebut di karenakan kesulitan untuk menentukan penghasilan obligasi adalah sulitnya memperkirakan perkembangan suku bunga. Padahal harga obligasi sangat tergantung dari perkembangan suku bunga. Bila suku bunga meningkat pemegang obligasi akan mengalami kerugian (emiten). Disamping suku bunga yang sulit dipantau, pemegang obligasi juga menghadapi resiko *capability*, pelunasan sebelum jatuh tempo. Betapa menguntungkan bila emiten memiliki obligasi yang membayar bunga tetap disaat suku bunga menurun. Namun kondisi seperti ini tidak selamanya bisa dinikmati emiten. Banyak obligasi yang telah dikeluarkan oleh emiten, bisa ditarik kembali sebelum tiba saat jatuh tempo.

Bagi investor yang ingin membeli obligasi harus memperhatikan *credit rating*, yang merupakan skala resiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala ini menunjukkan seberapa aman suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan oleh kemampuannya dalam membayar bunga dan pelunasan pokok pinjaman, untuk mengetahui rating obligasi, investor bisa menggunakan jasa *credit rating agency*.

Fenomena tentang emiten di pasar modal menjadi ukuran sejauh mana bobot dari industri itu sendiri harus tetap dipercaya oleh investor dan memiliki kualitas untuk investasi yang menarik dan kompetitif. Kepercayaan akan kejujuran informasi yang disampaikan di dalam prospektus menjadi taruhan yang sangat mahal bagi kelangsungan dan integritas pasar.

Pentingnya untuk dapat memahami fungsi perusahaan efek yang menjadi penjamin emisi, manajer investasi, atau perantara pedagang efek, sangat penting untuk menciptakan pasar yang transparan, wajar, dan efisien.

Sejalan dengan kebutuhan dana perusahaan (emiten), maka bursa efek diharapkan mampu mendorong kegairahan pemodal untuk kembali membeli saham dilantai bursa. PT BEJ (Bursa Efek Jakarta) dan BAPEPAM diharapkan mampu berfungsi sebagai lembaga pengawas. Yang menjadi persoalan di bursa efek di Indonesia adalah sejauh mana kekuatan mekanisme pembentukan dan kemampuan para aparat untuk bergerak sesuai dengan hati nurani keadilan, yang selama ini belum terlihat lebih jelas di lantai bursa. Dengan kata lain penerapan hukum yang lebih konsisten bagi setiap pelaku kejahatan pasar modal.

## SIMPULAN DAN SARAN

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang ataupun modal sendiri. Pasar modal memiliki peran sentral bagi perekonomian, bahkan maju tidaknya ekonomi suatu negara dapat diukur dari maju tidaknya pasar modal suatu negara, pasar modal telah tumbuh menjadi *leading indicator* bagi ekonomi suatu negara, dimana pemanfaatan keberadaan pasar modal tidak lain adalah untuk menyediakan sumber pembiayaan

(jangka panjang) bagi dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber daya secara optimal, selain itu dapat memberikan wahana investasi bagi *investor* sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi, dan juga kepemilikan perusahaan sampai lapisan masyarakat menengah. Penyebaran kepemilikan, keterbukaan dan profesionalisme serta menciptakan iklim berusaha yang sehat selain itu pula dapat menciptakan lapangan kerja atau profesi yang menarik dan dapat memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek.

Bagi perusahaan yang ingin mendapatkan dana dengan biaya murah dapat melakukan penawaran umum (*go public*) dana dari hasil *go public* dapat digunakan untuk ekspansi perusahaan terutama perusahaan industri dimana dalam operasinya banyak memerlukan biaya operasi, selain itu dana tersebut dapat memperbaiki struktur permodalan dan melakukan *divestasi*. Dengan demikian perusahaan (*emiten*) perusahaan industri dalam pengambilan keputusan pendanaan di pasar modal dapat melakukan *equity finance* atau *debt finance* dengan melalui *Initial Public Offering (IPO)* dalam pengambilan keputusan pendanaan emiten dapat mempergunakan pendekatan *pecking order*, *balance*, serta kebijakan makro. Berdasarkan hasil penelitian maka dapat di simpulkan bahwa :

Penelitian ini menjelaskan bahwa pasar modal di Indonesia adalah pasar yang tidak efisien, sehingga masih ada variabel lain yang berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (*leverage*). Perekonomian dalam kondisi krisis dimana keputusan pendanaan sangat dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan dan faktor eksternal perusahaan. Faktor internal perusahaan sangat berpengaruh terhadap keputusan *leverage* dalam menentukan jumlah *cash flow* perusahaan, sedang faktor eksternal dihadapkan pada masalah resiko pasar yang sangat dipengaruhi oleh kebijakan makro ekonomi khususnya kebijakan moneter.

