

KEPUTUSAN PENDANAAN : PILIHAN KEPUTUSAN HUTANG DAN EKUITAS

Tettet Fitrijanti

Universitas Padjajaran

This paper investigates the role of lag in estimated leverage and lag leverage, as sub-variables of targeted leverage, as they affect the probable course that will be taken by a firm in its financing decision. The financing options that are the subjects in this investigation are: bond issuance and share buyback which increase a firm's leverage, and issue of stocks and repayment of bonds which decrease a firm's leverage. Sample data are taken from non-finance companies issuing their stocks and bonds on BEI. The methods used are binomial and multinomial logit regression. This research shows that: in the event that lag in estimated leverage increases, it indicates a higher debt capacity of a firm, the probability of the firm to repurchase their stocks is greater than its probability for not making any financing decision; a high lag in estimated leverage does not affect the probability of a firm to issue new bonds; a diminishing lag leverage does not affect the probability of a firm to issue new stocks and repay their bonds; in the event that lag leverage decreases, a firm will respond by issuing new bonds or repurchasing its stocks, however an increasing lag leverage is not always responded by stock issuance or repayment of bonds, instead the firm's leverage will increase.

Keywords: financing decision, capital structure, targeted leverage

PENDAHULUAN

Emiten saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun ke tahun mengalami pertumbuhan positif. Begitu pula dengan emiten obligasi. Rata-rata pertumbuhan emiten saham 7,8% pertahun, sementara pertumbuhan emiten obligasi 13% pertahun. Nilai kumulatif emisi obligasi bertumbuh 29%, sementara emisi saham 15%. Jumlah emiten yang melakukan *right issue* naik rata-rata 19% dan kumulatif nilai *right-issue* naik rata-rata 56%. Pertanyaan adalah apakah perusahaan memiliki target level hutang?

Donaldson (1961) dalam Hovakimian, Opler & Titman (2001, 1 & 22) menyimpulkan bahwa perusahaan pada dasarnya lebih mendahulukan pendanaan investasi barunya dengan menggunakan saldo laba, namun apabila perusahaan memerlukan pendanaan eksternal maka perusahaan lebih memilih menggunakan hutang dibandingkan saham. Temuan ini sesuai dengan teori *Pecking Order* yang dikemukakan oleh Myers (1984) bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal. Namun jika perusahaan harus menggunakan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan terlebih dahulu memilih menggunakan hutang kemudian saham preferen, dan pilihan terakhir adalah penerbitan saham biasa. Teori *the Agency Cost/Tax Shield Trade-off model* menyatakan bahwa struktur modal perusahaan ditentukan dengan cara mempertimbangkan perbandingan antara manfaat dan biaya hutang. Manfaat hutang menurutnya adalah penghematan pajak dan biaya hutang diantaranya adalah biaya agensi, biaya kesulitan keuangan dan risiko

kebangkrutan. Hasil penelitian Hovakimian (2004, 1044-1045) diantaranya menunjukkan bahwa hanya keputusan pendanaan menurunkan hutang yang ditujukan meng-*offset* deviasi *leverage* yang terakumulasi sebelum transaksi. Keputusan penurunan *leverage* mengikuti periode meningkatnya *excess leverage*. Permasalahan utama yang akan dipecahkan adalah apakah keputusan pendanaan perusahaan mempertimbangkan target *leverage*, dengan cara meneliti bagaimana *lag leverage-estimasi* dan *lag leverage* sebagai sub-variabel target *leverage*, berpengaruh terhadap keputusan pendanaan.

TINJAUAN TEORITIS

Beberapa temuan dari penelitian terdahulu menunjukkan bahwa perusahaan meng-*adjust* struktur modalnya ke arah target *leverage* tertentu, antara lain: Beberapa perusahaan-perusahaan di UK yang memiliki *leverage* rendah selama 10 tahun cenderung menerbitkan hutang pada periode berikutnya (Marsh 1982, dalam Hovakimian, Opler dan Titman 2001, 3). Perusahaan yang memiliki *leverage* di bawah rata-rata historis cenderung menerbitkan hutang jangka panjang pada periode berikutnya (Jalilvand & Harris 1984, dalam Hovakimian, Opler dan Titman 2001, 3). Perubahan *leverage* merupakan fungsi *lag debt/asset* (*debt ratio* periode sebelumnya), sehingga berarti perusahaan meng-*adjust leverage*-nya ke arah *leverage* optimal (Auerbach (1985). *Leverage* perusahaan dibiarkan berfluktuasi sepanjang waktu sepanjang masih dalam rentang *leverage* tertentu yang ditetapkan secara *endogenous*. Ketika *leverage* telah melebihi batas tertentu, mereka melakukan *adjustment* kembali ke target rentang *leverage*. Disimpulkan bahwa penerbitan dan pembelian kembali sekuritas merupakan upaya meng-*offset* deviasi *leverage* dari target *leverage* (Goldstein, Ju, Leland, 2001;

Leland, 1994). Deviasi *leverage* dari target *leverage* merupakan penentu penting pilihan *debt vs equity*, kemungkinan penerbitan hutang dibandingkan dengan saham berhubungan terbalik (negatif) dengan jumlah *excess leverage* relatif terhadap target, yaitu *leverage actual minus leverage target* (Jalilvand & Harris, 1984; Bayless & Chaplinsky 1990, dalam Hovakimian 2004, 1042; MacKie-Mason 1990; Hovakimian, Opler & Titman, 2001). Keputusan pendanaan dipengaruhi oleh *lag leverage* dan selisih *leverage* aktual dengan target *leverage* (*defisit leverage*). Namun pengaruh *deficit leverage* dari target *leverage* lebih kuat pada keputusan *repurchases* saham dan hutang daripada keputusan penerbitan saham dan hutang, sementara *stock return* lebih kuat pengaruhnya pada keputusan penerbitan hutang atau saham (Hovakimian, Opler & Titman 2001, 14).

Profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal, karena perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi memerlukan hutang untuk mengurangi biaya agensi antara manajer dan pemilik (Jensen & Meckling, 1976). *Collateral (liquidation) value of asset* berpengaruh positif terhadap *leverage* (Rajan & Zingales 1995, 1455). Ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh positif terhadap struktur modal, karena perusahaan besar cenderung memiliki volatilitas penghasilan dan arus kas netto yang lebih rendah (Fama & French 2002, 8). Perusahaan yang memiliki rasio *market to book* yang tinggi cenderung menerbitkan saham dan memiliki *leverage* yang rendah (*market to book* berpengaruh negatif terhadap *leverage* (Shyam-Sunders & Myers, 1999). Terdapat hubungan positif antara *market to book* dengan keputusan menerbitkan atau menjual saham oleh pihak *insider* perusahaan (Jenter, 2002). Harga saham perusahaan, relatif terhadap nilai buku, *earning* maupun harga saham periode sebelumnya, meningkatkan kecenderungan

terhadap keputusan penerbitan saham (*stock return* berpengaruh negatif terhadap keputusan peningkatan *leverage*). *Past cash flow* yang tinggi digunakan untuk akumulasi *slack* keuangan untuk membayar hutang, profitabilitas dengan arah positif karena profitabilitas tinggi akan meningkatkan *asset in place*, dan *stock return* dengan arah negatif karena *stock return* tinggi identik dengan peluang pertumbuhan tinggi (Hovakimian, Opler & Titman, 2001). Level kas yang rendah mengakibatkan perusahaan cenderung tidak mengambil keputusan mengurangi *leverage* (level kas berpengaruh negatif terhadap *leverage*) (Hovakimian, Opler & Titman 2001, 15).

Menurut Shyam-Sundars & Myers (1999) teori *Pecking Order* dapat menjelaskan variasi *time series* struktur modal perusahaan dengan lebih baik dibandingkan teori *Trade-off*. Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan perusahaan yang memiliki *profit* tinggi cenderung menggunakan *profit*-nya untuk mengurangi hutang, sehingga perusahaan tersebut *less levered* (profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*) (Titman & Wessels, 1988). Perusahaan yang *perform well* cenderung *less levered* (Masulis & Korwar, 1986; Asquith dan Mullins 1986, dalam Hovakimian, Opler & Titman 2001, 1; Fama & French, 2002). Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan (*growth opportunity*) tinggi (dalam hal ini diprosikan melalui rasio *market to book*), cenderung memiliki target rasio *debt* yang rendah, konsisten dengan hipotesis *debt overhang* (Myers, 1977).

Terdapat pula hasil penelitian yang tidak sepenuhnya mendukung teori *Trade-Off* semata atau teori *Pecking Order* semata, bahkan keberlakuan kedua teori bersifat tidak *mutually exclusive*. Hasil penelitian tersebut diantaranya: Penerbitan saham tidak secara konsisten ditujukan untuk meng-*offset excess leverage* sebelum tahun

keputusan. Perubahan *leverage* setelah penerbitan saham tidaklah signifikan secara ekonomi maupun statistik, sehingga berarti tidak mengakibatkan perubahan target *leverage*. Sebaliknya, *debt retirement* terbukti ditujukan untuk meng-*offset excess leverage* sebelum tahun keputusan. Deviasi *leverage* yang terus tinggi setelah penerbitan hutang tidak membuktikan dugaan semula bahwa penerbitan hutang ditujukan untuk meningkatkan target *leverage*. Pembelian kembali saham dilakukan setelah periode penurunan *leverage*, dan tidak mengakibatkan perubahan *leverage* yang signifikan. Disimpulkan pula bahwa perusahaan menerbitkan saham, mengurangi hutang, dan melakukan pembelian kembali saham dalam rangka meminimalkan *post deviation leverage* dari target. Tetapi untuk keputusan penerbitan hutang, *post deviation leverage* dari target akan lebih rendah jika memutuskan menerbitkan saham (Hovakimian, 2004). Atas hasil penelitian akan disimpulkan mendukung teori *Trade-off* apabila variabel target *leverage* berpengaruh signifikan dengan arah koefisien positif terhadap kemungkinan terjadinya keputusan peningkatan *leverage*. Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa target *leverage* tidak mempengaruhi penerbitan saham maupun hutang, serta pembelian kembali saham, melainkan hanya berpengaruh pada keputusan *retire debt* (penurunan *leverage*) dengan arah negatif (Hovakimian, 2004).

