



**PENGUJIAN TERHADAP *PECKING ORDER THEORY* PADA  
PERUSAHAAN PERTANIAN DAN PERTAMBANGAN  
YANG *LISTED* DI BURSA EFEK INDONESIA**

**SKRIPSI**

Oleh

**Zera Selvira Hendrianti  
NIM 070810291142**

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS JEMBER  
2011**



**PENGUJIAN TERHADAP *PECKING ORDER THEORY* PADA  
PERUSAHAAN PERTANIAN DAN PERTAMBANGAN  
YANG *LISTED* DI BURSA EFEK INDONESIA**

**SKRIPSI**

diajukan guna melengkapi tugas akhir dan memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Studi Manajemen (S1) dan mencapai gelar Sarjana  
Ekonomi

Oleh

**Zera Selvira Hendrianti  
NIM 070810291142**

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS JEMBER  
2011**

## **PERSEMBAHAN**

Skripsi ini kupersembahkan kepada :

1. Allah SWT atas Limpahan Rahmat dan Hidayah-NYA kepadaku.
2. Ayahku Hendrik Kuntadi, Ibuku Endang Kusdiningsih, dan Adekku tercinta Zela Selvina Hendrianti yang telah memberikan kasih sayang sepenuh hati, kesabaran dan pengorbanan juga doa yang selalu tercurahkan selama ini.
3. Keluarga besar yang ada di Madura dan Lumajang, terimakasih atas perhatian dan dukungannya.
4. Seseorang yang selalu menemaniku, menghiburku dan memberi motivasi sampai penyusunan skripsi selesai.
5. Sahabat-sahabatku di SMA, di Kuliah, di Kosan, di Lumajang dan Semuanya yang tidak bisa aku sebutkan satu persatu, terima kasih atas dukungan kalian semua.
6. Teman-temanku Mars angkatan 2007, yang selama 4 tahun mengisi hari-hariku di kampus dengan kebersamaan serta senyum dan tawa kalian.
7. Almamater Fakultas Ekonomi Universitas Jember

## MOTTO

*Orang-orang yang berhenti belajar akan menjadi pemilik masa lalu.  
Orang-orang yang masih terus belajar, akan menjadi pemilik masa  
depan  
( Mario Teguh )*

*Pahlawan bukanlah orang yang berani menetakkan pedangnya ke  
pundak lawan, tetapi pahlawan sebenarnya ialah orang yang  
sanggup menguasai dirinya dikala ia marah  
( Nabi Muhammad Saw )*

*Ti adanya keyakinanlah yang membuat orang takut menghadapi  
tantangan dan saya percaya pada diri saya sendiri  
( Muhammad Ali )*

## PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Zera Selvira Hendrianti

NIM : 070810291142

menyatakan dengan sesungguhnya bahwa karya tulis ilmiah yang berjudul: “Pengujian Terhadap *Pecking Order Theory* Pada Perusahaan Pertanian dan Pertambangan Yang *Listed* di Bursa Efek Indonesia” adalah benar-benar hasil karya sendiri, kecuali kutipan yang sudah saya sebutkan sumbernya, belum pernah diajukan pada institusi mana pun, serta bukan karya jiplakan. Saya bertanggung jawab atas keabsahan dan kebenaran isinya sesuai dengan sikap ilmiah yang harus dijunjung tinggi.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya, tanpa adanya tekanan dan paksaan dari pihak manapun serta bersedia mendapat sanksi akademik jika ternyata dikemudian hari pernyataan ini tidak benar.

Jember, 27 September 2011

Yang menyatakan,

Zera Selvira Hendrianti

NIM 070810291142

**SKRIPSI**

**PENGUJIAN TERHADAP *PECKING ORDER THEORY* PADA  
PERUSAHAAN PERTANIAN DAN PERTAMBANGAN  
YANG *LISTED* DI BURSA EFEK INDONESIA**

Oleh

Zera Selvira Hendrianti  
NIM 070810291142

Pembimbing

Dosen Pembimbing Utama : Prof. Tatang A.G, M.Buss.Acc.,Ph.D

Dosen Pembimbing Anggota : Drs. Marmono Singgih, M. Si

## LEMBAR PERSETUJUAN

Judul Skripsi : Pengujian Terhadap *Pecking Order Theory* Pada  
Perusahaan Pertanian dan Pertambangan Yang *Listed* di  
Bursa Efek Indonesia

Nama Mahasiswa : Zera Selvira Hendrianti

NIM : 070810291142

Jurusan : Manajemen

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Pembimbing I

Pembimbing II

Prof. Tatang A.G, M.,Buss.Acc.,Ph.D  
NIP. 19661125 199103 1 002

Drs. Marmono Singgih, M.Si.  
NIP. 19660904 199002 1 001

Mengetahui,  
Jurusan/Program Studi Manajemen  
Ketua

Prof. Dr. Hj. Isti Fadah, M.Si.  
19661020 199002 2 001

Disetujui pada tanggal : 27 September 2011

**JUDUL SKRIPSI**  
**PENGUJIAN TERHADAP *PECKING ORDER THEORY* PADA  
PERUSAHAAN PERTANIAN DAN PERTAMBANGAN  
YANG *LISTED* DI BURSA EFEK INDONESIA**

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama : Zera Selvira Hendrianti

NIM : 070810291142

Jurusan : Manajemen Keuangan

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji pada tanggal :

10 Oktober 2011

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan memperoleh gelar Sarjana dalam Ilmu Ekonomi Pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Susunan Tim Penguji

Ketua : Prof. Dr. Hj. Isti Fadah, M. Si : .....  
NIP. 19661020 199002 2 001

Sekretaris : Drs. Marmono Singgih, M. Si : .....  
NIP. 19601016198702 1 001

Anggota : Prof. Tatang A.G, M.Buss.Acc.,Ph.D  
NIP. 19661125 199103 1 002 :.....

Mengetahui,  
Universitas Jember  
Fakultas Ekonomi  
Dekan,

Prof. Dr. H. Moh. Saleh, M.Sc  
NIP. 19560831198403 1 002



Pengujian Terhadap *Pecking Order Theory* Pada Perusahaan Pertanian dan Pertambangan Yang *Listed* di Bursa Efek Indonesia

**Zera Selvira Hendrianti**

*Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Jember*

**ABSTRAK**

Penelitian ini berjudul Pengujian Terhadap *Pecking Order Theory* Pada Perusahaan Pertanian dan Pertambangan Yang *Listed* di Bursa Efek Indonesia yang bertujuan untuk menganalisis apakah pola pemenuhan kebutuhan investasi mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis* pada perusahaan Pertanian dan Pertambangan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas yaitu untuk menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dengan menggunakan data sekunder. Penelitian ini tergolong penelitian berbasis pengujian hipotesis. Pengujian terhadap perilaku pendanaan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan investasinya mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan pertanian dan pertambangan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Periode penelitian mulai tahun 2008-2010. Adapun metode analisis data yang digunakan yaitu menentukan variabel terikat, menentukan variabel bebas, analisis korelasi, analisis regresi linier, dan uji hipotesis dengan bantuan program komputer SPSS (*Statistical program for social science*).