Hasil keputusan ini dengan menambah variabel makro, selain variabel *pecking order*, *balance*, yang telah dilakukan penelitian sebelumnya ternyata ketiga variabel (*pecking order*, *balance*, dan kebijakan makro) sangat berpengaruh terhadap keputusan pendanaan perusahaan industri, terutama kebijakan pemerintah mengenai moneter memberikan pengaruh terhadap peningkatan *leverage* sektor industri. Sehingga keputusan atau alternatif perusahaan industri lebih memilih dengan pendekatan *balance* diharapkan keputusan tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan pada gilirannya alternatif pendanaan perusahaan (*leverage*) lebih pada *debt*.

Penambahan variabel pada *pecking order*, *balance* dan kebijakan makro yang telah dilakukan peneliti mampu memberikan pengaruh terhadap *leverage* perusahaan industri. Dari hasil analisis regresi *pecking order* bahwa model yang digunakan dapat menjelaskan sekitar  $R^2$  sama dengan 84 persen variabel yang terjadi pada *leverage* dimana dua variabel tidak signifikan antara lain variabel *price* dan IHSG dengan  $F_{statistik}$  sebesar 1089,604. Sedangkan pada analisis *balance* sekitar  $R^2$  sama dengan 66 persen dan  $F_{statistik}$  264.1000 dan analisis kebijakan makro dengan variabel *dummy* (sebelum krisis=0, krisis=1) maka hasil analisis regresi dari model yang digunakan dapat menjelaskan sekitar  $R^2$  sama dengan 81 persen lebih variabel *leverage* bisa dijelaskan secara bersama-sama dengan  $F_{statistik}$  597.1010 semua variabel signifikan.

Hasil penelitian yang telah dilakukan memiliki beberapa kondisi diluar dari teori. Kondisi tersebut adalah adanya pengaruh negatif dari *Absolut Amount of offer Scaled by Total Asset (AMTA)*, *Cash Flow*, tingkat bunga deposito, *Growth*, *Inflasi* dan *money Supply* terhadap *leverage* perusahaan pada sektor industri. Hasil analisis regresi secara bersama-sama dengan variabel

*dummy* menunjukkan bahwa ( $R^2$ ) 88.75 persen (tabel 4.10) variabel *leverage* dapat dijelaskan oleh variabel independen secara bersama-sama, namun demikian ada tujuh variabel yang tidak signifikan masih didalam model tersebut. Sedangkan sisanya yang 11,25 persen dipengaruhi oleh faktor-faktor lain seperti krisis kepercayaan kepemimpinan.

Dengan mengetahui adanya struktur modal pada perusahaan tentunya dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan pengambilan keputusan penting seperti pihak manajemen perusahaan dalam menentukan keputusan untuk memenuhi modal jangka panjang, kapan menjual obligasi dan kapan menjual saham.

Otoritas pasar modal juga dapat menggunakan analisis struktur modal (*leverage*) didalam menyatakan efektivitas pernyataan pendaftaran *emiten* ketika menawarkan saham atau menawarkan obligasi kepada publik melalui pasar modal.

Beranjak dari hasil pengujian, secara keseluruhan model yang digunakan searah oleh teori yang ada. Namun demikian, disadari bahwa model tersebut masih mengandung kelemahan dan perlu diperbaiki guna mendapatkan hasil yang lebih realistis dengan kondisi yang ada. Dalam kaitan itu, maka pada penelitian selanjutnya upaya penyempurnaan lebih lanjut terhadap model yang digunakan perlu dilakukan. Dengan membedakan pengujian untuk masing-masing kelompok industri dengan rentang waktu yang lebih lama.

Dari hasil penelitian yang diperoleh menunjukkan adanya hubungan yang kuat antara variabel perubahan *AMTA* dengan variabel perubahan *leverage*, oleh karena itu bagi pengamat pasar modal, *emiten*, dan para *investor* khususnya yang berkepentingan terhadap faktor *leverage*, dapat menggunakan penelitian ini untuk menilai kinerja perusahaan khususnya

*emiten* untuk lebih terbuka dalam memberikan informasi kepada para *investor* selanjutnya untuk pengambilan keputusan pendanaan perusahaan industri.