Penelitian ini mempelajari bagaimana pertimbangan mengenai target *leverage* dalam membuat keputusan pendanaan. Jika perusahaan cenderung menerapkan target *leverage*, *lag leverage*-estimasi diduga berpengaruh positif terhadap probabilitas dipilihnya keputusan peningkatan *leverage*, karena *leverage*-estimasi yang tinggi sebelum keputusan menunjukkan perusahaan masih dapat menaikkan tingkat *leverage*-nya. Jika perusahaan cenderung

menerapkan target *leverage*, *leverage* sebelum keputusan berpengaruh negatif terhadap keputusan peningkatan *leverage*, karena keputusan peningkatan *leverage* dilakukan untuk meng-*adjust* tingkat *leverage* periode sebelumnya. Jika perusahaan tidak memiliki target *leverage*, maka baik *lag leverage*-estimasi maupun *lag leverage* tidak berpengaruh signifikan secara statistik terhadap keputusan pendanaan, atau dapat berpengaruh signifikan secara statistik dengan arah yang berlawanan.

Leverage dalam penelitian ini diukur dengan *debt ratio* yaitu total hutang per total aset. Variabel kontrol dalam model keputusan pendanaan meliputi kinerja operasi diukur dengan EBIT/*net fixed asset*, *over/undervalued* diukur dengan *market to book* dan level kas diukur dengan kas/total aset. Target *leverage* adalah tingkat *leverage* yang ditetapkan untuk diterapkan dan dijaga oleh perusahaan setelah mempertimbangkan *cost* dan manfaat hutang. Dalam penelitian ini, target *leverage* diukur menggunakan rata-rata *leverage* dan estimate *leverage* berbasis regresi. Penelitian ini menggunakan model regresi *ordinary least square* sebagaimana Hovakimian (2004, 1050). Penggunaan rata-rata *leverage* industri sebagai alternatif ukuran target *leverage* didasarkan pada penelitian Bradley, Jarell & Kim (1984) bahwa rata-rata *leverage* antar industri berbeda signifikan.

Variabel independen yang berbeda dengan Hovakimian (2004, 7-9) adalah *delta sales income*. Variabel independen tersebut dipilih mengingat harga produk yang

meningkat, maka penjualan cenderung meningkat, mengakibatkan *leverage* meningkat (Titman & Tsyplakov, 2004). Sebagaimana pada Hovakimian, Opler & Titman (2001, 7), Net PPE/Total Asset (nilai buku *property, plant & equipment*) mencerminkan potensi *collateral* perusahaan. Penggunaan ukuran perusahaan (*firm size*) diukur dengan log total *asset* karena semakin besar perusahaan semakin besar *leverage*, dengan dasar pemikiran perusahaan besar merupakan perusahaan yang lebih terdiversifikasi, *less volatile* (Hovakimian, Opler & Titman 2001, 7). Tidak terdapat penjelasan memadai mengenai variabel *selling expense/sales income* pada penelitian Hovakimian, Opler & Titman (2001, 7). Diduga *selling expense relatif* terhadap *sales* mewakili kecenderungan kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya.

Untuk memperoleh target *leverage* sebelum keputusan (1 tahun sebelum tahun keputusan), seluruh variabel independen dalam model target *leverage* berbasis regresi *multiple*, diukur pada 1 tahun sebelum tahun keputusan pendanaan. Pembentukan model estimasi dilakukan menggunakan data *cross-section* dan *time series (pooled)* perusahaan-perusahaan dalam 1 (satu) industri yang sama. Rata-rata *leverage* suatu kelompok industri pada 1 tahun sebelum tahun keputusan pendanaan juga menjadi ukuran alternatif target *leverage* bagi setiap perusahaan dalam industri yang sama.

Model Penelitian

Model untuk Penetapan *Leverage*-Estimasi :

$$Lev_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_t + \beta_2 NetPPE/Total Aset_t + \beta_3 SE/Sales_t + \beta_4 LogTA_t + e \dots 1)$$

Model Logit Binomial Keputusan Pendanaan :

$$DKP_{t,n} = \alpha_0 + \alpha_1 ELev_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 KO_{t-1} + \alpha_4 M_t/B_{t-1} + \alpha_5 LKas_{t-1} + \varepsilon \dots 2)$$

$\alpha_1 > 0 \quad \alpha_2 < 0 \quad \alpha_3 > 0 \quad \alpha_4 < 0 \quad \alpha_5 < 0$

Model Logit Multinomial Keputusan Pendanaan:

$$MKP = Z = \lambda_0 + \lambda_1 ELev_{t-1} + \lambda_2 Lev_{t-1} + \lambda_3 KO_{t-1} + \lambda_4 M_t/B_{t-1} + \lambda_5 LKas_{t-1} + \zeta \dots 3)$$