Hasil penelitian yang dilakukan pada 17 perusahaan selama periode 2008-2010 diperoleh kesimpulan bahwa defisit perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan utang jangka panjang. Berarti utang jangka panjang digunakan untuk pemenuhan kebutuhan dana. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa pola pemenuhan kebutuhan investasi perusahaan Pertanian dan Pertambangan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2010 terbukti mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

**Kata kunci** : Defisit perusahaan, Perubahan utang jangka panjang dan Bursa Efek Indonesia

Testing Against the pecking order theory in Agriculture and Mining Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange.

**Zera Selvira Hendrianti**

*Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Jember*

***ABSTRACT***

This study entitled of Testing Against the pecking order theory in Agriculture and Mining Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange aims to analyze whether the pattern of investment needs to follow the pattern of Pecking Order Hypothesis in Agriculture and Mining companies are listed on the Indonesia Stock Exchange.

This research is a study of causality is to test the effect of independent variables on the dependent variable by using secondary data. This study considered the hypothesis testing-based research. Tests on the behavior of corporate funding in meeting the investment needs of the pecking order following the pattern of hypothesis. Companies studied are agriculture and mining company listed on the Indonesia Stock Exchange. Study period beginning in 2008-2010. As for the methods of data analysis used to determine the dependent variable, determining the independent variable, correlation analysis, linear regression analysis, and test hypotheses with the help of a computer program SPSS (Statistical program for social science).

Results of research conducted in 17 companies during the 2008-2010 period the company obtained the conclusion that the deficit has positive and significant impact on changes in long-term debt. Means long-term debt used to meet funding requirements. Therefore, it can be concluded that the pattern of meeting the needs of agriculture and mining investment company which listed on the Indonesia Stock Exchange 2008-2010 period proved to follow the pattern pecking order hypothesis.

**Key words:** Deficit company, Changes in long-term debt and the Indonesia Stock Exchange

## RINGKASAN

**Pengujian Terhadap *Pecking Order Theory* Pada Perusahaan Pertanian dan Pertambangan Yang *Listed* di Bursa Efek Indonesia ; Zera Selvira Hendrianti;**  
Jurusan Manajemen Keuangan, Fakultas Ekonomi, Universitas Jember.

Teori Pecking Order menyatakan bahwa terdapat urutan prioritas berkaitan dengan aktivitas pendanaan perusahaan yaitu perusahaan lebih mengutamakan sumber dana internal terlebih dahulu (laba ditahan) sebelum menggunakan sumber eksternal yaitu utang dan ekuitas. Penelitian ini dilakukan karena alasan dasar yaitu keragaman laporan keuangan dan struktur pendanaan. Apabila dilihat dari karakteristik masing-masing perusahaan ini berbeda. Sektor pertanian dalam kegiatan usaha meliputi kegiatan masa tanam dan masa panen yang membutuhkan jangka waktu panjang, sedangkan sektor pertambangan kegiatan usaha meliputi kegiatan penyelidikan umum, eksplorasi, pengolahan, pemurnian, pengangkutan dan perdagangan juga membutuhkan jangka waktu panjang. Selain itu, perusahaan pertanian dan pertambangan memerlukan investasi untuk seluruh aktivitas operasi dan cenderung memiliki utang jangka panjang yang merupakan sumber dana eksternal. Hal ini yang membuat sedikit berbeda dengan sektor lainnya.

Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah pada perusahaan pertanian dan pertambangan yang listed di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2010. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dengan menggunakan metode purposive sampling dengan memperhatikan kriteria pemilihan sampel. Metode analisis dalam penelitian ini yaitu menentukan variabel terikat, menentukan variabel bebas, analisis korelasi, analisis regresi linier, dan uji hipotesis.

Hasil penelitian yang dilakukan pada 17 perusahaan selama periode 2008-2010 diperoleh kesimpulan bahwa defisit perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan utang jangka panjang. Berarti utang jangka panjang digunakan untuk pemenuhan kebutuhan dana. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa pola pemenuhan kebutuhan investasi perusahaan Pertanian dan

Pertambangan yang listed di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2010 terbukti mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

Berdasarkan hasil penelitian hendaknya Investor dan calon Investor dalam berinvestasi selalu melakukan perhitungan struktur modal yang akan dipilih dengan mempertimbangkan keputusan pendanaan yang digunakan oleh perusahaan.

## SUMMARY

**Testing Against the pecking order theory in Agriculture and Mining Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange;** Zera Selvira Hendrianti; Department of Finance Management, Faculty of Economics, University of Jember.

Pecking order theory states that there is a sequence of priorities relating to corporate financing activities of firms prefer internal sources of funds in advance (retained earnings) prior to use external sources of debt and equity. The research was conducted for the basic reason is the diversity of financial reports and funding structure. When viewed from the characteristics of each company is different. The agricultural sector in business activity includes the planting and the harvest period in the long run, while the mining sector business activities include the activities of a public inquiry, exploration, processing, refining, transportation and commerce also requires a long period of time. In addition, agricultural and mining companies are investing in all operating activities and tend to have long-term debt which is a source of external funding. This makes a little different from other sectors.

This research is a study of causality. The population used in this study is on agriculture and mining company listed on the Indonesia Stock Exchange 2008-2010 period. Sampling in this study using purposive sampling method with sample selection criteria. The method of analysis in this study is to determine the dependent variable, determining the independent variable, correlation analysis, linear regression analysis, and hypothesis testing.

Results of research conducted in 17 companies during the 2008-2010 period the company obtained the conclusion that the deficit has positive and significant impact on changes in long-term debt. Means long-term debt used to meet funding requirements. Therefore, it can be concluded that the pattern of meeting the needs of agriculture and mining investment company which listed on the Indonesia Stock Exchange 2008-2010 period proved to follow the pattern Pecking Order Hypothesis.

Based on the results of research should Investors and prospective investors in investing capital structure is always doing calculations that will be chosen by considering the funding decisions that are used by the company.

## PRAKATA

Puji Syukur kehadiran ALLAH SWT, yang telah melimpahkan Rahmat, Taufik serta Hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengujian Terhadap *Pecking Order Theory* Pada Perusahaan Pertanian dan Pertambangan Yang *Listed* di Bursa Efek Indonesia”.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih jauh dari kesempurnaan, baik karena keterbatasan ilmu yang dimiliki. Oleh karena itu penulis dengan senang hati akan menerima segala kritik maupun saran yang berkaitan untuk perbaikan dalam skripsi ini.

Penyusunan ini, tidak lepas dari bantuan berbagai pihak, oleh karena itu pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih yang tiada terhingga kepada :

1. Allah SWT atas Karunia dan RahmatNya penulis bisa menyelesaikan skripsi ini;
2. Bapak Prof. Dr. H. Moh. Saleh, M.Sc, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Jember;
3. Dr. Hj. Isti Fadah, M.Si selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Jember;
4. Prof. Tatang A.G, M.,Buss.,Acc.,Ph.,D dan Drs. Marmono Singgih, M. Si yang telah meluangkan waktu dan pikiran serta perhatiannya guna memberikan bimbingan, pengarahan, dan saran sampai terselesainya penyusunan skripsi ini;
5. Keluarga Besarku terima kasih atas semuanya selama ini;
6. Semua pihak yang telah memberikan dorongan, bantuan dan kerjasama sehingga terselesaikannya skripsi ini.