BAPEPAM dan BEJ sebagai (regulator), diharapkan dapat membuat peraturan yang lebih ketat kepada semua pelaku pasar modal. Mengingat kejahatan ekonomi di pasar modal sering terjadi dan sangat merugikan masyarakat.

Pasar Modal Indonesia yang termasuk dalam *Emerging Capital Market*, BAPEPAM dan BEJ harus mampu memberikan informasi yang benar berkenaan dengan *emiten* dan mensosialisasikan kepada masyarakat bahwa investasi di pasar modal beresiko tinggi. Namun dilain pihak mendapat keuntungan (*return*) yang tinggi, karena itu *investor* harus cermat dalam memilih portofolio investasi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Anwar Affendi, 2000, Pengantar Analisis Ekonometrika Data Time Series, Bahan Perkuliahan, Program Pascasarjana, Universitas Borobudur.
- Anwar Affendi, 2001, Pengantar Analisis Ekonometrika, Data Time Series.
- Bank Indonesia, 1997 s/d 2001, Laporan Tahunan.
- Baskin, J., 1989, An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis, Financial Management, Spring.
- Bayless, Mark E & Diltz, J. David, 1994, Securities Offering and Capital Structure Theory Journal of Business Finance & Accounting, Januari.
- Berita Pasar Modal, Jurnal Pasar Modal, Edisi 2001.
- Biro Pusat Statistik, Laporan Tahunan, Edisi 2000.
- Born, Jeffery A & Mc Williams, Victoria B., 1997, Equity for Debt Exchange

- Offers : Theory, Praticce and Evidence, The Financial Review Vol 32 No.2, May.
- Brick, Ivan E & Frierman, Michael & Kim, Yu Kyung, 1998, Asymmetric Information Concerning Tha Variance of Cash Flow : The Capital Structure Choice, International Economic Review Vol 39 No.3, August.
- Bruce Glass Burner & Aditiawan Chandra, 1997, Teori dan Kebijakan Ekonomi Makro, LP3ES.
- Chaerul D. Djakman, 2000, Analisis Saham.
- Crutchley, C.E. & Hansen, 1989, R.S. A Test of The August Theory of Manajerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Devidends, Financial Management, Wonter.
- Darrat & Dickens, 1996, Controvercy With MM, Though As On Growth and The Lost of Capital, Financial Management, Summer.
- De Angelo & Masulis, Nicholson, The Structure of Cooperate Ownership, Causes And Consecution, Jurnal Of Political Economic. PP. 1155, 1985.
- Departemen Keuangan, 1995, Undang-Undang Pasar Modal.
- Dielman, Therry E., 1997, Applied Regresion Analysis For Business and Economic, PWS-Kent Publishing Company, Boston.
- Donaldson, Gordon. Corporate Restructuring, Managing The Change Process From Within. Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts, 1994.
- Dumari, 2002, Perekonomian Indonesia, Jakarta.
- Durand, D., 1989, After Thoughts On a Controvercy With MM, Plus New Financial Management, Summer.
- Dornbusch,R,S.Fischer(1987),Macroeconomics,4 th edition,Mcgraw-Hill,New York.
- Emery, Douglas R., Mai E. & Rhim, Jung Chui, 1994, Capital Structure Management As Amotivation For Calling Convertible Debt. The Journal Of Financial Research Vol XII No 1 Spring.
- Fakhruddin M. & Sopian Hadianto M, 2001, Perangkat dan Model Analisis Investasi Di Pasar Modal, Elexmedia Komputindo.
- Fama, Eugene F., 1974, The Empirical Relationship Between The Devidends and Investment Decision Firm, American Economic Review, 04 : 304-318.
- \_\_\_\_\_, 1976, Foundations Of Finance, Portfolio Decisious and Securities Prices. Basil Blackwell, Oxford.
- \_\_\_\_\_, 1980, Agency Problems and The Theory of The Firm, Journal of Political Economy, PP 288-307.
- Fama, Eugene F., K.R. French, 2000, Testing Trade of And Pecking Order Predictions About Devidens And Debt, The Center For Research In Security Price Working Paper.
- Fields. L Page & Ravin, Artur, 1991, The Theory of Capital Structure. Journal of Finance, PP 297-355, March.
- Gardner, John C & Trzeinka, Charles A., 1992, All Equity Firm and The Balancing Theory of Capital Structure. The Journal of Financial Research (JFR) ISSN 0270-2592, Vol 15 No 1 PP 77-90.
- Geert Bekaert, Donalson, L.A. Gordon, 1997, Asymmetric Volatility and Risk In Equity Markets. National Bureu of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138. April.
- Givoly, Haris, Milton, Raviv, 1992, Equity Firm The Balance Theory Of Capital Structure.
- Ghozali I., 2002, Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS, Edisi Kedua, Badan Penerbit Universitas Diponogoro.