METODOLOGI PENELITIAN

Jenis data adalah data sekunder. Unit analisis penelitian ini adalah perusahaan. *Frame*-populasi adalah semua perusahaan yang *listing* di BEI. Populasi target adalah seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI. Perusahaan yang menjadi subyek penelitian adalah perusahaan yang menjual sahamnya kepada publik di BEI dan menerbitkan obligasi di BEI. Horison waktu yang diteliti adalah gabungan antara *time series* dan *cross-sectional*. Proses *sampling* penelitian ini adalah *purposive-sampling*, karena sampel pada dasarnya mencakup seluruh perusahaan non-keuangan yang menerbitkan saham dan obligasi sekaligus di BEI dan mencakup seluruh tahun relevan sejak IPO atau sejak menerbitkan obligasi mana yang lebih dahulu. Anggota industri di-rank berdasarkan nilai buku total aset yang terdapat pada laporan keuangan akhir tahun 2008 atau periode paling akhir yang tersedia. Perusahaan yang menjadi sampel adalah yang memiliki nilai buku total aset minimal Rp. 750 miliar dengan alasan bahwa kelompok perusahaan yang relatif lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan dalam industri yang sama biasanya menjadi representasi perilaku industri, dan dengan laporan keuangan yang tersedia di media publikasi relatif lengkap. Data harga saham yang digunakan adalah data harga saham bulan Maret-April periode t karena harga saham pada tanggal 31 Desember periode t-1 belum mencerminkan respon investor atas kinerja perusahaan, mengingat laporan keuangan belum selesai disusun, dan umumnya

dipublikasikan mulai bulan Maret. Harga saham rata-rata Maret-April dipergunakan karena tanggal publikasi laporan keuangan yang sangat bervariasi antar perusahaan antar tahun, sementara topik utama penelitian ini bukan berkaitan langsung dengan *event study* pengumuman laporan keuangan di BEI. *Market/Book* dalam penelitian ini merupakan variabel kontrol.

Hipotesis penelitian diuji menggunakan model regresi logit *the binary logistic regression binomial*, dan *the multinomial logistic regression*. Model Keputusan pendanaan multinomial, dengan 5 kategori keputusan pendanaan (KP) berikut *no-transaction*, yaitu 0 = tidak ada transaksi, 1 = *buyback* obligasi, 2 = penerbitan saham, 3 = *buyback* saham, 4 = penerbitan obligasi, diuji menggunakan regresi logit multinomial.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Terdapat 18 hasil pengujian model keputusan pendanaan logit binomial, meliputi model keputusan pendanaan logit binomial dengan *leverage*-estimasi berbasis regresi dan rata-rata, masing-masing berjumlah 9 model (DKP 1-9). Secara keseluruhan terdapat 10 (sepuluh) model logit binomial yang menunjukkan nilai *Omnibus test of model coefficient P.value* (\div^2) < dari tingkat signifikansi 5% atau 10%. Maka untuk analisa selanjutnya, hanya ke 10 (sepuluh) model tersebut yang akan menjadi dasar analisis hasil penelitian keputusan pendanaan menggunakan logit binomial.

EVALUASI FIT MODEL DKP 1-6

	Basis Leverage- Estimasi	Nilai -2Log Likelihood Block 0	Nilai -2Log Likelihood Block 1	Hosmer & Lemeshaw Test P.value Value X_2	Omnibus Tests P.value Value X_2	Predicted: Overall % Correct
MODEL DKP-1 1 = penerbitan obligasi 0 = penerbitan saham	Regresi	116.425	92.763	0.188	0.000*	75.9
	Rata-rata	114.104	92.933	0.290	0.001*	72.6
MODEL DKP-2 1 = <i>buyback</i> saham 0 = <i>buyback</i> obligasi	Regresi	29.767	21.717	0.222	0.154	72.7
	Rata-rata	30.789	23.242	0.521	0.183	78.3
MODEL DKP-3 1 = terbit obligasi atau <i>buyback</i> saham 0 = terbit saham atau <i>buyback</i> obligasi	Regresi	147.214	131.821	0.131	0.009*	70.0
	Rata-rata	147.035	132.369	0.727	0.012*	67.0
MODEL DKP-4 1 = terbit obligasi 0 = tidak ada transaksi	Regresi	283.672	278.009	0.409	0.340	83.7
	Rata-rata	264.497	258.719	0.143	0.328	84.1
MODEL DKP-5 1 = <i>Buyback</i> saham 0 = tidak ada transaksi	Regresi	87.628	80.156	0.617	0.188	86.4
	Rata-rata	82.174	69.791	0.111	0.030*	87.5
MODEL DKP-6 1 = terbit obligasi dan atau <i>buyback</i> saham 0 = tidak ada transaksi	Regresi	326.357	315.879	0.170	0.063*	80.8
	Rata-rata	329.752	317.912	0.441	0.037*	84.3

Sumber : Hasil pengolahan data dalam penelitian ini.

EVALUASI FIT MODEL DKP 7-9

	Basis Estimasi Target Leverage	Nilai -2Log Likelihood Block 0	Nilai -2Log Likelihood Block 1	Hosmer & Lemeshaw Test P.value Value X_2	Omnibus Tests P.value Value X_2	Predicted: Overall % Correct
MODEL DKP-7 1 = terbit saham 0 = tidak ada transaksi	Regresi	204.695	172.025	0.705	0.000*	88.6
	Rata-rata	206.023	172.757	0.923	0.000*	88.8
MODEL DKP-8 1 = <i>buyback</i> obligasi 0 = tidak ada transaksi	Regresi	51.364	48.970	0.984	0.792	85.5
	Rata-rata	51.047	47.024	0.328	0.546	85.2
MODEL DKP-9 1 = terbit saham atau <i>buyback</i> obligasi 0 = tidak ada transaksi	Regresi	247.385	240.679	0.083	0.243	86.3
	Rata-rata	245.020	235.160	0.166	0.079*	85.1

