

# **PENGUJIAN PECKING ORDER HYPOTHESIS MELALUI KETERKAITAN DIVIDEND PAYOUT RATIO, FINANCIAL LEVERAGE DAN INVESTMENT OPPORTUNITY**

**Yuharningsih**

Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta  
Jl. Lingkar Utara (SWK) No. 104, Condong Catur, Sleman, Yogyakarta – 55283

**Abstract:** *This study is aimed to examine the prediction of Pecking Order hypothesis in Indonesia by relationship between dividend payout ratio, financial leverage and investment opportunity. The Pecking Order hypothesis indicates there is negative relationship between dividend payout ratio and investment opportunity. The dividend payout ratio determinants are financial leverage, investment opportunity, cashflow, earnings and growth of sale. The financial leverage determinants are dividend payout ratio, investment opportunity, earnings, size and growth of sale. The investment opportunity determinants are dividend payout ratio, financial leverage, earnings, assets structure and Q ratio. The data is collected from 28 manufacturing is listed in Jakarta Stock Exchange for the period 2000 – 2004. Analyze of The simultaneous equation model is used computer statistic program; General Method of Moment (GMM) technics. These result imply that the have relationship simultans of dividend payout ratio, financial leverage and investment opportunity but no significant evidence that manufacturing companies in Indonesia tend to follow the Pecking Order hypothesis. In addition that dividend payout ratio and investment opportunity gives positif and significant influence, financial leverage and investment opportunity gives negative and significant influence, financial leverage gives positif and significant influence on dividend payout ratio but divedend payout ratio no significant influence on financial leverage.*

**Keywords:** *Pecking Order, dividend payout ratio, fihnancial leverage, investment opportunity*

*"You can make a lot more money by smart investment decision than by smart financing decision"* dilontarkan oleh Myers (1984). Tentu ia tidak mengatakan bahwa *investment decision* lebih penting dari *financing decision*, hanya saja dari pernyataan tersebut tersirat bahwa keputusan *financing* harus dibuat untuk mendukung adanya keputusan investasi perusahaan.

Tujuan apa yang hendak dicapai perusahaan dengan keputusan pendanaannya? Jawaban standar atas pertanyaan tersebut adalah; dengan rencana investasi yang dibuat oleh perusahaan akan dapat membentuk suatu struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal sehingga dapat memaksimalkan usaha dalam mencapai salah satu tujuan perusahaan yaitu kemakmuran dan kesejahteraan pemegang saham. Namun dengan adanya perbedaan karakteristik antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya

---

Korespondensi dengan penulis:

**Yuharningsih:** Telp. +62 274 486 255, Fax. +62 274 486 255  
E-mail: januar\_72@yahoo.com

menyulitkan untuk menetapkan struktur modal yang bagaimanakah yang ideal bagi suatu perusahaan.

Salah satu teori struktur modal adalah *Pecking Order Theory* yang diajukan oleh Myers dan Majluf (1984) serta Myers (1984): bahwa para manajer memilih tingkat pengeluaran modal yang mampu memaksimalkan kekayaan para pemegang saham saat ini, tanpa mempertimbangkan kepentingannya dalam perusahaan yang bersangkutan. Menurut teori ini struktur pendanaan mengikuti suatu hirarki yang dimulai dari sumber dana termurah yaitu dana internal hingga saham sebagai sumber terakhir. Jika struktur modal perusahaan dapat mempengaruhi biaya modalnya maka manajemen struktur modal merupakan hal yang penting dalam manajemen keuangan.

Penelitian empiris tentang *Pecking Order* telah banyak dilakukan di Indonesia seperti penelitian Pangeran (2000) dalam Masyhuri (2001) yang meneliti periode 1991–1996 mengemukakan bahwa *Pecking Order Theory* berlaku di Indonesia, hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan memperoleh laba akan semakin bergantung pada dana yang diperoleh secara internal. Penelitian Sartono (2001) pada perusahaan di luar sektor keuangan yang terdaftar di BEJ periode 1994–1998 dan juga Migunda (2001) periode 1994–1999; keduanya menemukan bahwa manajer perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti hirarki pendanaan *Pecking Order Theory*.

Sedang pengujian hipotesis *Pecking Order* yang dilakukan Allen (1993) belum menyeluruh, hanya mempelajari pengaruh dividen dan investasi terhadap *financial leverage* dan melihat pengaruh dividen, *financial leverage* pada investasi. Pengaruh *financial leverage* dan investasi pada dividen belum diteliti.

Mengingat bahwa manajemen struktur modal merupakan hal penting dalam manajemen keuangan, maka penelitian yang akan dilakukan

disini adalah untuk menguji secara empiris perilaku pendanaan pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEJ setelah krisis moneter periode 2000–2004 (periode 5 tahun) melalui analisis keterkaitan antara *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage* dan *Investment Opportunity* apakah menganut hirarki sesuai *Pecking Order Theory*. Dengan mengetahui keterkaitan ketiga hal tersebut akan membantu perusahaan dalam menentukan alternatif pendanaan dan investasi.