- Gujarati, Damodar N., 2003, Basic Econometrics, Fourth Edition, Mc.Graw-Hill, Higher Education, Inc, New York, USA, Military Academy, Westpoint.
- Hamada, Kraus & Lizenberger, 1989, The Impact of Degree of Operating Leverage On The Systematic Risk of Common Stock; Another Look.
- Hartoyo Herman, 2001, Pecking Order Theory dan Balance Theory, Program Studi Manajemen Universitas Indonesia Pascasarjana Universitas Indonesia, Jakarta, (Tidak Dipublikasikan).
- Homaifar, Ghassen & Zietz, Joa Chim & Benkato, Omar, 1994, An Empirical Model of Capital Structure, Some New Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21 (1) 0306686, Januari.
- Husnan, Suad, 1990, The Indonesian Stock Market : It's Condition To Financial Development and Application of The Efficient Market Hypothesis. Dissertation Doctor of Philosophy, Department of Accounting and Finance Faculty of Commerce and Social Science The University of Birmingham (Unpublished) June.
- \_\_\_\_\_, 2001, Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Securitas, Edisi Ketiga, UPP AMP YKPN.
- Husnan Suad dan Enny Pudji Astuti, 2001, Dasar-dasar Manajemen Keuangan, UPP, AMP, YKPN Yogya.
- Ikatan Akuntansi Indonesia, 2002, Standar Akuntansi Keuangan Per 1 April, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Indra Safitri, 1998, Catatan Hukum Pasar Modal, Kumpulan Goresan Pena Yang Pernah Menjadi Buah Bibir Pelaku Pasar, Penerbit Go Global Book, Publication Division Safitri & Co.
- Institute for Economic and Financial Research, 1991, Indonesia Capital Market Directory, Jakarta Stock Exchange.
- \_\_\_\_\_, 1992 s/d 2001, Indonesia Capital Market Directory, Jakarta Stock Exchange.
- Irawan, 2002, Manajemen Keuangan, BPFE, Yogyakarta.
- Jakarta Stock Exchange, 2000, Pandangan Eksekutif Indonesia Tentang Kebijakan Deviden dan Kebijakan Struktur Modal, *Jurnal Pasar Modal Indonesia*, No.02/VIII/Februari.
- Jensen, M., 1986, Agency Cost of Free Cash Flows Corporate Finance and Take Over *Journal of Political Economy*.
- Jill L. Wetmore B. John R. Brick, 1994, Assymmetric Information Concerning The Variance of Cash Flow : The Capital Structure Choice *International Economic Review*, Volume 39 No.3, Agust.
- Johson Shane A., 1997, The Effect of Bank Debt On Optimal Capital Structure. *Financial Management Vol 26 No 4 Page 47-56*. Wenter.
- Jordan Judith & Lowe, Julian & Taylor, Peter, 1998, Strategy and Financial Policy In Uk Small Firms *Journal Of Business Finance & Accounting*.
- Kamath, R.R., 1997, Term Financing Decisions, View and Prctices of Financial Managers of NYSE Firms, June, Vol, 53.
- Keith C. Brown, 2001, Roll-Ups : Performance and Incentives For Industry-Consolidating IPOs. April.
- Keown, Arthur J & Scoff Jr. David F & Martin, John D & Petty, J. William, 1995, Basic Financial Management.
- Kester, George W & Isa, Mansor Md., 1992, Capital Structure Policy In Malaysia. A Comparative Analysis Sixth Annual Pacific - Basin Finance Conference, Jakarta Indonesia. Juli.
- Kretarto Manajemen Keuangan, 2001, BPFE, Yogyakarta.