NAGELKERKE R-SQUARE MODEL DKP 1,3,5,6,7,9

	Basis Leverage-Estimasi	Nagelkerke-R Square
MODEL DKP-1	Regresi	32,3%
1 = penerbitan obligasi	Rata-rata	30,0%
0 = penerbitan saham		
MODEL DKP-3		
1 = terbit obligasi atau <i>buyback</i> saham	Regresi	17,7%
0 = terbit saham atau <i>buyback</i> obligasi	Rata-rata	17,0%
MODEL DKP-5		
1 = Buyback saham		
0 = tidak ada transaksi	Rata-rata	20,6%
MODEL DKP-6		
1 =terbit obligasi dan atau <i>buyback</i> saham	Regresi	5,0%
0 = tidak ada transaksi	Rata-rata	5,3%
MODEL DKP-7		
1 =terbit saham	Regresi	21,4%
0 = tidak ada transaksi	Rata-rata	21,6%
MODEL DKP-9		
1 = terbit saham atau <i>buyback</i> obligasi		
0 = tidak ada transaksi	Rata-rata	5,8%

Sumber : Hasil pengolahan data dalam penelitian ini.

MODEL DKP-1

1 = penerbitan obligasi 0 = penerbitan saham

		Constant	LAG LEV ESTIMASI	LAG LEV	KO (LAG)	KAS/TA (LAG)	M/B
Regresi	β	1.696	-1.072	-0.303	-0.188	6.825**	-0.342*
	P.value	(0.171)	(0.454)	(0.808)	(0.5)	(0.095)	(0.004)
Rata-rata	β	1.013	0.079	-0.725	-0.114	6.973**	-0.325*
	P.value	(0.507)	(0.971)	(0.552)	(0.682)	(0.073)	(0.01)

MODEL DKP-3

1 = terbit obligasi dan atau buyback saham, 0 = terbit saham dan atau buyback obligasi

		Constant	LAG LEV ESTIMASI	LAG LEV	KO (LAG)	KAS/TA (LAG)	M/B
Regresi	β	1.625	-1.389	-0.427	0.174	2.268	-0.158*
	P.value	(0.115)	(0.287)	(0.688)	(0.463)	(0.438)	(0.015)
Rata-rata	β	1.051	-0.577	-0.583	0.231	3.406	-0.167*
	P.value	(0.367)	(0.726)	(0.57)	(0.343)	(0.212)	(0.02)

Sumber : Hasil pengolahan data dalam penelitian ini.

MODEL DKP-5

1 = buyback saham, 0 = tidak ada transaksi

		Constant	LAG LEV ESTIMASI	LAG LEV	KO (LAG)	KAS/TA (LAG)	M/B
Regresi	β	-4.851	6.006*	-2.513	0.908*	1.255	-0.059
	P.value	(0.115)	(0.287)	(0.688)	(0.463)	(0.438)	(0.015)

Sumber : Hasil pengolahan data dalam penelitian ini.

MODEL DKP-6

1 = terbit obligasi dan atau buyback saham, 0 = tidak ada transaksi

		Constant	LAG LEV ESTIMASI	LAG LEV	KO (LAG)	KAS/TA (LAG)	M/B
	β	-0.843	-0.199	-1.044**	0.396*	-0.365	-0.041
Regresi	P.value	(0.139)	(0.711)	(0.089)	(0.025)	(0.813)	(0.381)
Rata-rata	β	-2.042*	1.067	-0.011	0.329*	1.749	-0.015
	P.value	(0.001)	(0.311)	(0.105)	(0.019)	(0.199)	(0.655)

Sumber : Hasil pengolahan data dalam penelitian ini.

MODEL DKP-7

1 = terbit saham, 0 = tidak ada transaksi

		Constant	LAG LEV ESTIMASI	LAG LEV	KO (LAG)	KAS/TA (LAG)	M/B
Regresi	β	-1.547	-0.958	-0.330	0.604*	-4.904**	0.167*
	P.value	(0.092)	(0.549)	(0.732)	(0.027)	(0.068)	(0.000)
Rata-rata	β	-1.575	-1.037	-0.245	0.628*	-4.956**	0.167*
	P.value	(0.087)	(0.518)	(0.801)	(0.021)	(0.068)	(0.000)

Sumber : Hasil pengolahan data dalam penelitian ini.

MODEL DKP-9

1 = terbit saham & *buyback* obligasi, 0 = tidak ada transaksi

		Constant	LAG LEV ESTIMASI	LAG LEV	KO (LAG)	KAS/TA (LAG)	M/B
Rata-rata	β	-1.046	-1.025	-0.104	0.377**	-3.046	0.027**
	Pvalue	(0.152)	(0.423)	(0.896)	(0.070)	(0.126)	(0.099)

Sumber : Hasil pengolahan data dalam penelitian ini.

