

ISSN : 1412-5331

MAJALAH ILMIAH
FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS SEMARANG

SOLUSI

Vol. 8 No. 3 Juli 2009

Peran Pemimpin dan Kepercayaan untuk Mewujudkan
Perkembangan Organisasi
Febrina Nafasati

Kajian Pasar Modal : Peran dan Fungsinya bagi *Stakeholder*
Ardiani Ika S

Peran Pemimpin dan Kepemimpinan di Lingkungan Bisnis
yang Berubah untuk Kasus Indonesia 20 Tahun ke Depan
Emrinaldi Nur DP

Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Audit Report Lag* (ARL)
Lina Anggraeny Parwati, Yohanes Suhardjo

Analisis Kebijakan Pendanaan *Capital Expenditure*,
Pendekatan : *Pecking Order, Financial Leverage*, Manajerial Hipotesis
(Studi Empiris pada Perusahaan *Go Public Non Keuangan* di BEJ)
Rasyid Mei Mustafa, Sujono

Kemampuan Laba, Piutang, Persediaan, Biaya Administrasi dan
Penjualan, Rasio Laba Kotor, *Current Ratio* dan *Return on Asset*
Untuk Memprediksi Perubahan Laba di Masa Depan (Studi Kasus
pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2003-2007)
Desy Wulan Sari, Ardiani Ika S

Strategi Pemasaran Pedagang Mikro Pasar Tradisional dalam
Mengantisipasi Persaingan dengan Pasar Modern (Studi Kasus pada
Sejumlah Pedagang Mikro di Pasar Bulu dan Pasar Peterongan)
B. Junianto Wibowo

Kinerja Pasar Tradisional Sebelum dan Sesudah Adanya
Toko Modern dengan Pendekatan *Balanced Scorecard*
(Studi Kasus di Kota Semarang)
Retno Wijayanti, Eddy Sutjipto

Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* terhadap
Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada
Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)
Irianing Suparlinah, Indra Nurmanto, I Wayan Mustika

Kerjasama Internasional dan Strategi Perusahaan
Masuk ke Pasar Internasional
Andy Kridasusila

S O L U S I

Vol. 8 No. 3 Juli 2009

Peran Pemimpin dan Kepercayaan untuk Mewujudkan
Perkembangan Organisasi
Febrina Nafasati

Kajian Pasar Modal : Peran dan Fungsinya bagi *Stakeholder*
Ardiani Ika S

Peran Pemimpin dan Kepemimpinan di Lingkungan Bisnis
yang Berubah untuk Kasus Indonesia 20 Tahun ke Depan
Emrinaldi Nur DP

Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Audit Report Lag (ARL)*
Lina Anggraeny Parwati, Yohanes Suhardjo

Analisis Kebijakan Pendanaan *Capital Expenditure*,
Pendekatan : *Pecking Order, Financial Leverage, Manajerial Hipotesis*
(Studi Empiris pada Perusahaan *Go Public Non Keuangan* di BEJ)
Rasyid Mei Mustafa, Sujono

Kemampuan Laba, Piutang, Persediaan, Biaya Administrasi dan
Penjualan, Rasio Laba Kotor, *Current Ratio* dan *Return on Asset*
Untuk Memprediksi Perubahan Laba di Masa Depan (Studi Kasus
pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2003-2007)
Desy Wulan Sari, Ardiani Ika S

Strategi Pemasaran Pedagang Mikro Pasar Tradisional dalam
Mengantisipasi Persaingan dengan Pasar Modern (Studi Kasus pada
Sejumlah Pedagang Mikro di Pasar Bulu dan Pasar Peterongan)
B. Junianto Wibowo

Kinerja Pasar Tradisional Sebelum dan Sesudah Adanya
Toko Modern dengan Pendekatan *Balanced Scorecard*
(Studi Kasus di Kota Semarang)
Retno Wijayanti, Eddy Sutjipto

Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* terhadap
Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada
Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)
Irianing Suparlinah, Indra Nurmanto, I. Wyan Mustika

Kerjasama Internasional dan Strategi Perusahaan
Masuk ke Pasar Internasional
Andy Kridasusila

SOLUSI

Mengkaji masalah-masalah sosial, ekonomi dan bisnis
Terbitan 3 bulan sekali
(Januari, April, Juli, Oktober)

Penerbit :
Fakultas Ekonomi Universitas Semarang

Pelindung :
Rektor Universitas Semarang

Penanggungjawab :
Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Semarang

Dewan redaksi :
Prof. Dr. Pahlawansjah Harahap, SE, ME (USM)
Prof. Dr. Imam Ghozali M.Com, Hons.Akt (UNDIP)
Prof. Supramono SE, MBA, DBA(UKSW)
Prof. Dr. Dra. Sulastri ME. M.kom (UNISRI)
Dr. Ir. Kesi Widjajanti SE MM (USM)

Redaktur Pelaksana :
Andy Kridasusila SE MM
Ardiani Ika S., SE MM Akt
Adijati Utaminingsih SE MM

Sekretaris Redaksi :
Amerti Irvin Widowati SE MSi Akt

Tata Usaha :
Ali Arifin

Alamat Penerbit/Redaksi :
Jl. Soekarno Hatta (Tlogosari)
Telp. (024) 6702757, Fax. (024) 6702272
SEMARANG – 50196

Terbit Pertama kali : Juli 2002

KATA PENGANTAR

Sungguh merupakan kebahagiaan tersendiri bagi kami, tatkala kami dapat hadir rutin setiap 3 bulan sekali untuk saling bertukar pikiran mengenai hal-hal baru di bidang ilmu ekonomi baik manajemen, akuntansi maupun studi pembangunan.