Akhir kata semoga skripsi ini dapat bermanfaat khususnya bagi almamater tercinta, serta bagi setiap pembaca pada umumnya.

Jember, 27 September 2011

Penulis

## DAFTAR ISI

	Halaman
<b>HALAMAN JUDUL .....</b>	<b>i</b>
<b>HALAMAN PERSEMBAHAN .....</b>	<b>ii</b>
<b>HALAMAN MOTTO.....</b>	<b>iii</b>
<b>HALAMAN PERNYATAAN .....</b>	<b>iv</b>
<b>HALAMAN PEMBIMBINGAN.....</b>	<b>v</b>
<b>HALAMAN PERSETUJUAN .....</b>	<b>vi</b>
<b>HALAMAN PENGESAHAN.....</b>	<b>vii</b>
<b>ABSTRAK.....</b>	<b>viii</b>
<b><i>ABSTRACT</i>.....</b>	<b>ix</b>
<b>RINGKASAN.....</b>	<b>x</b>
<b><i>SUMMARY</i>.....</b>	<b>xii</b>
<b>PRAKATA .....</b>	<b>xiv</b>
<b>DAFTAR ISI .....</b>	<b>xv</b>
<b>DAFTAR TABEL .....</b>	<b>xviii</b>
<b>DAFTAR GAMBAR .....</b>	<b>xix</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN .....</b>	<b>xx</b>
<b>BAB 1. PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1. Latar Belakang .....	1
1.2. Perumusan Masalah .....	4
1.3. Tujuan Penelitian .....	4
1.4. Manfaat Penelitian .....	4



<b>BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA .....</b>	<b>5</b>
2.1. Landasan Teori.....	5
2.1.1 Teori Pendanaan.....	5
2.1.2. Struktur Modal.....	7
2.1.3 Komposisi Struktur Modal.....	9
2.1.4 Teori-Teori Sruktur Modal .....	11
2.1.5 <i>Pecking Order Theory</i> .....	13
2.1.6 Asumsi-Asumsi <i>Pecking Order Hypothesis</i> .....	15
2.1.7 Teori Pembelanjaan Modal.....	16
2.1.8 <i>Cash Flow</i> (Aliran Kas).....	17
2.1.9 <i>Dividend Payment</i> dan <i>Current Investment</i> .....	18
2.2. Penelitian Terdahulu .....	19
2.3. Kerangka Konseptual.....	22
2.4. Hipotesis Penelitian.....	23
<b>BAB 3. METODE PENELITIAN .....</b>	<b>25</b>
3.1. Rancangan Penelitian .....	25
3.2. Populasi dan Sampel .....	25
3.3. Jenis dan Sumber Data .....	26
3.4. Identifikasi Variabel dan definisi Operasional Variabel .....	26
3.4.1. Variabel Dependen.....	26
3.4.2. Variabel Independen.....	26
3.5. Metode Analisis Data.....	28
3.6. Kerangka Pemecahan Masalah .....	32

<b>BAB 4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>34</b>
4.1. Gambaran Umum Perusahaan .....	34
4.1.1. Gambaran Umum Sampel .....	34
4.1.2. Deskriptif Statistik dan Variabel-Variabel Penelitian	37
4.2. Analisis Data .....	42
4.2.1. Perhitungan Variabel Independen .....	42
4.2.2. Perhitungan Variabel Dependen .....	43
4.2.3. Analisis Korelasi <i>Product Moment</i> .....	45
4.2.4. Analisis Regresi Linier .....	45
4.3. Pembahasan .....	47
4.3.1. Interpretasi Koefisien Korelasi .....	47
4.2.2. Interpretasi Koefisien Regresi .....	47
4.4. Keterbatasan Penelitian.....	48
<b>BAB 5. SIMPULAN DAN SARAN.....</b>	<b>49</b>
5.1. Simpulan .....	49
5.2. Saran .....	49
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>51</b>
<b>LAMPIRAN</b>	

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1. Rekapitulasi Penelitian Terdahulu .....	21
Tabel 4.1. Proses Pemilihan Sampel .....	34
Tabel 4.2. Gambaran Umum Perusahaan Pertanian .....	35
Tabel 4.3. Gambaran Umum Perusahaan Pertambangan.....	36
Tabel 4.4. <i>Capital Expenditure</i> Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 ..	37
Tabel 4.5. <i>Dividend Payment</i> Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 .....	38
Tabel 4.6. <i>Current Investment</i> Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010....	39
Tabel 4.7. <i>Operating Cash Flow</i> Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010	40
Tabel 4.8. Utang Jangka Panjang Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010	41
Tabel 4.9. Nilai Defisit Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010.....	42
Tabel 4.10. Perubahan Utang Jangka Panjang Perusahaan.....	43
Tabel 4.11. Hasil Perhitungan Statistik Deskriptif .....	44
Tabel 4.12. Hasil Setelah Melalui Proses Pengolahan Data .....	45

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1. Kerangka Konseptual .....	22
Gambar 3.1. Kerangka Pemecahan Masalah .....	32
Gambar 4.1. Uji-t Satu Sisi .....	46

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Daftar Perusahaan Pertanian dan Pertambangan periode 2008-2010
- Lampiran 2 Daftar Perusahaan Sampel periode 2008-2010
- Lampiran 3 Perhitungan *Capital Expenditure* Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 (dalam jutaan rupiah)
- Lampiran 4 Data *Dividend Payment* Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)
- Lampiran 5 Data *Current Investment* Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)
- Lampiran 6 Data *Operating Cash Flow* Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)
- Lampiran 7 Perhitungan Perubahan Utang Jangka Panjang Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)
- Lampiran 8 Nilai Defisit Masing-Masing Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)
- Lampiran 9 Uji Korelasi *Product Moment* Dan Uji Regresi Linier

## **BAB 1. PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Pasar modal mempunyai peranan penting terutama dalam kehidupan ekonomi masyarakat. Peranan tersebut mempunyai kesamaan antara satu negara dan negara yang lain. Hampir semua negara di dunia mempunyai pasar modal yang bertujuan menciptakan fasilitas untuk keperluan industri terutama dalam proses alokasi dana. Pasar modal memberikan kesempatan kepada para investor yang mempunyai surplus dana untuk memperoleh hasil (*return*) yang diharapkan dan juga dapat memudahkan pihak yang memerlukan dana untuk memperoleh tambahan dana yang diperlukan dalam investasi. Investasi melalui pasar modal yaitu dengan membeli sebagian kecil saham perusahaan publik, dengan kata lain perusahaan-perusahaan di Indonesia relatif memiliki keleluasaan dalam menggali dana (modal) yang bersumber dari pemilik modal. Dana tersebut dapat berupa obligasi (modal asing) atau laba ditahan (modal sendiri). Kedua sumber ini sangat menguntungkan bagi perusahaan yang sedang berkembang untuk lebih mudah memperoleh sumber modal untuk berinvestasi. Upaya-upaya pemenuhan kebutuhan modal suatu perusahaan akan membawa konsekuensi-konsekuensi baik jangka pendek maupun jangka panjang karena dana yang masuk ke perusahaan akan mengandung biaya-biaya yang berbeda.