Variabel independen lag *leverage*-estimasi dan lag *leverage*. Temuan mengenai lag *leverage*-estimasi & lag *leverage* menunjukkan bahwa: probabilitas penerbitan obligasi cenderung meningkat ketika lag *leverage* rendah, dan tidak cenderung meningkat ketika lag *leverage*-estimasi tinggi; *buyback* saham cenderung lebih mudah diputuskan untuk dilakukan baik ketika lag *leverage*-estimasi tinggi maupun ketika lag *leverage* rendah; perusahaan memutuskan menerbitkan saham atau *buyback* obligasi tanpa mempertimbangkan target *leverage* baik lag *leverage*-estimasi maupun lag *leverage*; ketika lag *leverage* estimasi rendah atau lag *leverage* tinggi, perusahaan tidak cenderung memutuskan melakukan penerbitan saham atau *buyback* obligasi;

Variabel Kontrol. Probabilitas *buyback* saham dan *buyback* obligasi tidak berbeda pada berbagai level kondisi kas. Ketika *market to book* rendah, perusahaan lebih cenderung memilih keputusan pendanaan yang bersifat meningkatkan *leverage* melalui penerbitan hutang atau *buyback* saham (DKP 1,3,7 dan 9), karena nilai saham perusahaan sedang mengalami *undervalued* atau murah relatif terhadap nilai buku perusahaan. Ketika lag *leverage*-estimasi naik maka probabilitas *buyback* saham yang berdampak pada peningkatan *leverage* naik dan probabilitas tidak melakukan satupun dari ke 4 jenis keputusan pendanaan turun. Ketika lag *leverage* naik maka *odds* turun, artinya jika lag *leverage* naik

maka probabilitas penerbitan obligasi atau *buyback* saham yang berdampak peningkatan *leverage* turun dan probabilitas tidak melakukan satupun dari ke 4 jenis keputusan pendanaan naik. Ketika lag kinerja operasi naik maka *odds* naik, artinya jika lag kinerja operasi naik maka probabilitas penerbitan obligasi ataupun *buyback* saham yang berdampak pada peningkatan *leverage* naik dan probabilitas tidak melakukan satupun dari ke 4 jenis keputusan pendanaan turun. Ketika lag kinerja operasi naik maka *odds* naik, artinya jika lag kinerja operasi naik maka probabilitas penerbitan saham naik dan probabilitas tidak melakukan satupun dari ke 4 jenis keputusan pendanaan turun. Ketika lag kas per total aset naik maka *odds* naik, artinya jika nilai lag kas per total aset naik maka probabilitas terjadinya keputusan penerbitan obligasi yang berdampak pada peningkatan *leverage* naik, probabilitas menerbitkan saham turun. Ketika lag kas per total aset naik maka *odds* turun, artinya jika nilai lag kas per total aset naik maka probabilitas penerbitan saham yang berdampak pada penurunan *leverage* turun dan probabilitas perusahaan tidak melakukan satupun dari ke 4 jenis keputusan pendanaan naik. Ketika *market to book* naik maka *odds* turun, artinya jika nilai *market to book* naik maka probabilitas penerbitan obligasi yang berdampak pada peningkatan *leverage* turun dan probabilitas penerbitan saham naik. Ketika *market to book* naik maka *odds* naik, artinya jika nilai *market to*

book naik maka probabilitas terjadinya keputusan penerbitan saham maupun *buyback* obligasi yang berdampak pada penurunan *leverage* naik dan probabilitas tidak melakukan satupun. Ketika seluruh variabel independen naik 1 satuan, maka probabilitas terjadinya keputusan pendanaan yang berdampak meningkatkan *leverage* lebih besar dibandingkan probabilitas terjadinya keputusan pendanaan yang

berdampak menurunkan *leverage*; probabilitas terjadinya keputusan pendanaan yang berdampak meningkatkan *leverage* lebih besar dibandingkan probabilitas tidak ada transaksi, kecuali DKP 6 basis *leverage*-estimasi regresi; probabilitas terjadinya keputusan pendanaan yang berdampak menurunkan *leverage* lebih kecil dibandingkan probabilitas tidak ada transaksi.

ODDS KEPUTUSAN PENDANAAN PADA VARIABEL DEPENDEN AKIBAT VARIASI SELURUH VARIABEL INDEPENDEN & KONTROL

DKP	KATEGORI	BASIS LEVERAGE-ESTIMASI	ODDS RATIO KEPUTUSAN PENDANAAN	
DKP-1	1=terbit obligasi 0= terbit saham	Regresi	746,94	odds> 1
		Rata-rata	993,26	odds> 1
DKP-3	1= terbit obligasi, atau <i>buyback</i> saham, 0=terbit saham atau <i>buyback</i> obligasi	Regresi	8,10	odds> 1
		Rata-rata	28,81	odds> 1
DKP-5	1= <i>buyback</i> saham, 0= tidak ada transaksi	Rata-rata	269,61	odds> 1
DKP-6	1= terbit obligasi, atau <i>buyback</i> saham, 0=tidak ada transaksi	Rata-rata	22,62	odds> 1
		Regresi	0,285	odds< 1
DKP-7	1= terbit saham, 0=tidak ada transaksi	Regresi	0,0044	odds< 1
		Rata-rata	0,0043	odds< 1
DKP-9	1= terbit saham, atau <i>buyback</i> obligasi, 0=tidak ada transaksi	Rata-rata	0,0230	odds< 1

Sumber : Hasil pengolahan data dalam penelitian ini.