---

### PECKING ORDER THEORY

---

Myers (1984) berpendapat bahwa keputusan pendanaan berdasarkan *Pecking Order Theory* mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut: (1) perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal, (2) perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi, (3) kebijakan dividen bersifat *sticky*, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi, (4) bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan akan memilih sumber dana dari hutang karena dipandang lebih aman, dan penerbitan ekuitas baru merupakan pilihan terakhir sebagai sumber untuk memenuhi kebutuhan investasi.

*Pecking order Theory* adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) menyatakan tentang *Pecking Order Hypothesis* bahwa para manajer cenderung untuk membuat keputusan pendanaan dengan mengandalkan *internal cashflow* karena adanya informasi yang asimetrik antara mereka sendiri dan calon pemegang saham yang potensial. Ditunjukkan pula bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginter-

pretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas baru. Investor beranggapan bahwa penerbitan ekuitas baru dilakukan oleh para manajer apabila saham perusahaan dinilai lebih tinggi. Myers (1984) juga mengemukakan bahwa pemberitahuan penerbitan ekuitas-ekuitas baru menyebabkan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham, turun. Dengan demikian perusahaan akan lebih memilih mendanai investasinya berdasarkan suatu urutan risiko. Perilaku *Pecking Order* selain dipengaruhi oleh asimetri informasi juga cenderung didorong oleh adanya pajak dan biaya transaksi.

Secara ringkas *Pecking Order Theory* menurut Brealey dan Myers (1991) yang dikutip oleh Husnan (1996) menyatakan: (1) Perusahaan lebih menyukai *internal financing*. (2) Perusahaan akan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan dan menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis. (3) Pembayaran dividen yang cenderung konstan dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga mengakibatkan dana internal kadang berlebih ataupun kurang untuk investasi. (4) Apabila *external financing* diperlukan maka lebih dulu perusahaan menerbitkan sekuritas paling aman, penerbitan obligasi yang dikonversi menjadi modal sendiri, setelah itu baru akhirnya menerbitkan saham.

### **Keterkaitan Dividen Payout Ratio dengan Financial Leverage**

Bahwa perilaku *Pecking Order Theory* dapat disebabkan oleh kebijakan dividen perusahaan yang akan mempengaruhi penggunaan *retained earnings*. Besar dividen masa lalu akan mempengaruhi besar pembayaran dividen untuk saat ini dan juga untuk masa yang akan datang. Para manajer dan *shareholder* akan mengharapkan pembayaran dividen, yang sebagian besar ditentukan melalui proses pertimbangan atas keuntungan yang telah diperoleh di masa lalu. Jika pembayaran sebelumnya besar maka para manajer

dan *shareholder* mungkin akan mengharapkan dividen yang lebih besar untuk masa yang akan datang sehingga kebutuhan kas yang meningkat mendorong peningkatan pinjaman, berarti rasio *leverage* akan meningkat pula. Jadi perusahaan dengan *dividend payout ratio* tinggi, akan melakukan peminjaman lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan *dividend payout ratio* kecil.

Keterkaitan DPR dengan FL dapat ditunjukkan: jika DPR tinggi dengan *internal fund* yang terbatas perusahaan harus memenuhi kebutuhan dananya dengan *leverage*. Dan jika kebutuhan dana terus berlanjut maka kondisi ini akan mempengaruhi dalam kebijakan dividen atau dividen disesuaikan dengan *earnings* yang baru. Sebaliknya jika dana dari *leverage* tinggi dan digunakan untuk pertumbuhan perusahaan, maka peningkatan *earnings* diharapkan akan meningkatkan kebijakan dividen.

### **Keterkaitan Dividen Payout Ratio dengan Investment Opportunity**

Bahwa pembayaran dividen masa lalu akan mempengaruhi besarnya *retained earnings* dan besar dana yang dapat digunakan untuk investasi di masa yang akan datang. Adanya asimetri informasi menyebabkan perilaku perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen dijadikan sebagai sinyal bagi prospek perusahaan di masa yang akan datang. Easterbrook (dalam Wibowo dan Erkaningrum, 2002) menyatakan: dividen merupakan alat bagi *shareholder* untuk mendorong manajemen agar mendapatkan modal di pasar yang kompetitif. Pembayaran dividen akan mempengaruhi *internal equity* yang ada dalam perusahaan dan mempengaruhi keputusan perusahaan untuk melakukan investasi atau reinvestasi. Dapat diartikan bahwa DPR yang semakin tinggi menyebabkan peluang untuk investasi kecil.

Tingginya kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan. Perusahaan dengan

*investment opportunity* tinggi, perlu *internal equity* yang memadai sehingga mendorong perusahaan melakukan pembagian dividen dalam jumlah kecil. Sebaliknya perusahaan yang *investment opportunity* kecil, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi.

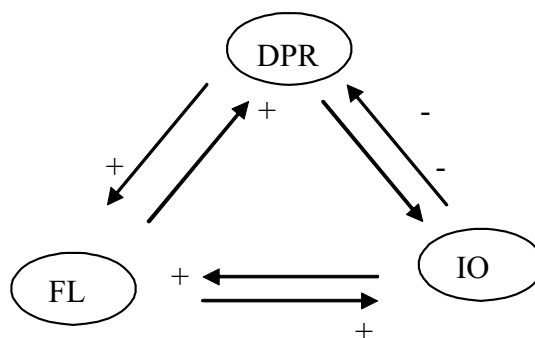
Maka dapat disimpulkan bahwa peluang investasi yang tinggi akan berpeluang menggunakan *internal equity* yang tinggi sehingga bagian laba yang dibagikan sebagai dividen menurun. Sebaliknya jika *dividend payout ratio* nya tinggi berimbas pada *internal equity* yang terbatas sehingga peluang investasi turun.