Pada kesempatan ini kami mengucapkan banyak terima kasih kepada pembaca, pengirim artikel yang antusias untuk melakukan tukar pikiran dan berkomunikasi melalui media ini. Sekiranya hal ini dapat dipertahankan, maka selain kehadiran kami akan selalu dapat terlaksana dengan tepat waktu dan artikel yang beragam, wawasan pembaca juga akan semakin luas.

Penerbitan majalah ilmiah SOLUSI kali ini menghadirkan 10 (sepuluh) artikel yang telah kami anggap layak untuk diterbitkan, dengan harapan artikel-artikel ini dapat menjadi tambahan referensi bagi para pembaca dan menjadi sumbangan kami terhadap dunia ilmu pengetahuan khususnya bidang ilmu ekonomi bagi pengembangan organisasi swasta maupun institusi pemerintahan Negara Republik Indonesia.

Hormat kami,

Redaksi

SOLUSI

Vol. 8 No. 3 Juli 2009

ISSN : 1412-5331

DAFTAR ISI

1. Peran Pemimpin dan Kepercayaan untuk Mewujudkan Perkembangan Organisasi 1 - 7
Febrina Nafasati
2. Kajian Pasar Modal : Peran dan Fungsinya bagi *Stakeholder* 9 - 16
Ardiani Ika S
3. Peran Pemimpin dan Kepemimpinan di Lingkungan Bisnis yang Berubah untuk Kasus Indonesia 20 Tahun ke Depan 17 - 28
Emrinaldi Nur DP
4. Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Audit Report Lag* (ARL) 29 - 42
Lina Anggraeny Parwati, Yohanes Suhardjo
5. Analisis Kebijakan Pendanaan *Capital Expenditure*, Pendekatan : *Pecking Order, Financial Leverage*, Manajerial Hipotesis (Studi Empiris pada Perusahaan *Go Public* Non Keuangan di BEJ) 43 - 52
Rasyid Mei Mustafa, Sujono
6. Kemampuan Laba, Piutang, Persediaan, Biaya Administrasi dan Penjualan, Rasio Laba Kotor, *Current Ratio* dan *Return on Asset* untuk Memprediksi Perubahan Laba di Masa Depan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2003-2007) 53 - 68
Desy Wulan Sari, Ardiani Ika S
7. Strategi Pemasaran Pedagang Mikro Pasar Tradisional dalam Mengantisipasi Persaingan dengan Pasar Modern (Studi Kasus pada Sejumlah Pedagang Mikro di Pasar Bulu dan Pasar Peterongan) 69 - 74
B. Junianto Wibowo
8. Kinerja Pasar Tradisional Sebelum dan Sesudah Adanya Toko Modern dengan Pendekatan *Balanced Scorecard* (Studi Kasus di Kota Semarang) 75 - 84
Retno Wijayanti, Eddy Sutjipto
9. Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* terhadap Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta) 85 - 94
Irianing Suparlinah, Indra Nurmanto, I Wayan Mustika
10. Kerjasama Internasional dan Strategi Perusahaan Masuk ke Pasar Internasional. 95 - 101
Andy Kridasusila

**Analisis Kebijakan Pendanaan *Capital Expenditure*,
Pendekatan : *Pecking Order*, *Financial Leverage* dan Manajerial Hipotesis
(Studi Empiris pada Perusahaan *Go Public* Non Keuangan di BEJ)**

Oleh :
**Rasyid Mei Mustafa
Sujono**

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Soedirman Purwokerto

Abstrak

Informasi asimetri dan konflik keagenan ekuitas merupakan dua masalah utama yang harus diperhatikan oleh investor dan investor harus meminimalkan dampak yang ditimbulkan oleh masalah tersebut. Riset ini menganalisis kebijakan pengeluaran pendanaan modal dengan pendekatan *pecking order*, *financial leverage* dan hipotesis manajerial. Dengan sampel sebanyak 235 yang diperoleh dari perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia dan 81 perusahaan non-keuangan menjadi subjek riset ini. Analisis regresi digunakan untuk menganalisis model-model tersebut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer dalam memutuskan kebijakan pengeluaran tidak mempertimbangkan kebijakan *pecking order* dan manajer yang memiliki saham memiliki korelasi yang positif dengan kebijakan pengeluaran modal yang berasal dari dana eksternal.

Latar Belakang Masalah

Seiring dengan dinamika perkembangan perusahaan, struktur modal senantiasa berubah-ubah, mengikuti kebutuhan penambahan dana yang mungkin dapat dipenuhi dari berbagai sumber, baik dari intern (laba ditahan) maupun ekstern (hutang maupun menambah saham baru). Aliran kas internal (*internal cash flow*) secara empirik merupakan salah satu faktor penentu kebutuhan sumber dana (Sartono, 2000).

Perusahaan yang operasionalnya mampu memberikan *profit margin* yang tinggi dan perputaran aktiva yang cepat, tapi apabila tidak diimbangi tersedianya kas yang memadai untuk mencukupi kebutuhan operasionalnya, maka lambat laun perusahaan akan mengalami kesulitan (Bambang Riyanto, 2001)

Dua teori yang memberikan penjelasan tentang sumber kebutuhan dana yang berkaitan dengan pengaruh aliran kas internal adalah *Pecking order* dan *Leverage*. *Pecking order theory* yang pertama kali dikemukakan oleh Donaldson pada tahun 1961 menjadi acuan mengenai keputusan sumber dana perusahaan. Inti teori ini berpijak bahwa pengembangan usaha didasarkan atas kemampuan perusahaan itu sendiri yang diperoleh dari laba ditahan. Apabila laba ditahan tidak cukup tersedia, maka dapat dipenuhi dari hutang. Hal ini sinkron dengan teori *leverage*, bahwa perusahaan yang mengembangkan usahanya harus didasari atas dasar stabilitas kemampuan *earning power* (EP) yang telah dicapai.