**MODEL LOGIT MULTINOMIAL KEPUTUSAN PENDANAAN
LEVERAGE-ESTIMASI BERBASIS REGRESI
0= tidak ada transaksi 1 = buyback obligasi**

Model	Model Fitting Criteria			Likelihood Ratio Tests		
	AIC	BIC	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Model	747.242	762.939	739.242			
Final	737.503	831.685	689.503	49.739	20	.000

Goodness-of-Fit

	Chi-Square	df	Sig.
Pearson	1418.11	1472	0.84

PseudoR-Square

Cox and Snell	.125
Nagelkerke	.145
McFadden	.067

Likelihood Ratio Tests

Effect	Model Fitting Criteria			Likelihood Ratio Tests		
	AIC of Reduced Model	BIC of Reduced Model	-2 Log Likelihood of Reduced Model	Chi-Square	df.	Sig.
Intercept	744.590	823.075	704.590	15.087	4	.005
LAG LEVERAGE	733.305	811.790	693.305	3.802	4	.433
LAG LEVERAGE-ESTIMASI	731.360	809.845	691.360	1.857	4	.762
LAG KINERJA OPERASI	741.278	819.763	701.278	11.775	4	.019
LAG KAS PERTOTAL ASET	737.093	815.578	697.093	7.590	4	.108
MARKET TO BOOK	748.723	827.209	708.723	19.221	4	.001

Parameter Estimates

MULTI KEPUTUSAN PENDANAAN		B	Wald	df	Sig.	Exp(B)
BUYBACK OBLIGASI	Intercept	-3.342	4.780	1	.029	
	LAGLEVERAGE	-.835	.266	1	.606	.434
	LAGLEVERAGEESTIMASI	.216	.024	1	.877	1.242
	LAGKINERJAOPERASI	.257	.414	1	.520	1.293
	LAGKASPERTOTALASET	2.799	.763	1	.383	16.420
	MARKETTOBOOK	-.162	.528	1	.468	.851
PENERBITAN SAHAM	Intercept	-2.031	5.997	1	.014	
	LAGLEVERAGE	-.209	.071	1	.790	.811
	LAGLEVERAGEESTIMASI	.466	.233	1	.629	1.593

	LAGKINERJAOPERASI	.413*	4.861	1	.027	1.512
	LAGKASPERTOTALASET	-6.378*	5.321	1	.021	.002
	MARKETTOBOOK	.134*	12.945	1	.000	1.144
BUYBACK	Intercept	-2.218	4.949	1	.026	
SAHAM	LAGLEVERAGE	-1.423	1.251	1	.263	.241
	LAGLEVERAGEESTIMASI	-.973	1.605	1	.205	.378
	LAGKINERJAOPERASI	.633*	9.285	1	.002	1.884
	LAGKASPERTOTALASET	-.344	.013	1	.909	.709
	MARKETTOBOOK	.080	1.819	1	.177	1.083
PENERBITAN	Intercept	-.867	1.892	1	.169	
OBLIGASI	LAGLEVERAGE	-1.098	2.618	1	.106	.333
	LAGLEVERAGEESTIMASI	-.022	.001	1	.973	.979
	LAGKINERJAOPERASI	.203	1.127	1	.288	1.225
	LAGKASPERTOTALASET	-.686	.166	1	.684	.504
	MARKETTOBOOK	-.046	.453	1	.501	.955

a. The reference category is: TIDAK ADA TRANSAKSI

Hasil pengujian keputusan pendanaan dengan menggunakan logit multinomial secara keseluruhan (*leverage* estimasi basis regresi dan rata-rata) menunjukkan bahwa lag *leverage* estimasi menunjukkan arah sesuai harapan, hanya pada keputusan *buyback* saham (basis rata-rata) dengan arah positif (sebagaimana hasil logit binomial) dan penerbitan saham (basis rata-rata) dengan arah negatif (tidak sebagaimana hasil logit binomial), namun seluruhnya secara statistik tidak signifikan; lag *leverage* menunjukkan arah koefisien sesuai harapan hanya pada keputusan; penerbitan obligasi dan *buyback* saham (basis regresi dan rata-rata) dengan arah negatif (sebagaimana hasil logit binomial) dan penerbitan saham (basis regresi & rata-rata) dengan arah positif (sebagaimana hasil logit binomial), namun seluruhnya secara statistik tidak signifikan.

KESIMPULAN

Dalam penelitian ini kas yang tinggi meningkatkan probabilitas penerbitan hutang dibandingkan penerbitan saham, diduga karena : mengacu pada penjelasan teori agensi arus kas bebas (Jensen, 1986), perusahaan cenderung pada penerbitan

hutang ketika kas tinggi diantaranya ditujukan untuk pendisiplinan manajemen dari perilaku *consume perquisite*; agar terjadi *monitoring* oleh pemilik hutang disamping monitoring yang selama ini telah dilakukan oleh pemegang saham (Easterbrook, 1984). Kas yang rendah meningkatkan probabilitas penerbitan saham dibandingkan penerbitan hutang, diduga karena : ketika kas perusahaan rendah kecil kemungkinan terjadi *consume perquisite* oleh manajemen, sehingga pemegang saham bersedia menanamkan kembali dananya; mengacu pada teori agensi yang juga menjelaskan biaya agensi antara pemegang saham dan pemegang obligasi, pada saat yang sama, pemegang saham menghindari terjadinya transfer kesejahteraan dari pemegang saham kepada pemilik surat hutang, jika pendanaan dilakukan melalui hutang, terutama jika investasi diperkirakan akan menguntungkan.