**Keterkaitan *Financial Leverage* dengan *Investment Opportunity***

Allen (1993) menemukan bahwa *financial leverage* berhubungan positif dengan investasi dan juga Adedeji (1998) menemukan bahwa investasi berhubungan positif dengan *financial leverage*. Masyuri (2001) menyatakan bahwa *investment opportunity* dalam *Pecking Order* memiliki pengaruh dalam menentukan pengeluaran pendanaan. Apabila *investment opportunity* di masa yang akan datang berpeluang lebih baik dan menguntungkan maka manajer berusaha untuk mengambil peluang tersebut demi mensejahterakan dan memakmurkan para pemegang saham, sehingga pendanaan akan meningkat sesuai peningkatan *investment opportunity*. Kesempatan investasi akan mempengaruhi *financial leverage* jika *internal equity* untuk mendanai investasi tidak mencukupi. Seberapa besar *leverage* harus dilakukan tergantung seberapa besar kesempatan investasi yang dimiliki.

Maka hubungan keduanya dapat diartikan bahwa *financial leverage* yang tinggi akan berpeluang pertumbuhan investasi yang tinggi. Sebaliknya dengan adanya kesempatan investasi yang tinggi sementara *internal equity* untuk mendanai terbatas maka *investment opportunity*

tersebut akan berpengaruh terhadap *leverage*. Dengan demikian maka terdapat keterkaitan antara *financial leverage* dengan *investment opportunity*.



**Gambar 1. Keterkaitan DPR, FL dan IO Pada Pengujian Pecking Order Theory**

---

**HIPOTESIS**

---

**Keterkaitan *Dividen Payout ratio*, *Financial leverage* dan *Investment Opportunity***

Kebijakan dividen yang besar di masa lalu akan meningkatkan kebutuhan kas dimasa yang akan datang, sehingga mendorong peningkatan pinjaman yang lebih besar. Kebijakan dividen akan mempengaruhi *retained earnings* sebagai *internal equity* yang akan mempengaruhi keputusan investasi. Besar kecilnya *investment opportunity* atau kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan berpengaruh terhadap dividen yang akan dibagikan. Jika kesempatan investasi yang dimiliki tinggi maka akan mendorong perusahaan untuk membagikan dividen dalam jumlah kecil dan demikian sebaliknya. Tingginya kesempatan investasi yang dimiliki menyebabkan pendanaan yang dibutuhkan juga meningkat, yang berarti *financial leverage* meningkat. Sebaliknya besarnya

*financial leverage* yang ditarik akan mempengaruhi investasi yang harus dilakukan untuk waktu yang akan datang.

Maka hipotesis1 dapat dirumuskan sbb.:

**H<sub>1</sub>** : Bahwa ada keterkaitan antara *Dividen Payout Ratio*, *Financial Leverage* dan *Investment Opportunity*

**Faktor-faktor yang mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*:**

Abimbola Adedeji (1998) pada penelitiannya "*Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firms in The UK*" menemukan bahwa *financial leverage* mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Perusahaan dengan prospek baik cenderung memenuhi pembayaran dividen dengan *debt* dalam jangka pendek. Tetapi jika prospek perusahaan kurang baik, maka kebutuhan yang terus menerus akan diatasi dengan menyesuaikan *dividend payout ratio* dengan tingkat *earning* yang baru . Ditemukan juga bahwa investasi berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Jika prospek perusahaan baik akan tercermin dengan banyaknya peluang investasi; sehingga mempengaruhi besarnya pembayaran dividen. Perusahaan akan cenderung melakukan pembayaran dividen dalam jumlah kecil karena untuk meningkatkan *internal equity* yang akan digunakan untuk mendanai investasi. Demikian juga sebaliknya jika perusahaan kurang mempunyai kesempatan investasi maka akan menaikkan dividen rasio dan menurunkan proporsi *return earning* nya.

Gill dan Green (1993) dalam Adedeji (1998) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif pada pembayaran dividen. Karena likuiditas merupakan kemampuan untuk membayar semua kewajiban yang harus segera dipenuhi, maka dalam kaitan kemampuan membayar dividen akan lebih jelas kalau dicerminkan oleh arus kas (*cashflow*).

Semakin tinggi *cash ratio* akan semakin besar kemampuan perusahaan dalam membayar dividen (Riyanto, 1998). *Dividend payout ratio* selain dipengaruhi oleh *financial leverage* dan investasi, juga dipengaruhi oleh *earnings* atau *profitabilitas* (Brigham, 1999). Menurut Lintner (1985) semakin besar *earnings* semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Akses perusahaan di pasar modal dapat tercermin oleh kemampuan mengembangkan nilai penjualannya, hal ini dapat menunjukkan prospek yang baik atas kinerja perusahaan. Pengembangan nilai penjualan atau *Growth of sale* yang meningkat umumnya akan didanai dengan *internal funds*, sehingga akan berpengaruh negatif terhadap dividen (Brittain, 1964). Berdasar hasil temuan tersebut, maka hipotesis 2 dapat dirumuskan sebagai berikut :