- Kisn. Lee & Francis., 1988, Investment Performance of Common Stock In Relation To Insider Ownership. Financial Review, Vol 23. Februari.
- Laporan Tahun Bank Indonesia, 2002, Periode Campuran, 1 Januari 2001 s/d 31 Desember 2001, ISSN 0522-2575.
- Leland, Hayn E., 1998, Agency Cost. Risk Management and Capital Structure. The Journal of Finance Vol. L III No 4. Agustus.
- Lembaga Negara Republik Indonesia, 1992, Undang-undang No.7 Tahun 1992 Tentang Perbankan, Jakarta.
- 
- 1995, Undang-undang Republik Indonesia No.8 Tentang Pasar Modal, Jakarta.
- Levy. Haim, 1986, Capital Investment and Financial Decisions. Prentice-Hall Inc. Englewood Cliffs NJ 07632.
- Lewellen J. Hisk & Maner M.J. Athey, 1998, Agency Cost, Risk Management And Capital Structure, The Journal Of Finance, Vol. III.
- Lang, Larry, Eliofock & Renemaltz, Stulz, 1985, Leverage, Investment and Firm Growth Journal of Finance Economic of 3-29.
- Medenhall, William and Johnson T. Mc. Clave, 1991, Business Statistics, Regression Analysis, Dellen, Publishing Company, San Fransisco California.
- Maginss. John & Tuttle, Donald L., 1990, Managing Investment Portfolios, A Dynamic Process, Second Edition. Warren, Gorham & Lamont Inc.
- Marshall, John F & Bansal, Vipul K., 1992, Financial Engineering. A Complete Guide To Financial Innovation New York Institute of Finance. 2 Broadway New York. N.Y. 10004-2207.
- Markowitz H., 1959, Portofolio Selection, Efficient Diversification of Investment, John Wiley & Sons, New York.
- Marno Verbeek, KU Leuven and Tilburg University, 2000, E Guide To Modern Econometrics, John Wiley & Sons, Ltd.
- Masngudi, Makalah Seminar Sehari, Dosen Fakultas Ekonomi, UNBOR, 2002.
- \_\_\_\_\_, 2000, Metodologi Penelitian, Fakultas Ekonomi, UNBOR.
- McCnnell,J.J/& C.J.Muscarella,1985, Corporate capital expenditures decision and the market valueof the firm,Journal of Financial Economics,Vol 14(September),pp 275-283.
- Modigliani, F & Milles, MM., 1963, Corporate Income Taxes and The Cost of Capital. The American Economic Review, June, Vol 53.
- Muhammad Tega, 1999, Metodologi Penelitian, Edisi Lima, Jakarta.
- Mulyono, Pujo Teguh, 1990, Analisa Laporan Keuangan Untuk Perbankan, Penerbit Djambatan, Jakarta.
- Munawir S., 2002, Analisa Laporan Keuangan, Liberty, Edisi Keempat, Yogyakarta.
- Myers S.C., 1977, Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Finansial Economics, November : 147-176.
- Myers S.C. & N.S. Majluf, 1984, Capital Investment And Financial Decision, Practice-Hall International.
- Nuansa, Adi, 1998, Kebijakan “Capital Structure” Perum Perusahaan dan Implikasinya Terhadap Strategi Dibidang Keuangan Perusahaan. Thesis Fakultas Pascasarjana Bidang Ilmu Ekonomi Program Studi Manajemen Universitas Indonesia (Tidak Dipublikasikan).
- Patton, 1992, To-Agency-Cost Explanation of Deividends, American Economic Review.
- Rajan Rangkuran G & Zingales, Luigi, 1995, What Do We Know About Capital Structure ? Some Evidence From International Data. The Journal