Ada dua teori sumber pendanaan yaitu *balance theory* dan *pecking order theory*. Kedua kerangka teori tersebut jelas berbeda, keputusan pendanaan dengan *balance theory* adalah pendanaan berdasarkan struktur modal yang optimal yaitu struktur modal dengan menyeimbangkan keuntungan dari penghematan pajak atas penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan (Myers, 1984). Sedangkan *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan cenderung lebih menggunakan pembiayaan internal untuk menghindari biaya emisi, apabila pembiayaan internal tidak mencukupi, perusahaan menggunakan pembiayaan utang terlebih dahulu, diikuti dengan pembiayaan ekuitas, jadi *Pecking Order Theory* merupakan suatu model struktur pendanaan dalam manajemen keuangan dimana struktur pendanaan suatu perusahaan mengikuti suatu hierarki dimulai dari

sumber termurah, dana internal hingga saham sebagai sumber terakhir (Madura, 2001: 203).

Kemajuan dan perkembangan perusahaan tergantung pada kepemilikan modal perusahaan. Pemenuhan kebutuhan modal perusahaan dapat bersumber baik dari dalam perusahaan (modal sendiri/modal internal) maupun luar perusahaan (modal asing/modal eksternal). Modal sendiri yaitu modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam di dalam perusahaan untuk waktu yang tidak tertentu lamanya. Modal asing yaitu pendanaan dari luar perusahaan yang akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi kemudian penerbitan saham baru. Umumnya dana internal lebih disukai daripada dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu mendapat sorotan dari pemodal luar. Sedangkan dana eksternal lebih disukai dalam bentuk utang yaitu ada dua alasan. Pertama, pertimbangan biaya emisi obligasi akan lebih murah daripada emisi saham baru, hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir jika penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya asimetris informasi antara pihak manajemen (pihak dalam) dan pihak pemodal (pihak luar) (Husnan, 1996:325).

Teori tentang struktur modal yang sering dibahas antara lain adalah dalil *Modigliani Miller*, *Static Trade Off*, dan *Pecking Order Hypothesis*. Teori *Pecking Order* menyatakan bahwa terdapat urutan prioritas berkaitan dengan aktivitas pendanaan perusahaan yaitu perusahaan lebih mengutamakan sumber dana internal terlebih dahulu (laba ditahan) sebelum menggunakan sumber eksternal yaitu utang dan ekuitas.

*Pecking order theory* dapat menjelaskan perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang kecil. Dalam kenyataannya, terdapat perusahaan-perusahaan yang dalam menggunakan dana untuk kebutuhan investasinya tidak sesuai seperti urutan (hierarki) yang disebutkan dalam *pecking order theory* (Husnan,1996:324).

Penelitian mengenai pengujian terhadap *pecking order hypothesis* sudah banyak dilakukan sebelumnya. Djakman dan Halomoan (2001) menyimpulkan adanya hubungan positif yang signifikan antara defisit perusahaan dengan utang jangka panjang pada 50 perusahaan dari seluruh industri di Bursa Efek Jakarta periode 1994-1995. Hamidi (2003) menunjukkan *investment opportunity* ternyata berpengaruh positif dan signifikan terhadap *capital expenditure*, yang berarti *Pecking Order Hypothesis* berlaku pada 40 perusahaan manufaktur dengan periode pengamatan 1997-2001. Nenssy (2004) yang menunjukkan bahwa adanya pengaruh yang signifikan antara perubahan struktur modal/rasio utang dan perubahan biaya utang, biaya keagenan, risiko bisnis, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen pada sektor perdagangan dan jasa di BEJ periode tahun 1998-2002. Berbeda dengan ketiga penelitian diatas, Sulistiyorini (2005) menunjukkan bahwa perusahaan sektor perdagangan dan jasa tidak terbukti mengikuti pola *Pecking Order* karena arus kas lancar, pembelanjaan modal, pembayaran dividen, dan aktivasi lancar berpengaruh negatif terhadap utang jangka panjang pada 12 perusahaan sektor perdagangan dan jasa di Bursa Efek Jakarta periode 2001-2004.

Penelitian ini menguji *Pecking Order Hypothesis* pada perusahaan Pertanian dan Pertambangan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Pemilihan hanya pada perusahaan Pertanian dan Pertambangan karena alasan dasar yaitu keragaman laporan keuangan dan struktur pendanaan. Apabila dilihat dari karakteristik masing-masing perusahaan ini berbeda. Sektor pertanian dalam kegiatan usaha meliputi kegiatan masa tanam dan masa panen yang membutuhkan jangka waktu panjang, sedangkan sektor pertambangan kegiatan usaha meliputi kegiatan penyelidikan umum, eksplorasi, pengolahan, pemurnian, pengangkutan dan perdagangan juga membutuhkan jangka waktu panjang. Selain itu, perusahaan pertanian dan pertambangan memerlukan investasi untuk seluruh aktivitas operasi dan cenderung memiliki utang jangka panjang yang merupakan sumber dana eksternal. Hal ini yang membuat sedikit berbeda dengan sektor lainnya. Sampai dengan akhir tahun 2010 terdapat 27 perusahaan di sektor pertanian terdapat 13 perusahaan dan pertambangan terdapat 14 perusahaan.



## **1.2 Rumusan Masalah**

Berdasarkan pada latar belakang permasalahan dan kajian teori *Pecking Order Hypothesis* maka pokok permasalahan dalam penelitian ini yaitu, apakah pola pemenuhan kebutuhan investasi pada perusahaan Pertanian dan Pertambangan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*?

## **1.3 Tujuan Penelitian**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis apakah pola pemenuhan kebutuhan investasi mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis* pada perusahaan Pertanian dan Pertambangan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia.

## **1.4 Manfaat Penelitian**

Diharapkan penelitian ini bermanfaat bagi para akademisi, perusahaan dan investor.

### **1. Bagi Akademisi**

Penulis dapat menambah wawasan ilmu dalam bidang manajemen keuangan khususnya yang berkaitan dengan struktur modal. Hasil penelitian ini diharapkan akan memberikan kontribusi pada pengetahuan mengenai pengujian *Pecking Order Theory* pada perusahaan pertanian dan pertambangan di Bursa Efek Indonesia.

### **2. Bagi Emiten**

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi tambahan informasi mengenai variabel-variabel yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan kebijaksanaan struktur modal (dalam mendanai perusahaan) dengan memakai utang dan modal sendiri guna meningkatkan nilai perusahaan.

### **3. Bagi Investor**

Sebagai pertimbangan dalam membuat keputusan investasi khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui perilaku pendanaan dalam perusahaan.

## **BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA**

### **2.1 Landasan Teori**

#### 2.1.1 Teori Pendanaan

Dalam sejarah perkembangan perusahaan pada umumnya dapat diketahui bahwa masalah pendanaan, merupakan masalah sentral dalam usaha untuk mencapai tujuan perusahaan. Fungsi pendanaan tidak dapat dipisahkan dari fungsi-fungsi lainnya dalam perusahaan dan untuk menjalankan usaha, setiap perusahaan membutuhkan dana, baik dana yang diperoleh dari pemilik perusahaan maupun utang. Dana yang diterima sebagian digunakan untuk pembelian aktiva tetap, untuk membeli bahan untuk keperluan produksi, untuk menjaga likuiditas, dan kepentingan transaksi lainnya. Keseluruhan aktivitas yang bersangkutan dengan usaha untuk mendapatkan dana dan menggunakan atau mengalokasikan dana disebut pembelanjaan dalam artian luas (*business finance*). Sedangkan pembelanjaan dalam arti sempit adalah aktivitas yang hanya bersangkutan dengan usaha untuk mendapatkan dana saja (pembelanjaan pasif) disebut sebagai pendanaan (*financing*) (Van Horne dan Wachowich, 1998).