**H<sub>2a</sub>** = *Financial leverage* berpengaruh positif pada *dividend payout ratio*

**H<sub>2b</sub>** = *Investment opportunity* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*

**H<sub>2c</sub>** = *Cashflow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

**H<sub>2d</sub>** = *Earnings* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

**H<sub>2e</sub>** = *Growth of sale* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*

**Faktor-faktor yang mempengaruhi *Financial Leverage***

Besarnya pembayaran dividen mempengaruhi besarnya *internal equity* yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana, karena *retained earning* yang rendah maka akan mendorong rasio leverage yang lebih tinggi. Penelitian Baskin (1989) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*. Sedang Allen (1993) menyimpulkan bahwa dividen berpengaruh negatif terhadap *financial leverage*.

Kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi *leverage* jika *internal equity* untuk mendanai investasi tidak mencukupi. Maka perusahaan yang mempunyai *investment opportunity* yang tinggi dan *profitable* akan mendanai investasi tersebut dengan melakukan peminjaman dalam jumlah besar. Wibowo dan Erkaningrum menyimpulkan bahwa investasi mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage* keuangan. Hasil ini selaras dengan hasil penelitian Baskin (1989) dan Adedeji (1998).

Tingkat *earnings* berpengaruh negatif terhadap *financial leverage*; perusahaan dengan *earnings* tinggi cenderung menggunakan *retained earning* sebagai *internal equity* untuk memenuhi kebutuhan dana sehingga penggunaan utang berkurang atau tingkat *leverage* menjadi rendah. Penelitian Wibowo dan Erkaningrum (2002) menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Akses perusahaan ke pasar modal dicerminkan oleh *size*. Perusahaan dengan *size* besar akan mempunyai kemampuan menghimpun dana dalam waktu singkat dan mempunyai kesempatan peminjaman yang lebih besar dibanding perusahaan dengan *size* kecil. Penelitian Wibowo dan Erkaningrum menunjukkan hubungan yang positif antara *size* dengan *leverage*. Sedang menurut hasil penelitian Adedeji (1998) *size* tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Pertumbuhan penjualan hubungannya dengan *leverage* dikemukakan oleh Brigham (1998): bahwa makin cepat pertumbuhan tingkat penjualan (*Growth of Sale*) akan makin besar kebutuhannya akan pembiayaan tambahan. Artinya dengan dana internal tidak mencukupi sehingga perlu tambahan dana eksternal yang berarti *financial leverage* naik.

Hipotesis 3 dapat dirumuskan berdasarkan kajian teori dan hasil-hasil penelitian tersebut adalah:

$H_{3a}$  = *Dividend payout ratio* berpengaruh positif terhadap *financial leverage*

$H_{3b}$  = *Investment opportunity* berpengaruh positif terhadap *financial leverage*

$H_{3c}$  = *Earnings* berpengaruh negatif terhadap *financial leverage*

$H_{3d}$  = *Size* berpengaruh positif terhadap *financial leverage*

$H_{3e}$  = *Growth of sale* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

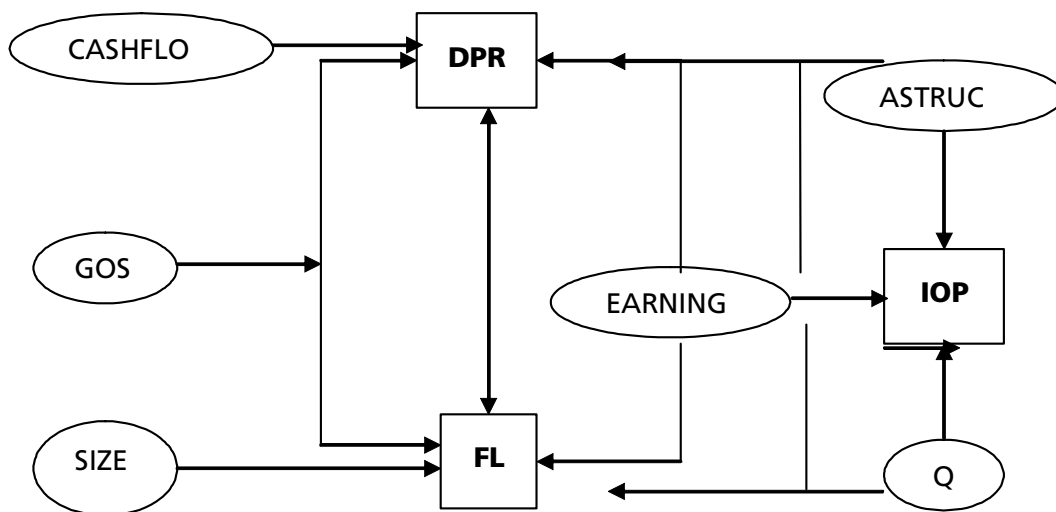
### **Faktor-faktor yang mempengaruhi Investment Opportunity**

*Investment opportunity* merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi, oleh karena itu diperlukan proksi (Hartono, 1998). Dalam penelitian ini akan digunakan proksi berbasis pada investasi yaitu menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan *investment opportunity* perusahaan. Perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi juga akan mempunyai tingkat investasi yang sama tinggi, yang dikonversi menjadi *asset* yang dimiliki (Kallapur dan Trombley, 2001).