Market to book merupakan alternatif proksi peluang pertumbuhan. Perusahaan yang memiliki rasio *market to book* yang tinggi cenderung menerbitkan saham dan memiliki *leverage* yang rendah. Penjelasan lainnya adalah, ketika rasio *market to book* rendah, manajemen menganggap nilai

perusahaan *undervalued*, sehingga perusahaan enggan menerbitkan saham, dan cenderung mendanai perusahaannya dengan hutang. Terdapat hubungan positif antara *market to book* dengan keputusan menerbitkan atau menjual saham oleh pihak *insider* perusahaan.

SARAN

Saran untuk Perusahaan. Penerapan target *leverage* merupakan alternatif kebijakan pendanaan melalui hutang yang diharapkan dapat meningkatkan manfaat dari hutang. Penerapan target *leverage* diterapkan diantaranya dengan mempertimbangkan lag *leverage*, lag *leverage* estimate atau lag deviasi *leverage* dalam proses pengambilan keputusan pendanaan. Saran untuk Penelitian Selanjutnya. Penelitian diharapkan akan menghasilkan kesimpulan yang semakin baik jika dilakukan pada periode setelah tahun 1999, mengingat dokumentasi *file* laporan keuangan sebelum pada tahun 2000 relatif tidak lengkap. Beberapa perusahaan pada tahun-tahun tertentu, diantaranya sekitar masa krisis ekonomi tahun 1997-1999 tidak menyerahkan laporan keuangan. Untuk itu penelitian ini disarankan dilakukan kembali menggunakan periode setelah 1999. Temuan empiris yang tidak konklusif menunjukkan kepada kemungkinan bahwa keberlakuan teori *trade-off* dan *pecking order* tidak *mutually exclusive*. Penelitian lebih lanjut mengenai hal ini disarankan.

REFERENSI

Auerbach, A. (1985), Real Determinants of Corporate Leverage, In Corporate Capital Structure in the US., *B Friedman, ed. Cambridge Univ. Press.*, 301-324.
Bradley, M., G.A. Jarrell, and E. H. Kim, (1984). On The Existence Of An Optimal Capital structure: Theory And Evidence, *Journal Of Finance* 39 (July): 857-880.

Easterbrook, Frank H., (1984), Two Agency Cost Explanation of Dividends, *American Economic Review* 74 (September): Pp. 650-659.
Fama, Eugene F., And Kenneth R French, (2002), Testing Trade Off And Pecking Order Predictions About Dividends And Debt, *The Review Of Financial Studies*, Vol. XV, No. 1, 1-33.
Goldstein, R., Ju., N., and H. Leland, (2001), An EBIT Based Model Of Dynamic Capital Structure, *Journal of Business*, 74, 483-512.
Graham, John R., & Campbell R. Harvey, (2001), The Theory and Practice Of Corporate Finance: Evidence from the Field, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, (May June): 187-243.
Hovakimian, A, Tim Opler, and Sheridan Titman, (2001), The Debt Equity Choice, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol. XXXVI No. 1, 1-24.
Hovakimian, A, (2004), The Role of Target Leverage in Security Issues and Repurchases, *The Journal of Business*, Oct 2004; 77, 4; ABI/INFORM Research, hal. 1041-1071.
Hong, Huang, and Zhou Zhong-guo. (2007), Stock Repurchase And The Role Of Signalling: A Comparative Analysis Between USA & China, *Journal Of Modern Accounting & Auditing*, ISSN 1548-6583, USA, Vol. 3, No. 2 (Serial 21)
Jensen, M., & W.H. Meckling, (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (October): 305-360.
Jensen, Michael, C. (1986), Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance And Takeovers, *American Economic Review*, Vol 76, 323-339.
Jenter, D. (2002)., Market Timing And Managerial Portfolio Decision, *Journal*

- Of Finance*, In Press.
- Leland, H.E., (1998), Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure, *The Journal Of Finance*, Vol. LIII, No. 4, 1213-1243.
- MacKie-Mason, J.K., (1990), Do Firms Care Who Provides Their Financing, *Journal Of Finance*, 45, 1471-1495.
- Meyers, Lawrence S, Glenn Gamstat C., AJ Guarino, (2006), Applied Multivariate Research: Design & Interpretation, Sage Publication. Inc. Hhttp/ Books. Google. co.id..
- Myers, Stewart C., (1977), Determinant of Corporate Borrowing, *Journal Of Financial Economics*, No. 5 (November): 147-175.
- Myers, Stewart C., (1984), The Capital Structure Puzzle, *Journal Of Finance*, Vol XXXIX, No. 3, 575-592.
- Rajan, R.G. and L. Zingales, (1995), What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5 (December): 1421-1460.
- Shyam-Sunder, L. & Stewart C. Myers, (1999), Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, No. 51 (February): 219-244.
- Titman, S., & R. Wessels, (1988), The Determinant of Capital Structure Choice, *Journal Of Finance*, 43 (March): 1-18.
- Titman, Sheridan and Tsyplakov, Sergey., (2004), A Dynamic Model Of Optimal Capital,