Prinsip manajemen perusahaan menuntut agar baik dalam memperoleh maupun dalam menggunakan dana harus didasarkan pada pertimbangan efisiensi dan efektivitas, agar fungsi dana yang tertanam dalam masing-masing unsur aktiva tersebut tidak mengganggu likuiditas dan kontinuitas, dalam pengalokasian dana perusahaan harus mendasarkan pada perencanaan yang tepat. Efisiensi penggunaan dana secara langsung akan menentukan besar kecilnya tingkat keuntungan yang dihasilkan dari investasi tersebut.

Van Horne dan Wachowich (1998:468) menyatakan bahwa fungsi pendanaan pada dasarnya ada dua, yaitu :

- a. fungsi menggunakan atau alokasi dana yang dalam pelaksanaannya manajer harus mengambil keputusan pemilihan alternatif investasi; dan
- b. fungsi memperoleh dana atau fungsi pendanaan yang dalam pelaksanaannya manajer harus mengambil keputusan pemilihan alternatif pendanaan.

Dalam keputusan mengenai investasi, perusahaan harus mengambil keputusan untuk melakukan investasi. Sedangkan fungsi pendanaan menyangkut keputusan pembelanjaan perusahaan, maka harus sesuai dalam membiayai operasional perusahaan. Keputusan investasi tersebut dibiayai dengan utang jangka panjang, modal sendiri atau kombinasi keduanya. Apabila fungsinya pendanaan menyangkut dividen, maka perusahaan harus mengambil keputusan seberapa besar keuntungan dari perusahaan yang akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham dan beberapa yang harus ditahan (sebagai laba ditahan) di dalam perusahaan.

Myers dan Majluf (1984), dalam Husnan (1996-324), menyatakan bahwa urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, digambarkan sebagai berikut:

- a. perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal, dan dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan;
- b. jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu utang yang paling rendah risikonya kemudian utang yang lebih berisiko dan memilih alternatif terakhir yaitu sekuritas hybrid seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa;
- c. terdapat kebijakan dividen yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran dividen yang konstan, tidak ada pengaruh terhadap perusahaan tersebut mengenai untung atau rugi; dan
- d. untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan dividen yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia.

Ditinjau dari sumber dimana modal diperoleh, pendanaan dapat dibedakan antara pendanaan dari luar perusahaan (modal asing) dan pendanaan dari dalam perusahaan (modal sendiri). Modal sendiri atau modal internal yaitu modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam di dalam perusahaan untuk

waktu yang tidak tertentu lamanya. Modal asing atau modal eksternal yaitu pendanaan dari luar perusahaan yang akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi kemudian penerbitan saham baru. Sedangkan pendanaan dimana pemenuhan kebutuhan modal tidak diambilkan dari luar perusahaan, melainkan dari dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri didalam perusahaan yang berupa laba, yang berarti suatu pendanaan dengan kekuatan sendiri disebut modal sendiri atau modal Internal. Umumnya dana internal lebih disukai daripada dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu mendapat sorotan dari pemodal luar. Sedangkan dana eksternal lebih disukai dalam bentuk utang (Van Horne dan Wachowich, 1998:474).

#### 2.1.2 Struktur Modal

Teori struktur modal menjelaskan apakah struktur modal adalah penggunaan modal sendiri dari utang dalam memenuhi dana permanen jangka panjang perusahaan yang disebut struktur modal perusahaan. Perusahaan memiliki risiko bisnis yang tinggi, pada umumnya perusahaan akan mengkombinasikan dengan risiko finansial yang rendah dengan mempertahankan tingkat utang yang rendah dalam struktur modal. Sartono (1990:237) menyatakan bahwa struktur modal adalah pertimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa yang dipergunakan oleh perusahaan. Sedangkan struktur finansial adalah pertimbangan total utang lancar, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa yang dipergunakan oleh perusahaan.

Keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari dalam (modal sendiri) maupun luar perusahaan (modal asing) yang akan mempengaruhi nilai perusahaan. Modal sendiri atau dana internal yang berasal dari dalam adalah laba ditahan sedangkan modal asing atau dana eksternal adalah lebih disukai dalam bentuk utang. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kredit merupakan utang bagi perusahaan atau yang disebut dengan metode pembelanjaan utang (*debt financing*) (Van Horne dan Wachowich, 1998:474).

Konsep “*Cost of Capital*” (Biaya penggunaan modal atau biaya modal) merupakan konsep yang sangat penting dalam pembelanjaan perusahaan. Konsep ini dimaksudkan untuk menentukan besarnya biaya yang secara riil harus ditanggung oleh perusahaan untuk memperoleh dana dari suatu sumber. Kebanyakan orang menganggap bahwa biaya penggunaan utang adalah sebesar tingkat bunga yang ditetapkan dalam kontrak. Hal ini benar apabila jumlah uang yang diterima sama besarnya dengan jumlah nominal utangnya, tetapi sering terjadi bahwa jumlah uang yang diterima itu lebih kecil daripada jumlah nominal utangnya. Dalam hal yang demikian, biaya penggunaan utang yang secara riil harus ditanggung oleh penerimaan kredit atau “harga kredit” (*cost of debt*) adalah lebih besar daripada tingkat bunga menurut kontrak. Dengan demikian konsep *Cost of Capital* tersebut dimaksudkan untuk dapat menentukan besarnya biaya riil dari penggunaan modal dari masing-masing sumber dana, untuk kemudian menentukan biaya modal rata-rata (*average cost of capital*) dari keseluruhan dana digunakan di dalam perusahaan yang ini merupakan tingkat biaya penggunaan modal perusahaan (Riyanto, 1995:245).

Struktur Modal Optimal adalah struktur modal yang meminimalkan biaya modal perusahaan sehingga memaksimalkan nilai perusahaan. Dengan mengusahakan tercapainya struktur modal yang optimal diharapkan perusahaan akan dapat memaksimalkan nilai pasar total (Van Horne dan Wachowicz, 1998:477-478).

Struktur modal yang optimal ditentukan yaitu dengan cara para manajer keuangan perlu memperhatikan berbagai faktor yaitu tingkat penjualan, struktur aset, tingkat pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan pajak, *attitude management* dan kondisi intern perusahaan (Sartono, 1997:326).

a. Tingkat penjualan

Perusahaan dengan tingkat penjualan yang relatif stabil dapat menggunakan utang lebih besar daripada perusahaan yang tidak stabil.

b. Struktur aset

Perusahaan dengan struktur aset yang fleksibel cenderung menggunakan leverage lebih besar daripada perusahaan yang struktur asetnya tidak stabil.

c. Tingkat pertumbuhan perusahaan

Apabila faktor lain sama, maka perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi cenderung akan menggunakan sumber dana dari luar.

d. Profitabilitas dan pajak

Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menggunakan hutang lebih kecil karena perusahaan mampu menyediakan dana yang cukup melalui laba ditahan.

e. *Attitude management*

Manajemen dapat menentukan sesuai dengan nilai mereka sendiri tentang struktur modal yang tepat. Karena tak ada seorangpun yang dapat membuktikan bahwa satu struktur modal akan mengakibatkan harga saham lebih tinggi dari struktur modal yang lain.

f. Kondisi intern perusahaan

Perusahaan suatu saat perlu menanti saat yang tepat untuk mengeluarkan saham atau obligasi tergantung atas kondisi intern.