Besarnya pembayaran dividen akan mempengaruhi investasi; dividen yang tinggi menyebabkan *retained earning* rendah sehingga akan mengurangi dana yang tersedia untuk investasi dalam periode selanjutnya. Maka dividen berpengaruh negatif terhadap peluang investasi. Perusahaan dengan prospek yang baik akan mengatasi masalah kebutuhan dana dengan melakukan peminjaman untuk memanfaatkan kesempatan investasi, artinya dengan *investment opportunity* yang tinggi berpengaruh terhadap *leverage* yang tinggi. Hasil penelitian Allen (1993) menemukan bahwa *financial leverage* berhubungan positif dengan investasi.

*Earnings* yang tinggi mampu digunakan untuk mendanai kesempatan investasi, oleh karena itu terdapat hubungan positif antara *earnings* dengan kesempatan investasi. (Baskin, 1989) dalam Wibowo dan Erkaningrum menemukan bahwa





**Gambar 2**  
**Kerangka Pikir Analisis Hubungan Simultan Variabel DPR, FL dan IOp**

**METODE**

**Populasi dan Sampel.**

Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ periode pasca krisis yaitu tahun 2000 - 2004. Pemilihan obyek penelitian hanya pada industri manufaktur, dengan alasan ingin mengetahui relevansi dan konsistensi hasil penelitian ini dengan peneliti-peneliti terdahulu serta ingin mengetahui apakah *Pecking Order Theory* dapat digeneralisir berlaku bagi perusahaan manufaktur. Sampel penelitian ini adalah data perusahaan tahun 2000 – 2004, yang melaporkan laporan keuangan secara lengkap, terus menerus dan dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Jumlah sampel sebanyak 28 perusahaan dengan jangka waktu 5 tahun.

**Pengukuran Variabel**

- *Dividend payout ratio (DPR) = (Dividend Cash / Earnings Pershare) x 100%*
- *Financial Leverage (FL) = Total Debt / Total Assets*

- *Investment Opportunity (IOp) diproksikan dengan Earning / Price ratio (EP) EP = Primary EPS before extraordinary items / Share Closing Price*
- *Cashflow = Operating Income – Change in net Operating Assets Change in net Operating Assets = (Total Assets – Total Liabilities)*
- *Earnings diproksikan dengan ROA = Operating Income / Total Assets*
- *Size of firm (Sz) = ln Total Assets*
- *Growth of Sale (GoS) = (S<sub>t</sub> – S<sub>t-1</sub>) / S<sub>t-1</sub>*
- *Assets Structure (Astruc) = Total Fixed Assets net / Market Value of The Firm Market Value of The Firm = Total Debt + Market Value of Equity Market Value of Equity = Jumlah lembar saham x closing price*
- *Q ratio diproksikan dengan Expected Growth, Adedeji (1998), direpresentasikan dengan Price to Book Value Ratio (PBV ratio).*

**Model dan Teknik Pengujian Hipotesis**

Dengan sampel 28 perusahaan periode 2000-2004 maka total panel observasi adalah 140; akan diuji dengan estimasi *Generalized Method of Moment*



HASIL

Hasil pengujian model dengan program komputer statistik metode GMM terlihat dalam Tabel 1

(GMM). Teknik GMM diharapkan menghasilkan penaksir yang *robust*, daripada menggunakan OLS, TSLS, maupun 3SLS pada data panel (Pyndick, 1998). Teknik GMM dapat menghasilkan penaksir yang *robust* terhadap *heteroskedasticity* dan/atau *autocorrelation* dari *form* yang tidak diketahui.

Tabel 1. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel Dependen: Dividend Payout ratio			Variabel Dependen: Financial Leverage			Variabel Dependen: Investment Opportunity		
Var. Independ	Prediksi	Koefisien	Var. Independ	Prediksi	Koefisien	Var. Independ	Prediksi	Koefisien
Konstanta		33,80342 (4,758)***	Konstanta		17,36134 (11,764)***	Konstanta		0,68714 (3,588)***
FL	Positif (H <sub>1a</sub> , H <sub>2a</sub> )	5,95985 (2,287)**	DPR	Positif (H <sub>1c</sub> , H <sub>3a</sub> )	0,00145 (0,138)	DPR	Negatif (H <sub>1d</sub> , H <sub>4a</sub> )	0,006242 (1,9230)*
Iop	Negatif (H <sub>1b</sub> , H <sub>2b</sub> )	4,18405 (1,713)*	IOp	Positif (H <sub>1c</sub> , H <sub>3b</sub> )	-0,33537 (- 1,687)*	FL	Positif (H <sub>1d</sub> , H <sub>4b</sub> )	-0,0602 (- 2,103)**
Cashflow	Positif (H <sub>2c</sub> )	-0,00003 (-4,45)***	Earnings	Negatif (H <sub>3c</sub> )	-3,95724 (-4,134)***	Earnings	Positif (H <sub>4c</sub> )	0,001314 (0,0024)
Earnings	Positif (H <sub>2d</sub> )	6,46704 (0,209)	Size	Positif (H <sub>3d</sub> )	-0,58543 (- 8,723)***	Astruc	Negatif (H <sub>4d</sub> )	-1,6651 (- 2,553)**
GoS	Negatif (H <sub>2e</sub> )	-1,58317 (-2,78)***	GoS	Positif (H <sub>3e</sub> )	0,006615 (0,3915)	Q	Positif (H <sub>4e</sub> )	-0,02778 (- 1,657)*
Equation R <sup>2</sup> = 0,9468			Equation R <sup>2</sup> = 0,7213			Equation R <sup>2</sup> = 0,3456		
Keterangan : * : Sig. 0,10    ** : Sig. 0,05    *** : Sig. 0,01								