Hal tersebut diatas selaras dengan pernyataan (Brigham Gapensi, 1996), bahwa tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan atau para pemegang saham. Apabila perusahaan ingin mengembangkan usahanya seharusnya bukan hanya sekedar untuk meningkatkan nilai perusahaan tapi juga untuk meningkatkan kesejahteraan pemilik dan semua karyawan perusahaan.

Beberapa dasar alasan diterapkannya *pecking order hypotheses* sehubungan dengan *Capital Expenditure* yang bersumber dana eksternal (penjualan saham baru). Pertama adanya *information asimetris* antara manajer tersebut dengan calon pemegang saham potensial. Kedua : adanya *equity agency conflict* antara manajemen dengan pemegang saham, terutama jika perusahaan memiliki *excess cash flows* (Jensen, 1986).

Dalam kebijakan *Pecking Order* dan teori *leverage* ada dua prinsip yang harus dipenuhi untuk mengembangkan usaha yaitu: tingkat *earning power* (EP) yang melebihi tingkat bunga modal dan prioritas pendanaan bersumber internal. Sedangkan menurut *manajerial hypotheses*, kondisi dimana kebijakan *capital expenditure* tidak berdasarkan pada kemampuan *earning power* masa lalu dan pemenuhan dana bersumber dari eksternal.

Ada dua kemungkinan mengapa perusahaan (manajer) melakukan *capital expenditure*, walaupun EP nya rendah dengan sumber pendanaan eksternal (*managerial hypothesis*). Pertama bahwa seorang manajer melakukan ekspansi (*capital expenditure*), karena mereka punya keyakinan dan argumentasi kuat, bahwa efek *capital expenditure* akan berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Argumentasi ini apabila didasarkan fakta, bahwa rendahnya *earning power* dikarenakan inefisiensi akibat skala produksi yang rendah/sebagian faktor produksi telah usang, sehingga membutuhkan tambahan investasi baru. Sedangkan pandangan negatif, akibat adanya *assymetric information* yang akan berdampak negatif terhadap investor baru. Manajer menyadari bahwa perusahaan yang dalam kondisi kolaps ada niat manajer (terutama yang memiliki saham dan menguasai perusahaan) ingin mengalihkan beban kepada investor baru.

Argumentasi teori *pecking order* untuk memprioritaskan dana internal (laba ditahan) sebagai sumber kebutuhan dana merupakan isyarat bahwa perusahaan yang bersangkutan harus sehat (rentabel). Akan tetapi untuk memutuskan kebijakan agar sebagian labanya diinvestasikan kembali tidaklah mudah. Sebab kebanyakan pemilik perusahaan menginginkan setiap periodiknya mendapat dividen yang besar. Oleh karena itu kebijakan *pecking order* memungkinkan terealisasi apabila perusahaan yang bersangkutan setiap periodiknya mampu mendapatkan laba per sahamnya besar.

Atas dasar fakta di atas, dalam kebijakan ekspansinya yang didanai dari sumber penjualan saham baru, hingga masing-masing telah meraup milyaran rupiah dengan menjajikan dividen yang menggiurkan, namun belum sempat memberikan dividen sudah dinyatakan pailit. Sehingga peneliti tertarik apakah perusahaan-perusahaan yang secara resmi terdaftar di bursa efek (BEJ), dalam hal pendanaan investasi berkiblat pada kebijakan *pecking order hypothesis* ataukah *managerial hypothesis*.

Dalam hal ini peneliti ingin mengembangkan hasil penelitian sebelumnya, dengan mengkaitkan ketiga grand teori yaitu : *pecking order theory* , *leverage theory* dan *agency theory* (khususnya *managerial hypotheses* yang berkaitan dengan *insider ownership*).

Landasan Teori dan Hipotesis

Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah salah satu teori yang menjadi acuan mengenai keputusan sumber dana perusahaan. Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Donaldson pada tahun 1961, inti teori ini menganjurkan bahwa perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pengembangan usahanya sebaiknya dengan urutan:

1. Sumber pendanaan dari internal, yaitu laba ditahan yang diinvestasikan kembali. Alasannya dipandang paling sehat disamping aman karena tidak mudah terimbas kondisi ekonomi yang berfluktuasi.
2. Bila dana eksternal dibutuhkan, sebaiknya menggunakan sumber hutang. Karena selisih profitabilitas atas bunga modal sebagai konsekuensi kebutuhan tambahan dana, merupakan klaim (tambahan pendapatan) bagi pemegang saham.
3. Apabila point 1) dan 2) diatas tidak cukup untuk memenuhi kebutuhan dana, maka penerbitan saham baru dilakukan sebagai alternatif terakhir.

Namun dalam praktek sering terjadi penyimpangan, walaupun perusahaan tidak mampu menghasilkan laba tetap saja berekspansi tanpa alasan yang jelas. Ujung-ujungnya manakala sudah mengeruk dana dari para investor baru, mereka beralih bahwa perusahaan mengalami kerugian. Dalam hal ini sudah pasti investor yang paling kena imbasnya, karena dana mereka ludes untuk menutupi kebangkrutan perusahaan yang bisa jadi bukan alasan ekonomis tapi semata-mata ulah manajer yang menguasai kebijakan perusahaan untuk kepentingan sendiri.