Jadi, faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal harus diperhatikan agar struktur modal dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham. Dengan kata lain kalau perubahan struktur modal tidak merubah nilai perusahaan, berarti tidak ada struktur modal yang terbaik, tetapi kalau dengan merubah struktur modal ternyata nilai perusahaan berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang terbaik. Struktur modal yang terbaik adalah struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham.

### 2.1.3 Komposisi Struktur Modal

Komposisi stuktur modal yang efisien dan menguntungkan perusahaan adalah sangat sulit. Hal ini tergantung pada situasi dan kondisi pasar atau kebijakan perusahaan sehingga tidak adanya ukuran yang baku tentang komposisi struktur modal, tetapi bagaimanapun juga perlu adanya langkah untuk mencari

pertimbangan antara utang jangka panjang dan modal sendiri yang pada umumnya dinyatakan dengan presentase.

Sartono (1997:295) menyatakan bahwa terdapat tiga pendekatan dalam menentukan struktur modal yaitu pendekatan laba bersih, pendekatan laba operasional bersih dan pendekatan tradisional.

a. Pendekatan Laba Bersih (*Net Income Approach*)

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan pula.

b. Pendekatan Laba Operasional (*Net Operating Approach*)

Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat hutang yang digunakan. Pertama diasumsikan bahwa biaya utang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih. Kedua penggunaan utang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena itu, tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan semakin meningkatkan sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan. Konsekuensinya biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

c. Pendekatan Tradisional

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa satu *leverage* tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan sehingga baik ke dan kd relatif konstan, namun setelah *leverage* atau risiko utang tertentu. Biaya hutang maupun biaya modal sendiri akan meningkat. Peningkatan biaya modal sendiri akan semakin besar dan bahkan akan lebih besar daripada penurunan biaya, karena penggunaan hutang yang lebih murah. Akibatnya biaya rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah *leverage* tertentu akan meningkat. Oleh karena itu, nilai perusahaan mula-mula meningkat dan akan menurun sebagai akibat penggunaan utang semakin besar.

Jadi pendekatan-pendekatan dalam menentukan struktur modal masing-masing mempunyai asumsi yang berbeda. Menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan merupakan asumsi dari pendekatan laba bersih,

sedangkan untuk pendekatan laba operasional lebih menekankan pada modal rata-rata tertimbang berapapun biaya utang yang digunakan. Sedangkan untuk pendekatan tradisional mengasumsikan satu risiko utang tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan sehingga baik biaya modal sendiri dan biaya utang setelah pajak relatif konstan, namun setelah *leverage* atau risiko utang tertentu.

#### 2.1.4 Teori-Teori Struktur Modal

Pandangan konseptual dari struktur modal dilakukan melalui berbagai macam pendekatan yaitu pendekatan laba operasi bersih, pendekatan laba bersih, pendekatan tradisional dan pendekatan Modigliani-Miller (Sartono, 1997:295).

##### a. Pendekatan Laba Operasi Bersih (*Net Operating Income*)

Suatu pendekatan terhadap penilaian laba perusahaan dikenal sebagai pendekatan laba operasi bersih (NOI). Pendekatan ini memandang bahwa biaya modal dan nilai total perusahaan bersifat konstan walaupun pengungkit keuangan berubah. Melalui pendekatan ini, laba operasi bersih didiskontokan pada tingkat kapitalisasi total perusahaan untuk memperoleh nilai pasar perusahaan. Nilai total pasar kemudian dikurangi dengan nilai pasar pinjaman/utang untuk memperoleh nilai pasar saham biasa. Penggunaan pendekatan ini mengakibatkan tingkat kapitalisasi total serta biaya biaya dana pinjaman tetap sama walaupun digunakan pengungkit keuangan.

Asumsi kritis pada pendekatan ini adalah tingkat kapitalisasi total perusahaan bersifat konstan berapapun jumlah pengungkit keuangan. Pasar mengkapitalisasi laba operasi bersih perusahaan dan menentukan nilai keseluruhan perusahaan. Akibatnya bauran pendanaan utang dan ekuitas menjadi tidak penting. Peningkatan pendanaan utang yang seharusnya lebih murah, diimbangi oleh peningkatan tingkat pengembalian ekuitas yang diminta dan tingkat pengembalian (hasil) atas obligasi perusahaan tetap sama walaupun pengungkit keuangan berubah.

Pada saat perusahaan meningkatkan penggunaan pengungkit keuangannya, risiko perusahaan juga semakin meningkat dan investor (penanam modal) “menghukum” saham dengan meningkatkan tingkat kapitalisasi ekuitas



(Menurunkan rasio harga-laba, P/E) secara umum untuk menyesuaikan peningkatan rasio hutang terhadap ekuitas. (Van Horne dan Wachowicz, 1998:475)

b. Pendekatan Laba bersih (*Net Income*)

Pendekatan laba bersih, laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa akan dikapitalisasi dengan suatu tingkat konstan yaitu tingkat kapitalisasi ekuitas. Dalam hal ini, tingkat kapitalisasi keseluruhan yang dihitung merupakan hasil pembagian laba operasi bersih perusahaan dengan nilai total perusahaan yang diperoleh.

Apabila perusahaan menaikkan utangnya dan menggunakan hasil terbitan utang tersebut untuk membeli kembali sahamnya, maka dengan pendekatan laba bersih perusahaan tersebut mampu meningkatkan nilai total perusahaan dan menurunkan tingkat kapitalisasinya secara keseluruhan, dan sebagai hasilnya harga pasar perlembar saham akan meningkat.

Struktur modal perusahaan akan terdiri dari utang dan modal biasa. Pendapatan yang tersedia bagi pemegang saham biasa sama dengan pendapatan neto. Dalam proses penilaian di atas pendapatan neto yang sebenarnya dikapitalisasi untuk menghasilkan nilai pasar modal disetor biasa.

c. Pendekatan Tradisional

Pendekatan tradisional menyatakan bahwa ada struktur yang optimal dan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan lewat penggunaan "*leverage*" tertentu. Dengan menggunakan pendekatan tradisional, bisa mendapatkan struktur modal yang optimal memberikan biaya modal keseluruhan yang terendah dan memberikan harga saham yang tertinggi. Hal ini disebabkan karena berubahnya tingkat kapitalisasi, baik untuk modal sendiri maupun pinjaman, setelah perusahaan struktur modalnya atau "*leverage*" nya melewati batas tertentu. Perubahan tingkat kapitalisasi ini disebabkan karena dirasakannya risiko yang berubah (mungkin meningkat dan mungkin juga menurun) (Husnan, 1996:205).