Jika variabel DPR, FL dan IOp adalah variabel yang saling terkait satu sama lainnya maka variabel DPR haruslah merupakan fungsi dari FL dan IOp, setelah dilakukan pengontrolan atas faktor – faktor lain (variabel instrumen). Demikian juga FL haruslah merupakan fungsi dari DPR dan IOp, setelah dilakukan pengontrolan atas faktor – faktor lain. Dan variabel IOp haruslah merupakan fungsi dari DPR dan FL setelah dilakukan pengontrolan terhadap faktor– faktor lain.

Keseluruhan hubungan fungsional dapat dirumuskan dalam persamaan:

$$DPR = f(FL, IOp, Cashflow, Earnings, GoS)$$

$$FL = f(DPR, IOp, Earnings, Sz, GoS)$$

$$IOp = f(DPR, FL, Earnings, AStruc, Q)$$

Dari Tabel 1, hubungan Simultansi variabel endogen DPR, FL dan IOp :

- **DPR = 33,803 + 5,960 FL + 4,184 IOp – 0,00003 Cashflow + 6,467 Earnings – 1,583 GoS**

Variabel FL dan IOp positif signifikan terhadap DPR, ini berarti Variabel FL dan IOp sebagai variabel determinan penting dalam mempengaruhi DPR.

- **FL = 17,361 + 0,0014 DPR – 0,335 IOp – 3,957 Earnings – 0,585 Size + 0,007 GoS**

Variabel DPR tidak signifikan, sedang IOp negatif signifikan; berarti IOp merupakan variabel penting yang mempengaruhi FL sedang DPR tidak.

## KEUANGAN

■  $IOp = 0,687 + 0,006 DPR - 0,060 FL + 0,0013Earnings - 1,665 Astruc - 0,028 Q$

Variabel DPR positif signifikan dan FL negatif signifikan. Menunjukkan bahwa variabel DPR dan FL adalah sebagai variabel penting dalam mempengaruhi IOp.

Adanya hubungan searah dan signifikan antar ketiga variabel, menyimpulkan bahwa ada keterkaitan secara simultan antara DPR, FL dan IOp,

simultan negatif signifikan, antara FL dan IOp dapat dijelaskan: *Leverage* yang tinggi karena mempertahankan DPR menyebabkan IOp turun. Demikian juga jika kesempatan investasi kecil sementara DPR stabil harus dipertahankan maka menyebabkan harus menarik dana dari luar yang akhirnya FL akan naik.

Perbandingan Hipotesis dengan hasil Uji GMM terlihat pada Tabel 2.

**Tabel 2. Perbandingan Hipotesis dengan Hasil Estimasi GMM**

Var.Depend DPR	Hipotesa	Hasil Est GMM	Var.Depend FL	Hipotesa	Hasil Est GMM	Var.Depend IOp	Hipotesa	Hasil Est GMM
FL	+	+**	DPR	+	+	DPR	(-)	+*
IOp	(-)	+*	IOp	+	(-) <sup>*</sup>	FL	+	(-) <sup>**</sup>
Cashflow	+	(-) <sup>***</sup>	Earnings	(-)	(-) <sup>***</sup>	Earnings	+	+
Earnings	+	+	Size	+	(-) <sup>***</sup>	AStruc	(-)	(-) <sup>**</sup>
GoS	(-)	(-) <sup>***</sup>	GoS	+	+	Q	+	(-) <sup>*</sup>

Keterangan :

+/- menunjukkan arah hubungan

\* signifikansi pada taraf 0,10

\*\* signifikansi pada taraf 0,05

\*\*\* signifikansi pada taraf 0,01

maka ( $H_1$ ) terbukti. meskipun variabel DPR terhadap FL kurang kuat.

Pengaruh simultan Variabel FL dan DPR dengan arah positif dapat disimpulkan bahwa, dengan DPR tinggi yang tidak tercukupi dengan *internal funds* akan digunakan dana pinjaman sehingga meningkatkan FL. Peningkatan FL sekaligus untuk pertumbuhan maka laba meningkat yang akhirnya akan meningkatkan DPR. Pengaruh simultan signifikan antara DPR dan IOp, dengan arah hubungan positif, menunjukkan bahwa kesempatan investasi yang tinggi (dengan NPV positif) berakibat *return* tinggi sehingga laba yang dibagikan sebagai dividen maupun *retained earnings* juga tinggi. Adanya *internal funds* tinggi, peluang investasi tinggi. Adanya pengaruh

Hipotesis yang terbukti berdasar Tabel 2 adalah:

*Financial Leverage* (FL) berpengaruh positif terhadap *Dividen Payout Ratio* (DPR), *Growth of Sale* (GoS) berpengaruh negatif terhadap *Dividen Payout Ratio* (DPR), *Earnings* berpengaruh negatif terhadap *Financial Leverage* (FL), dan *Assets Structure* (AStruc) berpengaruh negatif terhadap *Investment Opportunity* (IOp)