- of Finance (JFI) ISSN 0022-1082 Vol 50 No 5 PP 1421-1460, Desember.
- Rianto Bambang, 1998, Nominal Stock Return Volatility On The Jakarta Stock Exchange and Changes In Government Policy. Desertation Doctor of Philosophy, Department of Accounting and Finance Faculty of Commerce and Social Science The University of Birmingham (Unpublised) June.
- Robert Jarrow, 1995, The Pecking Order Hypothesis, Applied Financial Economics, Hand Books In Operations Research and Management Elsevier Science 13, V, All Rights Reserved.
- Rubinstein S.M. Alsek, 1973, The Impact Operating Leverage On The Systematic Risk of Common Stock Quarterly Journal of Business And Economics.
- Said A. Bawazer & Herman R. Rahman, 2001, Deviden Perusahaan dan Efisiensi Di Pasar Modal Jakarta, MUI No.8 Th XX Agustus.
- Santoso Singgih, 2001, Buku Latihan Statistik Parametrik, Cetakan Kedua, Elexmedia Komputindo.
- \_\_\_\_\_, 2003, Mengatasi Berbagai Masalah Statistik Dengan SPSS Versi 11,5, Gramedia, Jakarta.
- Sarjono, 1997, Telaah Optimalisasi Struktur Modal Guna Memaksimalkan Rentabilitas Modal Sendiri Serta Faktor-faktor Yang Mempengaruhinya. Studi Empiris Pada Perusahaan-perusahaan Go Public. Thesis Fakultas Pascasarjana Bidang Ilmu Ekonomi. Program Studi Manajemen Universitas Indonesia (Tidak Diplublikasikan).
- Sartono Agus, 1997, Manajemen Keuangan, BPFE, Yogyakarta.
- \_\_\_\_\_, 2002, Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manajer Dalam Perusahaan Terhadap Pembelanjaan Modal, Bunga Rampai, Kajian Teori Keuangan, In Memoriam, UGM, Yogyakarta.
- Sharpe, William F., 1970, Portfolio Theory and Capital Markets. Mc Gran Hill Inc.
- Siswanto Sudono, 1998, Perangkat Dan Teknik Analisis Investasi Di Pasar Modal Indonesia Penyunting, Penerbit PT. Bursa Efek Jakarta.
- Smith Jr. Clifford W., 1990, The Modern Theory of Corporte Finance. Mc Graw Hill International Edition.
- Spiegel, Yossef et all, 1997, Capital Structure With Counter Vailing Incentives. RAND Journal of Economics Vol 28 No.1 Page 1-24. Spring.
- Sritua Arief, 1995, Statistik dan Penelitian, CV. Alpha Beta, Jakarta.
- Statistik Keuangan Bank Indonesia Tahun 1997-2001.
- Stiglitz, Casterbrook, F. 1989, Hand H.P. Lang, An Empirical Test On The Impact Of Management Selt-Interest On Corporate Capital Structure, Jurnal Finance (June).
- Stiglitz, Scott D., 1976, Bankruptcy, Securd Debt and Optimal Capital Structure, Jurnal of Finance.
- Sudha Krishnaswami, 1998, Information Asymmetry, Monitoring, and The Placement Structure of Corporate Debt. Journal of Financial Economics 51 (1991) 407-434. May.
- Sugiyono, 2002, Ekonomi Terapan dan Statistik Untuk Penelitian, CV. Alpa Beta, IKAPI, Edisi Keempat, Yogyakarta.
- Sukirno Sadono, 2000, Makro Ekonomi Modern Perkembangan Pemikiran Dari Klasik Hingga Keynesian Baru, Fajar Interpretama Offset.
- Syahrizal, 2000, Menilai Harga Saham Perusahaan Yang Go Publik, MUI. No.9 Edisi XIV, September, Jakarta.
- Tambunan Rudi M., 1991, Perlakuan Swastanisasi BES, Manajemen & Usahawan Indonesia, No.11 Th.XX, Lembaga Manajemen FE-UI, Jakarta.

- Tambunan Tulus IH., 2001, *Perekonomian Indonesia Teori dan Temuan Empiris*, Ghalia Indonesia.
- Toemion Theo F., 2001, *Majalah Investor*, Edisi XV, 28 Januari, Jakarta.
- Thomselt, Michael C., 1991, *Getting Started In Bonds*. John Wiley & Sons,
- Todaro, Michael P., 2000, *Pembangunan Ekonomi*, Jilid I, Edisi 5, Terjemahan, Jakarta Bumikarsa.
- Usman Marzuki, Singgih Rphat, Syahrir Ika, 1997, *Pengetahuan Dasar Pasar Modal*, Institut Bankir Indonesia, Jakarta.
- Van Horne, James S., 1989, *Financial Management and Policy*. Prentice-Hall Inc. Englewood Clifts.
- Weston. J.F. & T.W. Copeland, 1997, *Financial Theory and Corporate Policy*, Second Edition Addison Wesley Publishing Company.
- Wetmore, Jill L & Brick John R. 1994, *Commercial Bank Risk : Market, Interest Rate and Foreign Exchange*. *The Journal of Financial Research* Vol XVIII, No 4 Pages 585-596.