Pendekatan tradisional terhadap struktur dan penilaian modal mengasumsikan adanya struktur modal optimal dan manajemen dapat meningkatkan nilai total perusahaan melalui penggunaan pengungkit keuangan. Pendekatan ini

menyatakan perusahaan pada awalnya dapat mengurangi biaya modalnya dan meningkatkan nilai totalnya melalui peningkatan penggunaan pengungkit keuangan.

d. Pendekatan Modigliani-Miller

Franco Modigliani dan M.H. Miller, dalam Husnan (1996), menyatakan bahwa atas hutang dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak, maka nilai perusahaan meningkat terus dan sejalan dengan semakin besarnya jumlah utang yang digunakan. Oleh karena itu, nilai perusahaan akan mencapai titik maksimum bila seluruhnya dibiayai oleh utang. Asumsi-asumsi Modigliani-Miller mencakup hal-hal sebagai berikut (Weston dan Brigham, 1990:179) :

- 1) tidak ada biaya broker (perantara);
- 2) tidak ada pajak perorangan;
- 3) para investor dapat meminjam dengan suku bunga yang sama dengan perusahaan;
- 4) investor dan manajemen mempunyai informasi yang sama mengenai peluang investasi perusahaan di masa yang akan datang;
- 5) semua utang perusahaan tidak mengandung risiko, berapapun jumlah utang yang digunakan; dan
- 6) EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang.

Karena beberapa asumsi di atas tidak realistis, maka pendapat MM dipandang sebagai permulaan bagi timbulnya teori modern maka sebagai tindak lanjut teori MM ini, hipotesis yang berkaitan dengan teori struktur modal terus berkembang, diantaranya : *static trade-off theory* , *agency cost of debt*, *pecking order theory*, dan *risk management theory* (Alayannis, et al, 2003, dalam Nensy, 2004).

#### 2.1.5 *Pecking Order Theory*

*Pecking Order Theory* adalah teori struktur pendanaan yang memprioritaskan pendanaan internal terlebih dahulu sebelum menggunakan pendanaan eksternal berupa utang dan sebagai sumber terakhirnya adalah saham. Jadi *Pecking Order Theory* merupakan suatu model struktur pendanaan dalam manajemen keuangan dimana struktur pendanaan suatu perusahaan mengikuti

suatu hierarki dimulai dari sumber termurah, dana internal hingga saham sebagai sumber terakhir (Madura, 2001: 203).

Penggunaan biaya internal dijadikan prioritas utama karena merupakan suatu wujud upaya manajer untuk meminimalkan masalah dan biaya-biaya dari pendanaan eksternal. Permasalahan yang mungkin akan terjadi apabila menggunakan pendanaan eksternal adalah adanya perjanjian-perjanjian yang nantinya akan membatasi ruang gerak di masa yang akan datang. Pendanaan internal disini mempunyai kelebihan dan kelemahan. Kelebihan dari pendanaan internal yaitu perjanjian-perjanjian yang nantinya akan membatasi ruang gerak di masa yang akan datang. Keterbatasan dana ini dikarenakan perusahaan harus berada dalam keadaan profit sedangkan laba perusahaan sudah dipastikan akan berfluktuasi bahkan tidak selalu dalam keadaan profit (Husnan, 1996:325).

*Pecking order theory* dalam pemilihan pendanaan, perusahaan akan lebih menyukai pembiayaan dengan menggunakan penggunaan dana internal. Apabila pemenuhan dana internal tidak mencukupi maka perusahaan akan memprioritaskan penggunaan utang lalu penerbitan saham sebagai prioritas terakhir. Menurut *Pecking order theory*, perusahaan cenderung memilih pendanaan sesuai dengan urutan risiko yaitu perusahaan akan memilih dana yang berasal dari *internal funds* (hasil operasi), kemudian diikuti penerbitan obligasi yang tidak berisiko, penerbitan obligasi yang berisiko (seperti obligasi konversi) dan akhirnya menerbitkan saham baru.

Penggunaan dana eksternal lebih disukai dalam bentuk utang daripada modal sendiri karena dua alasan yaitu : pertama, pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi akan lebih murah daripada biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama dan alasan yang kedua, manajer khawatir jika penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan karena antara lain oleh kemungkinan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen (pihak dalam) dengan pihak pemodal (pihak luar).

Bentuk sederhana *Pecking Order Theory* ini telah dilakukan sebelum penelitian dengan mengabaikan karena teori ini dianggap kurang rasional. Myers dan Majluf (1984), dalam Hamidi (1996:324) membuat asumsi mengenai manajer perusahaan yaitu :

- a. mereka mengasumsikan bahwa pihak manajer perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai kondisi perusahaan daripada investor luar; dan
- b. pihak manajer melakukan tindakan yang terbaik bagi para pemegang saham yang asli.

#### 2.1.6 Asumsi – Asumsi *Pecking Order Hypothesis*

Menurut Djakman dan Halomoan (2001), model *Pecking Order Hypothesis* berdasarkan empat asumsi mengenai perilaku pendanaan dari perusahaan yaitu :

- a. perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan);
- b. perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis;
- c. kebijakan dividen yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain mungkin kurang; dan
- d. apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan maka akan menerbitkan sekuritas yang paling “aman” terlebih dulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Jadi perilaku pendanaan perusahaan yang pertama cenderung menggunakan dana dari dalam perusahaan karena lebih meminimalkan biaya-biaya dari pendanaan eksternal. Alternatif terakhir yang digunakan yaitu pendanaan eksternal yang paling rendah risikonya, kemudian baru yang menerbitkan saham baru sebagai sumber terakhir.

### 2.1.7 Teori Pembelanjaan Modal

Perusahaan yang memenuhi dananya dari sumber intern dikatakan perusahaan itu melakukan *pembelanjaan internal* atau *pendanaan internal (internal financing)*. Pengertian pembelanjaan dalam arti sempit karena hanya menyangkut masalah pemenuhan kebutuhan dana, atau sering menggunakan istilah pendanaan. Disamping sumber intern, dalam memenuhi kebutuhan dana suatu perusahaan dapat pula menyediakan dari sumber ekstern, yaitu sumber dana yang berasal dari tambahan penyertaan modal dari pemilik atau emisi saham baru, penjualan obligasi, kredit dari bank. Apabila perusahaan memenuhi dananya dari sumber luar disebut pembelanjaan eksternal atau pendanaan eksternal (*external financing*). Jadi apabila perusahaan dalam memenuhi kebutuhannya dipenuhi dari dana yang berasal dari pinjaman, dikatakan perusahaan itu melakukan perusahaan itu melakukan *pendanaan utang* atau *pembelanjaan utang (debt financing)*. Dan sebaliknya kebutuhan dana yang diperoleh dari emisi atau penerbitan saham baru dikatakan perusahaan itu melakukan pendanaan intern atau pembelanjaan modal sendiri (*external equity financing atau equity financing*) (Riyanto, 1995:5).