Hubungan Efisiensi Operasional Perusahaan dengan Teori *Pecking Order*

Di atas telah disinggung bahwa kebijakan *pecking order* berkaitan erat dengan tingkat kesehatan perusahaan. Kesehatan perusahaan dimaksud adalah dalam kondisi normal kelancaran operasional dan tercapainya laba optimal. Kriteria kesehatan perusahaan dapat dilihat dari rasio likuiditas, solvabilitas dan rentabilitas (Bambang Hartadi, 2000).

Dari ketiga aspek diatas yang paling relevan dengan kebijakan *pecking order* adalah rentabilitas ekonomis (*earning power*). Semakin tinggi *earning power*, semakin besar pula probabilitas kesempatan untuk menyisihkan sebagian laba untuk pengembangan usahanya.

Hubungan *Earning Power* (EP) dan *Pecking Order*

Besarnya laba yang diperoleh pada periode tertentu merupakan salah satu indikator kinerja perusahaan dan sebagai isyarat untuk mengembangkan diri. *Earning Power* (EP) adalah perbandingan antara laba (sebelum dibebani bunga hutang dan pajak) selama periode tertentu dengan total aktiva yang digunakan dalam periode tertentu. (Bambang Riyanto, 2001). Dasar digunakannya *Earning Power* (EP), karena merupakan sumber kebutuhan dana dengan biaya rendah.

Faktor-faktor Kebijakan Laba ditahan (*Retained Earning*)

Salah satu faktor terpenting dalam penentuan laba ditahan, adalah pertimbangan didalam kebijakan dividen tunai. Menurut Sartono dan Wilberforce (1999); dan Aruna (2000) terdapat beberapa faktor yang menjadi pertimbangan di dalam pembagian dividen, yaitu : Kas, *Fixed Assets* (FA), *Net Sales* (NS) dan *Debt Equity Ratios* (DER).

Kas sebagai salah faktor kebijakan dividen didasarkan atas penelitian yang telah dilakukan oleh Brittain (1966) dan Partington (1989). Mereka telah membuktikan bahwa apabila perusahaan menghadapi masalah keuangan, kebanyakan manajer mengambil kebijakan dividen tetap. Hal ini untuk mengantisipasi fluktuasi perolehan laba bersih setelah pajak.

Manajerial Hipotesis

Dalam prinsip *Pecking Order*, keputusan investasi (*capital expenditure*) seharusnya didasarkan pada pengalaman/prestasi perusahaan dalam hal memperoleh laba secara efisien (*earning power*). Sedangkan sumber dana untuk keperluan ekspansi atau *capital expenditure* seharusnya didanai dari laba ditahan (*Retained Earning*), kekurangannya dipenuhi dari hutang jangka panjang (*Long term Debt*). Faktanya (hasil penelitian : Agus Sartono (2000) dan fenomena perilaku pebisnis : PT- Qisar, PT Amalillah, PT Invest Indo) tidak mengikuti hierarki *pecking order*. *Managerial Hypotheses*, adalah keputusan/ kebijakan manajer dalam hal *capital expenditure* dan pemilihan sumber dana yang tidak sesuai dengan ketentuan *Pecking Order*.

Hasil penelitian (Myers & Majluf, 1984) membuktikan, kebanyakan manajer (perusahaan-perusahaan yang pailit) dalam hal membuat keputusan ekspansi (*capital expenditure*), cenderung tidak memperhatikan kemampuan *earning power*nya. Kebijakan manajer tersebut hanya dilandasi intuisi kepentingan pribadi manajer (*managerial hypothesis*).

Menurut hasil penelitian dari beberapa pakar, antara lain : Friend and Lang (1988), hasil penelitian membuktikan bahwa *debt ratio* berhubungan negatif dengan kepemilikan saham oleh para manajer, hal ini sesuai dengan teori dan konsisten dengan hasil penelitian Moh'd, et al (1998), Jensen et al. (1992) dan Bathala et al. Demikian juga Amiruddin Umar (2002), artikel : Hubungan keputusan pendanaan dan Struktur Kepemilikan : Suatu Perspektif Keagenan, menunjukkan bahwa rasio hutang berhubungan berbalik dengan kepemilikan oleh manajer.

Hipotesis

Berdasarkan kerangka pikir di atas, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H1 : Tingkat *Earning Power* berpengaruh positif dan signifikan terhadap penentuan sumber pendanaan dalam rangka *Capital Expenditure*.
- H2 : Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajerial, berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan *Capital Expenditure*.

Kriteria : Penerimaan H1, apabila hasil penelitian menunjukkan :

- $EP \geq \text{Cost of Capital}$ (Tingkat bunga modal), sumber pendanaan sebagian besar sesuai dengan prinsip *pecking order* sebaliknya.
- $EP < \text{Cost of Capital}$ (Tingkat bunga modal), prioritas sumber pendanaan dari penjualan saham baru.
- EP terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap sumber dana dari laba ditahan (ReE) dan hutang jangka panjang (LtD) dengan komposisi sumber dana adalah $ReE > LtD > CS$.