### Efek Variabel Eksogen terhadap Variabel Endogen

(1) Variabel *Cashflow* dan GoS, memiliki efek penting pada variabel DPR, ditunjukkan dengan koefisien *Cashflow* dan GoS yang signifikan. Sedangkan variabel *Earnings* tidak signifikan. (2) Variabel *Earnings* dan *Size* pada persamaan FL menunjukkan

negatif signifikan, sedang GoS tidak signifikan terhadap perubahan FL. (3) Variabel Astruc dan Q ratio menunjukkan koefisien yang signifikan, artinya bahwa Astruc dan Q ratio memiliki efek penting dalam perubahan IOp. Sedang variabel *Earnings* tidak signifikan

penelitian yang sejalan dengan Wibowo, Erkaningrum adalah *Profitability* atau *Earnings* berpengaruh negatif terhadap *Financial Leverage*; variabel yang lain memberikan kesimpulan yang berbeda.

Dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia cenderung urutan

**Tabel 3. Perbandingan Hasil Penelitian Terdahulu Dengan Penelitian ini**

Var.Independen	Pengaruh terhadap Dividen Payout Ratio		
	Abimbola Adedeji	Wibowo,Erkaningrum	Penelitian ini
DIV/DPR	Na	Na	Na
FL	Positif	Negatif	Positif
INV/IOp	Negatif	TB	Positif
Pro/Earnings	TB	Negatif	TB
Var.Independen	Pengaruh terhadap Financial Leverage		
	Abimbola Adedeji	Wibowo,Erkaningrum	Penelitian ini
DIV/DPR	Positif	Negatif	Positif
FL	Na	Na	Na
INV/IOp	Positif	Positif	Negatif
Pro/Earnings	TB	Negatif	Negatif
Var.Independen	Pengaruh terhadap Investment Opportunity		
	Abimbola Adedeji	Wibowo,Erkaningrum	Penelitian ini
DIV/DPR	Negatif	TB	Positif
FL	TB	TB	Negatif
INV/IOp	Na	Na	Na
Pro/Earnings	TB	TB	TB

Keterangan :

Na : not applicable

TB : tidak berpengaruh signifikan

## PEMBAHASAN

Dari tabel 3 bisa dijelaskan bahwa: persamaan hasil penelitian ini dengan penelitian Abimbola Adedeji terletak pada pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Dividen Payout Ratio*; Variabel *Pro/Earnings* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividen Payout Ratio*; *Dividen Payout Ratio* berpengaruh positif terhadap *Financial Leverage*; dan kesamaan yang lain adalah *Pro/Earnings* sama-sama tidak berpengaruh terhadap *Investment Opportunity*. Sedang Variabel lain memberikan hasil yang berbeda dengan hasil penelitian dari Abimbola Adedeji. Sedang hasil

pendanaannya tidak mengikuti hirarki sesuai *Pecking Order theory*; hasil penelitian menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* berpengaruh positif terhadap *Investment Opportunity*, sebaliknya *Investment Opportunity* juga menunjukkan berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*. Sementara Hipotesis *Pecking Order* terbukti jika *Dividend Payout Ratio* dan *Investment Opportunity* mempunyai pengaruh simultan negatif sesuai hasil penelitian Adedeji (1998) maupun penelitian Allen (1993). Juga *Financial Leverage* dan *Investment Opportunity* secara simultan berpengaruh negatif. Sedang *Pecking Order*

terbukti jika *Financial Leverage* dan *Investment Opportunity* secara simultan berpengaruh positif (Adedeji, 1998).

---

## KESIMPULAN DAN SARAN

---

### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris perilaku pendanaan pada perusahaan manufaktur. Menurut hipotesis *Pecking Order* bahwa (a) Para manajer bergantung pada *internal funds* dalam usaha mereka untuk melakukan *capital expenditure* atau melaksanakan *Investment Opportunity*; dengan kata lain bahwa *internal funds* naik versus *Dividend Payout Ratio* turun menyebabkan Investasi naik. Jadi *Dividend Payout Ratio* berpengaruh negatif terhadap *Investment Opportunity*. (b) Jika dana internal tidak mencukupi untuk pendanaan maka hirarki berikutnya adalah Utang sehingga *Financial Leverage* naik akan diikuti dengan Investasi yang naik. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* berpengaruh positif terhadap *Investment Opportunity* dan juga *Financial Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Investment Opportunity*; maka tidak sesuai dengan *Pecking Order Theory* sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur tidak menganut hirarki sesuai *Pecking Order Theory*.