Data dan Metodologi Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi *Earning Power* (EP), *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Total Assets* dengan akun-akunnya, Hutang lancar, Hutang jangka panjang (Bank dan Obligasi), *Equity* (Saham dan laba ditahan) dan Proporsi kepemilikan

saham oleh manajerial. Data diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur non keuangan yang terdaftar di BEJ dan laporan keuangan secara lengkap (tahun 2004 s/d 2006) yang dimuat dalam *Indonesian Capital Market Directory*. Model persamaannya dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Capex} = \beta (\text{KPSM}) \quad 1)$$

β_i = koefisien regresi variabel *independent* yang menunjukkan arah positif dan signifikan

Pecking order hypotheses dan *managerial hypotheses* menyatakan, bahwa : tingkat pembelanjaan modal (*capital expenditure*) dipengaruhi secara disignifikan oleh *Earning Power*. Sehingga secara matematis model bivariat pertama diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Capexp}_t = \beta_0 + \beta_1 (\text{EP}_t) \quad 2)$$

$$\text{Capexp}_t = \beta_0 + (\text{ReE}_t) + \beta_2 (\text{LtD}_t) + \beta_3 (\text{CS}_t) \quad 3)$$

$\text{EP} \geq \text{COC}$ (Tingkat bunga modal) , maka $\beta_1 > \beta_2 > \beta_3$ atau $\beta_1 + \beta_2 > \beta_3$

$\text{EP} < \text{COC}$ (Tingkat bunga modal), maka $\beta_3 > \beta_2 > \beta_1$.

Keterangan :

EP	=	<i>Earning Power</i> .
ReE	=	<i>Retained Earning</i>
LtD	=	<i>Long Term Debt</i>
CS	=	<i>Common Stock</i>
Capexp	=	<i>Capital Expenditure</i>
COC	=	<i>Cost of Capital</i>

Uji model ini merupakan dasar untuk membuktikan bahwa pembelanjaan dana dan pemenuhan dana didasarkan atas kebijakan *pecking order hypotheses* ataukah manajerial hipotesis. Pemenuhan dana berdasar pada *pecking order hypotheses* bersumber pada : *Return earned*, *Long term debt* dan *Obligation*. Kebijakan untuk menggunakan sumber dana dari hutang juga didukung teori *leverage* (analisis EBIT_EPS), bahwa : apabila *Earning Power* (EP) > Tingkat bunga, untuk meningkatkan EPS sebaiknya menggunakan sumber dana dari hutang. Sebaliknya kebijakan *managerial hypotheses*, apabila EP < COC (bunga modal) perusahaan melakukan *capital expenditure* dengan sumber pendanaan dari penjualan saham biasa. Untuk menguji apakah pemenuhan dana didasarkan pada *managerial hypotheses* dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan saham oleh manajerial (PKSM) digunakan rumus :

$$\text{Capexp}_t = \beta_0 + \beta_1 (\text{PKSM}_t) \quad 4)$$

$$\text{Capexp}_t = \beta_0 + \beta_1 (\text{CS}_t)$$

Keterangan :

PKSM	=	Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajer
CS	=	<i>Common Stock</i> baru

Uji model ini merupakan dasar untuk membuktikan adanya *managerial hypotheses* (H2) bahwa pemenuhan dana (dari penjualan saham biasa) dalam rangka kebijakan capex dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan saham oleh manajer (PKSM)

H2 terbukti apabila proporsi kepemilikan saham berpengaruh signifikan terhadap kebijakan capex dengan sumber dana dari penjualan saham biasa.

Dalam model analisis multivariate kompleks, disamping memasukkan variabel Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajer dan *Earning Power* juga memasukkan variabel internal (*Retained earning*, *Long term debt* dan *Common Stock*) sebagai unsur sumber dana .

Model tersebut secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Capex}_t = \beta_0 + \beta_1 (\text{EP})_{t-(t-1)} + \beta_2 (\text{ReE})_{t-(t-1)} + \beta_3 (\text{LtD})_{t-(t-1)} + \beta_4 (\text{CS})_{t-(t-1)} + \beta_5 (\text{MO}_t) \quad 6)$$

Untuk menguji signifikansi sumber pemenuhan dana dipengaruhi oleh *pecking order* atau *managerial ownership*, secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Capexp}_t = \beta_0 + \beta_1 (\text{ReE})_{t-(t-1)} + \beta_2 (\text{LtD})_{t-(t-1)} + \beta_4 (\text{CS})_{t-(t-1)}$$

Pengujian signifikansi terhadap tiap-tiap variabel independen akan dilakukan dengan menggunakan uji-t yang dirumuskan sebagai berikut :

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\beta_i}{\text{Se}(\beta_i)}$$

Apabila β_1 dan β_2 menunjukkan signifikan berarti sumber dana dari laba ditahan dan hutang jangka panjang keberadaan dalam rangka untuk kebijakan *capital expenditure*.

Keterangan : $\text{Se}(\beta_i)$ = *standard error* dari variabel independen

β_i = koefisien regresi variabel independen

Apabila ReE dan LtD menunjukkan signifikan, berarti kebijakan sumber pendanaan dalam rangka *capital expenditure* sesuai prinsip *pecking order*.

Hasil Penelitian

Populasi penelitian adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEJ dan dimuat dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* yang diterbitkan pada tahun 2004 s/d 2006 . Jumlah Populasi. Jumlah populasi 235 perusahaan terdiri dari:

Tabel 1
Daftar Populasi (Perusahaan)

Jenis Usaha	Jumlah	%
Agriculture, Forestry and Finishing	29	12.34%
Animal feed and Husbandry	8	03.40%
Mining and Mining Service	12	05.11%
Construction	3	01.28%
Manufacturing	153	65.11%
Transportation Service	9	03.83%
Comunication	2	00.85%
Whole Sale and Retail Trade	14	05.96%
Hotel and Travel Service	6	02.55%
Holding and Other Investmen Companies	2	00.85%
Other	20	08.51%
Jumlah	235	100.00%

Dari populasi di atas, Sampel diambil atas dasar *purposive random sampling*, dengan ketentuan sebagai berikut :

- Perusahaan non keuangan, sehubungan topik penelitian ini (tentang struktur finansii) struktur perusahaan keuangan lebih rumit karena produk utamanya finansii.
- Minimal dalam satu periode penelitian, sebagian saham dimiliki oleh kelompok manajer.
- Minimal dalam satu periode penelitian ada *capital expenditure* (capex) dan struktur modal meliputi hutang jangka panjang (baik berupa pinjaman dari Bank maupun penerbitan obligasi) dan modal saham.
- Dalam laporan keuangannya memuat variabel penjualan bersih, komponen aktiva, komponen struktur modal sehingga *earning power* dapat terdeteksi.

Dari ketentuan diatas, maka sampel terpilih adalah sebagai berikut :

Tabel 2
Daftar sampel terpilih

No.	Jenis Usaha	Jumlah	%
1	<i>Agriculture, Forestry and Finishing</i>	2	02.47%
2	<i>Animal feed and Husbandry</i>	2	02.47%
3	<i>Mining and Mining Service</i>	3	03.70%
4	<i>Construction</i>	1	01.23%
5	<i>Manufacturing</i>	63	77.77%
6	<i>Transportation Service</i>	4	04.94%
7	<i>Whole Sale and Retail Trade</i>	6	07.41%
	Jumlah	81	100%

Capital Expenditure

Capital Expenditure (capex) merupakan pembelanjaan modal (aktiva) dalam suatu periode. Besaran capex dalam suatu periode adalah selisih antara aktiva pada akhir periode dengan aktiva awal periode. Dari hasil penelitian besarnya capex adalah sebagai berikut:

Tabel 3
Capital Expenditure Tahun 2004-2006

Tahun	Rata-rata	Dev. Standar	Tertinggi	Terendah
2004	342.301.278	222.969.500	4.775.498.000	666.000
2005	145.882.467	180.000.076	2.094.579.000	164.000
2006	167.945.912	182.149.341	1.796.196.000	212.000

Dari tabel di atas, dapat diketahui bahwa rata-rata capex, pada tahun 2004 sebesar Rp. 342.301.278,- dengan deviasi standar Rp. 222.969.500,-; capex tertinggi Rp. 4.775.498.000,- dan terendah Rp. 666.000,-. Hal tersebut menunjukkan *range* capex sangat variatif, dengan *range* yang tinggi.

Terlebih pada tahun 2005 dan 2004 rata-rata capexnya menunjukkan lebih kecil dari deviasi standarnya. Hal ini menunjukkan terjadi *gap* capex antara perusahaan yang satu dengan yang lainnya. Hal ini dapat dilihat dalam tabel diatas *range* capex pada tahun 2004 sebesar Rp.4.774.832.000 (mendekati capex tertinggi). Pada tahun 2002 Rp.2094415000,- dan pada tahun 2003 Rp.1795984000,- (juga mendekati capex tertinggi).

Struktur Sumber Pendanaan

Masing-masing perusahaan dalam menerapkan kebijakan sumber pendanaan berkaitan dengan *capital expenditure* bervariasi, walaupun secara individual relatif konsisten. Dalam periode penelitian (tahun 2004 s/d 2006) struktur pendanaan dapat dilihat dalam tabel dibawah ini:

Tabel 4
Struktur Pendanaan Tahun 2004-2006

Tahun	Perankingan Sumber Pendanaan					
	123	213	132	231	312	321
2004	14	6	14	9	6	8
2005	8	3	11	2	6	2
2006	9	8	9	2	2	5

Keterangan:

1. Sumber dana dari *Retained Earning* (ReE)
2. Sumber dana dari *Long term debt* (LtD)
3. Sumber dana dari *Common Stock* (CS)

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa pada tahun 2001 perusahaan yang meranking sumber dana sesuai kebijakan *pecking order* dengan memprioritaskan laba ditahan dan hutang hanya 14

perusahaan dari 57 perusahaan, pada tahun 2005 hanya 8 perusahaan dari 32 dan pada tahun 2006, 9 dari 35 perusahaan.

Sedangkan perusahaan yang memprioritaskan hutang dan laba ditahan pada tahun 2004 sebanyak 6 perusahaan, pada tahun 2005 hanya 3 perusahaan dan pada tahun 2006 ada 8 perusahaan. Struktur pendanaan tersebut belum dikaitkan dengan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan *earning* yang efisien (*earning power*).

Struktur Kepemilikan Saham

Kepemilikan saham oleh para manajer selama periode penelitian (2004 sampai dengan 2006) adalah sebagai berikut:

Tabel 5
Struktur Kepemilikan Saham oleh Direktur

Rank	Jumlah	Prosentase
< 10%	8	10.12%
10% - 19.99%	12	15.20%
20% - 29.99%	21	26.59%
30% - 39.99%	24	30.38%
40% - 49.99%	7	08.86%
50% - 59.99%	4	05.06%
60% - 69.99%	1	01.26%
>70%	2	02.53%
	79	100%

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa sebagian besar manajer memiliki saham berkisar antara 20% s/d 39.99% sebanyak 45 perusahaan atau dengan kata lain 56.97% perusahaan mendistribusikan sahamnya kepada manajer sebanyak 20%-49.99%.