Dalam pengujian *Pecking Order Hypothesis* ditunjukkan oleh hubungan searah (+) antara *Dividend Payout Ratio* dengan *Financial Leverage*, hubungan searah (-) antara *Dividend Payout Ratio* dengan *Investment Opportunity* dan hubungan searah (+) *Financial Leverage* dengan *Investment Opportunity*. Hasil penelitian menunjukkan terjadi hubungan searah (+) antara *Dividend Payout Ratio* dengan *Financial Leverage*, hubungan searah (+)

antara *Dividend Payout Ratio* dengan *Investment Opportunity* dan hubungan searah (-) antara *Financial Leverage* dengan *Investment Opportunity*. Maka hasil penelitian yang menunjukkan terjadinya hubungan searah membuktikan ada keterkaitan simultansi antara *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage* dan *Investment Opportunity*, meskipun hipotesis *Pecking Order* tidak terbukti. Hipotesis yang terbukti berdasar Hasil uji GMM adalah :*Financial Leverage* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*, *Growth of Sale* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*, *Earnings* berpengaruh negatif terhadap *Financial Leverage* dan Astruc berpengaruh negatif terhadap *Investment Opportunity*. Sedang hipotesis yang tidak terbukti tetapi berpengaruh nyata adalah: variabel yang mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* yaitu *Investment Opportunity* (+) dan *Cashflow* (-); variabel yang mempengaruhi *Financial Leverage* yaitu *Investment Opportunity* (-) dan *Size* (-) dan variabel yang mempengaruhi *Investment Opportunity* yaitu *Dividend Payout Ratio* (+), *Financial Leverage* (-), *Asset Structure* (-) dan *Q ratio* (-)

### Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan yaitu sampel yang digunakan hanya perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 2000 – 2004 dan terus menerus membagikan dividen, maka hasil penelitian ini tidak dapat mencerminkan keadaan seluruh perusahaan di Indonesia; juga teknik pengujian yang digunakan adalah dengan program GMM (*Generalized Method of Moment*). Untuk itu disarankan kepada peneliti sejenis berikutnya untuk mengembangkan penelitian ini pada perusahaan-perusahaan lain dan dengan metode pengujian yang berbeda (3 SLS, OLS dsb); untuk memperoleh hasil yang dapat diperbandingkan dengan penelitian-penelitian terdahulu.

---

**DAFTAR PUSTAKA**


---

- Adedeji, A 1998, Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratio of Firms in The UK?, *Journal of Business Finance & Accounting* Vo. 25, No.9 dan No.10.
- Allen, D.E. 1993, The Pecking Order Hypothesis; Australian Evidence. *Applied Financial Economics*, Vol.3.
- Awat, N. 1999, *Manajemen Keuangan; Pendekatan Matematis*. Penerbit PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Baskin, J.B. 1989. An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, Vol. 18, pp. 26-35.
- Brigham, E F. and Gapenski. LC. 1999. *Intermediate Financial Management*, Sixth Edition. The Dryden Press Harcourt Brace College Publisher, USA.
- Chaerul D.D, dan Gina H. 2001, Pengujian Pecking Order Hypothesis pada Emiten di Bursa Efek Jakarta 1994 dan 1995. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol. 4, No.3.
- Gaver, JJ, and Kenneth MG. 1993. Additional Evidence on the Assosiations between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal Accounting and Economics*.
- Hartono, J. 1998. *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta BPFE.
- Hermeindito, K. 2003. Prediksi Struktur Modal Berbasis Pecking Order Theory Pada Kondisi Ekonomi Normal dan Ekonomi Krisis, *Kajian Bisnis STIE Widya Wiwaha*, Yogyakarta No. 28.
- Husnan, S. 1996. *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)* Edisi 4 BPFE Yogyakarta.
- Kallapur, Trombley, M.A, and Sanjay. 1999. The Assosiation Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 26, pp. 505-519
- Masyhuri, H .2001. Internal Cashflow, Insider Ownership, Investment Opportunity dan Capital Expenditure: Suatu Pengujian terhadap Hipotesis Pecking Order dan Manajerial. *Tesis*. Progam Studi Manajemen Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Migunda, D. 2001. Internal Cashflow, Insider Ownership, and Capital Expenditure : A test of the Pecking Order and Managerial Hypothesis in A Non Crisis and Crisis Situation. *Tesis*. Program Pasca Sarjana (Magister Sains) Fakultas Ekonomi UGM Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Myers, S.C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 34, pp. 575-592.
- Myers, S.C and Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information that Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. Vol. 13, pp. 187-221
- Pangeran, P. 2000. Pemilihan antara Penanaman Sekuritas, Ekuitas dan Hutang: Suatu Pengujian empiris terhadap Pecking Order Theory dan Balance Theory. *Tesis*. Program Pasca Sarjana (Magister Sains) Fakultas Ekonomi UGM Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Pyndick, R, S dan Rubinfeld, LD. 1998. *Econometric Models and Economics Forecast*. Mc. Graw-Hill, Singapore.
- Riyanto, R. 1995. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi 4 BPFE Yogyakarta.

## KEUANGAN ■■■■■

Sartono, A. 2000, *Manajemen Keuangan; Ringkasan Teory*, BPFE Yogyakarta

\_\_\_\_\_. 2001. Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manajer Dalam Perusahaan Terhadap Pembelanjaan Modal: Manajerial Hypothesis atau Pecking Order Hypothesis?, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 16, No. 1.

Wibowo, A.J dan Erkaningrum, F.S. 2002. Studi Keterkaitan antara Dividend Payout Ratio,

Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order. *Proceeding*. Simposium Nasional Keuangan, No. 57.

Winata, I,K .2001. Analisis Kebijakan Dividen dan Pengaruhnya Pada Harga Saham Perusahaan Manufaktur di Indonesia yang masuk Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Program Studi Manajemen Pasca Sarjana Universitas Erlangga Surabaya.