Earning Power

Laba yang diperoleh dari operasional yang efisien, memungkinkan manajer tertarik untuk menanamkan kembali sebagian labanya untuk reinvestasi. Perolehan *earning power* selama periode tahun 2004 s/d 2006 sebagai berikut:

Tabel 6
Perolehan *Earning Power* (EP)

EP	2004	2005	2006
> -30 %	1	1	1
-30% s/d -20%	1	1	0
-19,99% s/d -10%	3	1	8
-09,99% s/d 0%	9	24	23
0,01 % s/d 10%	42	38	37
10,01% s/d 20%	21	13	11
> 20%	4	3	1

Dari tabel di atas diketahui bahwa dari 81 perusahaan yang merugi tapi melakukan *capital expenditure* jumlahnya cukup signifikan, yaitu pada tahun 2004 ada 14 perusahaan (17,28%), tahun 2005 sebanyak 27 perusahaan (33.33%) dan pada tahun 2006 jumlahnya 32 perusahaan (39.50%).

Kebanyakan perusahaan pencapaian *earning power*nya masih di bawah 10%, yaitu pada tahun 2004 ada 42 perusahaan (51,85%), pada tahun 2005 ada 38 perusahaan (46,91%) dan pada tahun 2003 ada 37 perusahaan (45,68%).

Gejala tersebut menunjukkan bahwa kebanyakan perusahaan tidak menerapkan kebijakan *pecking order* karena sebagian besar perusahaan yang melakukan *capital expenditure* dalam keadaan kurang layak karena EP < 10% atau dibawah bunga modal rata-rata 12%.

Keterkaitan Kebijakan *Capital Expenditure*, *Earning Power* dan Perankingan Sumber Dana

Pemilihan salah satu atau kombinasi dari ketiga kelompok sumber modal: dari laba ditahan (*Retained earning*), Hutang (*Debt*) maupun menerbitkan saham baru, sangat tergantung oleh kebijakan manajer. Kombinasi ketiga kelompok tersebut dapat terjadi enam kemungkinan kombinasi. Kebijakan kombinasi perankingan dana (*Capex*, *EP* dan Sumber dana) dalam periode 2004 s/d 2006 dapat dilihat dalam tabel di bawah ini:

Tabel 7
Kebijakan *Capex* dan Sumber Pemenuhan Dana tahun 2004

Potensi E P	Ranking Pendanaan						Jumlah
	123	213	132	231	312	321	
EP>TB	6	1	3	0	2	1	13
EP=TB	0	1	0	0	0	0	1
EP<TB	8	3	11	9	4	5	40
EP minus	0	1	0	0	0	2	3
Jumlah	14	6	14	9	6	8	57

Pada tahun 2004, perusahaan yang melakukan *capital expenditure* dengan perankingan dan berkaitan *earning power*, yang benar-benar sesuai dengan kebijakan *Pecking order* hanya ada 6 perusahaan dari 57 perusahaan (10.53%) dan satu (1) perusahaan (91,75%) memprioritaskan dari hutang.

Tabel 8
Kebijakan *Capex* dan Sumber Pemenuhan Dana tahun 2005

Potensi E P	Ranking Pendanaan						Jumlah
	123	213	132	231	312	321	
EP>TB	5	1	3	0	2	1	12
EP=TB	0	0	0	0	0	0	0
EP<TB	2	2	6	2	3	0	15
EP minus	1	0	2	0	1	1	5
Jumlah	8	3	11	2	6	2	32

Pada tahun 2005, perusahaan yang melakukan *capital expenditure* dengan perankingan dan berkaitan *earning power*, yang benar-benar sesuai dengan kebijakan *Pecking order* hanya ada 5 perusahaan dari 32 perusahaan (15.63 %) dan satu (1) perusahaan (3,12 %) memprioritaskan dari hutang.

Tabel 9
Kebijakan *Capex* dan Sumber Pemenuhan Dana tahun 2006

Potensi E P	Ranking Pendanaan						Jumlah
	123	213	132	231	312	321	
EP>TB	4	0	2	0	0	0	6
EP=TB	0	1	0	1	0	1	3
EP<TB	5	6	7	0	2	3	23
EP minus	0	1	0	1	0	1	3
Jumlah	9	8	9	2	2	5	35

Pada tahun 2006, perusahaan yang melakukan *capital expenditure* dengan perankingan dan berkaitan *earning power*, yang benar-benar sesuai dengan kebijakan *Pecking order* hanya ada 4 perusahaan dari 35 perusahaan (11.43 %).

Dari ketiga tabel di atas, sebagian besar perusahaan dalam hal menerapkan kebijakan *capital expenditure* tidak sesuai dengan yang disarankan teori *pecking order*.

Kesimpulan dan Saran

1. Kebanyakan *earning power* yang dicapai perusahaan lebih besar dari pada *cost of capital*, namun tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan pendanaa *capital expenditure*. Dari hasil uji statistik diperoleh tingkat signifikansi setiap periodiknya lebih besar daripada tingkat toleransi 5% (periode tahun 2004 =0,310 ; tahun 2005= 0,067 dan pada tahun 2006= 0.055). Perusahaan yang menerapkan kebijakan *capital expenditure* pada *earning power* lebih besar atas biaya modalnya sebagai berikut :
Persentase Perusahaan yang menerapkan kebijakan *Capital Expenditure* Pada *Earning Power* lebih besar atas biaya modalnya (tahun 2004-2006). Tahun 2004 = 22,80% ; tahun 2005 = 37,50% ; dan tahun 2006 = 17,14%
2. Sebagian besar (85,96%) dalam hal menerapkan kebijakan Capex dan keputusan sumber pendanaan tidak sesuai kebijakan *pecking order*. Dengan kategori masing-masing sebagai berikut :

Tabel 10
Kategori Penerapan Kebijakan Capex

Kebijakan :	2004	2005	2006
Capex berdasarkan <i>Pecking Order</i>	24,56%	37,50%	25,79%
Sumber Pendanaan berdasarkan <i>Pecking Order</i>	35,09%	34,40%	48,60%
KC,KSPd – PO	14,04%	18,80%	14,03%

Hasil uji statistik menunjukkan tingkat signifikansi lebih besar dari α 0.05. (tahun 2004 =0,106 ; tahun 2005 = 0,349 dan tahun 2006 = 0,243)

Dengan demikian hipotesis I yang menyatakan : Keputusan Manager dalam menentukan kebijakan *Capital Expenditure* dan sumber pendanaan tidak berdasarkan prinsip *Pecking order*, terbukti.

3. Kebijakan capex dan kebijakan sumber pendanaan dipengaruhi secara signifikan oleh kepemilikan saham oleh manajer terbukti hasil t hitung = 2,4956 > t tabel = 1,9801 Hipotesis II yang menyatakan : Kepemilikan saham oleh manajer, berpengaruh positif signifikan terhadap *Capital Expenditure* dengan sumber pendanaan eksternal, juga terbukti.

Sebaiknya perusahaan dalam mengambil kebijakan *capital expenditure* dan penentuan sumber pendanaan didasarkan kebijakan *pecking order*, karena sumber dana internal konsekuensi biaya modalnya relatif lebih aman dan tidak terkena imbas fluktuasi ekonomi. Kebijakan *Capital Expenditure* dan kebijakan sumber pendanaan yang tidak didasari kemampuan *Earning Power*, dapat mempersulit finansial di masa yang akan datang. Kelemahan penelitian ini hanya menggunakan data sekunder, bukan dari perusahaan yang menjadikan obyek.

Daftar Pustaka :

- Adedeji, A., 1998, **Does The Pecking Order Hypoteses Explain the Dividend Payout Ratios of Firm in UK**, *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 : 1127-1155.
- Aruna W, Herman dan Sandy, 2003, **Faktor-faktor yang Merupakan Pertimbangan dalam Keputusan Dividen**, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, FE Unika Atma Jaya, Jakarta.
- Bambang, R., 2004, **Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan**, Badan Penerbit FE UGM, Yogyakarta
- Bathala, CT.KR.Moon, and R.P. Rao, 1994, **Managerial Ownership, Debt Policy. and the Impact of Institutional Holding : an Agency Perspective**, *Financial Management* 23, 38-50.
- Brigham , EF an JC Gapenski and PR Daves, 1999, **Intermediate Financial Management**, Six Th Edition, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publisher.
- Rozeff M, 1992, **How Companies Sets Their Dividend-Payout Ratio**, dalam JM; Setrn and D.H. Chew, *The Revolution in Corporate Finance*, Black Well Publisher, Oxford.

- Easterbrook F., 1984, **Two Agency Cost Explanation of Dividends**, American Economic Review 74, 650-659.
- Jensen M and W Meckling, 1976, **the Theory of the Firm : Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure**, Journal of Finance Economic 3, 305-366.
- Jensen M., 1986, **Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Over**, Journal of Political of Economy, 76; 323-329.
- Larcker, D.F. 1983, **the Association between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment**, Journal of Accounting and Economics, Vol 5 (April, p. 3-30)
- Mayangsari, Sekar dan Wilopo 2001. **Konservatisme Akuntansi, Value Relevance and Discretionary accrual : Implikasi Empiris Model Feltham-Ohlson (1996)**. Artikel ini dipresentasikan pada Seminar Nasional Akuntansi, IV di Bandung.
- McConnell, JJ & CJ Muscarella, 1985, **Corporate Capital Expenditures Decisions and the Market Values of the Firm**, Journal of Financial Economics, vol 14 (September). P. 399-422.
- McConnell, Jhon J. and Henri Servaes, 1990. **Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Values**, Journal of Financial Economics (27) : P. 595-612.
- Myers, S., 1977, **Determine of Corporate Borrowing**, Journal of Finance Economic 5, p : 147-176.
- Moh,d. MA, LG. Perry and J.N. Rimbey, 1998, **the Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross-Sectional Analysis**, Financial Review, August. Vol. 33 : P. 85-99.
- Nicholson, W., 1992, **Micro Economic Theory : Basic Principles and Extensions**, 5 th. Edition, the Dryden Press, Hinsdale, IL.
- Rozzeff.M., 1982, **Growth, Beta and Agency Cost as Determinant of Dividend Payout Ratios**, Journal of Financial Research vol. 5, p: 249-259.
- Sartono, A., 2001, **Long Term Financing Decicion : View and Practice of Financial Manager of Listed Public Firm in Indonesia**, Gajah Mada International Journal of Bussines, vol 3; p: 35-44.
- Wahidahwati, 2002a, **Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada Kebijakan Utang Perusahaan : Sebuah Perspektif Theory Agency**, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia (Januari) : hal; 1-16.
- Weston, J. Fred dan Copeland, 1997, **Manajemen Keuangan**, jilid 2, Alih bahasa, A. Jaka Wasana dan Kibrandoko, Binarupa Aksara, Jakarta.