Pembelanjaan modal (*Capital Expenditure*) merupakan salah satu konsep penting dalam teori keuangan suatu perusahaan. Dalam teori keuangan dinyatakan bahwa beberapa fungsi keuangan utama yang dilakukan manajer keuangan adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencairan dana (*financing disicion*) serta pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (*investment decision*). Pada tingkat makro ekonomi, pengeluaran-pengeluaran modal (*Capital Expenditure*) adalah bagian penting dari *agregat demand* dan produk nasional bruto, pertumbuhan ekonomi dan *businnes cycle*. Ada beberapa alasan yang membuat konsep nilai pembelanjaan modal sama dengan selisih antar asset total saat ini dengan asset total pada periode sebelumnya yaitu pertama, dari sisi ekonomi makro pembelanjaan modal yang dilakukan oleh perusahaan adalah salah satu bagian dominan yang membentuk permintaan agregat untuk barang modal komponen *gross national product* variabel pertumbuhan ekonomi serta siklus. Kedua pada sisi ekonomi mikro pembelanjaan mempengaruhi keputusan-keputusan produksi

seberapa besar dana yang diinvestasikan dalam asset tetap serta rencana strategis. Oleh karena itu, pembelanjaan modal bahkan seringkali dikaitkan dengan kinerja perusahaan karena semakin tinggi pembelanjaan modal diharapkan semakin baik kinerja perusahaan (Sartono 2001:54).

*Pecking Order Hypothesis* merupakan suatu cara manajer akan memilih tingkat pembelanjaan modal yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham saat ini, tanpa memperhatikan kepemilikan manajerial tersebut atas saham perusahaan. Manajer cenderung untuk membuat keputusan pembelanjaan modal atas dasar aliran kas internal (*internal cash flow*) dengan alasan adanya *information asymmetries* antara manajer tersebut dengan calon pemegang saham potensial (Hamidi, 2003:274).

#### 2.1.8 *Cash Flow* (Aliran Kas)

Salah satu tugas penting dalam pendanaan yaitu memperkirakan arus kas masa depan. Perusahaan menginvestasikan kas saat ini dengan harapan memperoleh pemasukan kas yang lebih besar di masa depan, hanya kas yang dapat diinvestasikan kembali dalam perusahaan atau dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen (Van Horne dan Wachowich, 1998:325).

Gumanti (2007:169) menyatakan bahwa aliran kas mengungkap kenaikan atau penurunan kas perusahaan untuk satu periode tertentu dan perubahan-perubahan yang terjadi dalam struktur dan kinerja keuangan perusahaan. Laporan aliran kas adalah salah satu dari laporan keuangan dasar yang berguna bagi manajer dalam mengevaluasi masa lalu dan dalam merencanakan aktivitas investasi serta pembiayaan dimasa depan. Laporan arus kas juga berguna bagi para investor, kreditor dan pihak lainnya dalam menilai potensi laba perusahaan.

Cara yang baik untuk mengevaluasi suatu perusahaan adalah dengan mendasarkan pada tiga jenis kegiatan perusahaan yang utama yaitu kegiatan produksi, kegiatan pemasaran, dan kegiatan operasi. Setelah perusahaan berdiri dan berjalan, kegiatan operasi merupakan kegiatan penting yang utama diikuti oleh kegiatan investasi dan kegiatan pendanaan.

Aliran kas operasi (*Operating Cash Flow*) merupakan salah satu faktor penentu pembelanjaan modal. Langkah pertama yang dilakukan dalam analisis

laporan aliran kas adalah kenaikan dan penurunan aliran kas serta besarnya persediaan kas awal dan akhir. Dalam menganalisis kinerja aliran kas operasi yang harus dilakukan adalah pengamatan kenaikan dan penurunan kas yang disebabkan oleh perubahan dalam perkiraan-perkiraan modal kerja ditambah dengan pendapatan dan pengeluaran atau biaya (Gumanti, 2007:170).

Namun demikian pada penelitian yang lain ditemukan fakta yang berkebalikan yaitu tidak ada pengaruh aliran kas yang signifikan terhadap pembelanjaan modal. Dua teori yang memberikan penjelasan yang berkaitan dengan pengaruh aliran kas internal adalah *pecking order hypothesis* dan *managerial hypothesis*.

Hamidi (2003: 274) menyatakan bahwa para manajer memiliki tingkat kepemilikan kecil dalam perusahaan, menggunakan *internal cash flow* untuk *capital expenditure* dalam tingkat yang lebih tinggi dibandingkan dengan tingkatan yang bisa memaksimalkan kekayaan para pemegang saham saat ini. Penggunaan *internal cash flow* oleh manajer adalah untuk kepentingan pribadinya, maka mereka cenderung melakukan *over investment*, karena *capital expenditure* yang dilakukan dengan menggunakan *internal cash flow* sulit termonitor oleh pemegang saham.

#### 2.1.9 *Dividend Payment* dan *Current Investment*

Van Horne dan Wachowich (1998:496) menyatakan bahwa pembayaran dividen (*Dividend Payment*) merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan, berarti perusahaan akan menentukan laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan karena semakin besar laba ditahan semakin kecil jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran dividen. Pembayaran dividen dalam bentuk apapun mempengaruhi kegiatan operasional perusahaan dan juga para pemilik perusahaan. Perusahaan tidak akan membagi dividen apabila dengan pembayaran tersebut mengganggu likuiditas perusahaan. Perusahaan mungkin sudah mempunyai rencana ekspansi untuk pembelanjaan modal dari laba perusahaan (Djakman dan Halomoan, 2001:5).

Kebijakan pembayaran dividen merupakan penentuan pembayaran laba yaitu apakah dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau

diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Perusahaan yang berusaha mempertahankan pembayaran dengan jumlah yang relatif stabil dan investor akan memberikan nilai yang lebih tinggi pada perusahaan yang memberikan dividen stabil disebut sebagai stabilitas pembayaran dividen (Van Horne dan Wachowich, 1998:504).

Investasi lancar (*Current Investment*) sering disebut juga dengan surat-surat berharga yang merupakan aktiva lancar. Agar dapat dikategorikan sebagai aktiva lancar dalam neraca, maka investasi tersebut haruslah likuid (dapat dengan mudah dikonversikan kedalam bentuk kas). Selain itu, investor tersebut juga bermaksud untuk mengkonversikan investasi tadi kedalam bentuk kas dalam jangka waktu kurang dari satu tahun, atau mempergunakannya untuk membayar kewajiban lancar perusahaan. Investasi lancar adalah investasi yang dapat segera dicairkan dan dimaksudkan dimiliki selama satu tahun atau kurang.

## **2.2 Penelitian Terdahulu**

Beberapa penelitian yang mengungkap pengujian teori *Pecking Order Hypothesis* sebelumnya sudah lebih banyak. Misalnya, Djakman dan Halomoan (2001) melakukan penelitian yang bertujuan untuk menjelaskan perilaku pendanaan perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Jakarta tahun 1997-2001. Populasi penelitian ini adalah emiten Bursa Efek Jakarta. Sampel penelitian yang terpilih adalah 50 perusahaan dari seluruh industri di Bursa Efek Jakarta tahun 1994 dan 1995. Variabel dependen adalah utang jangka panjang dan variabel independen yaitu defisit perusahaan yang terdiri atas arus kas, pembelanjaan modal, pembayaran dividen dan aktivasi dari aktiva lancar. Hasil pengujian menunjukkan adanya hubungan signifikan antara defisit perusahaan dan utang jangka panjang dari emiten di BEJ periode 1994 dan 1995, perusahaan tersebut terbukti mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

Hamidi (2003) melakukan pengujian untuk membuktikan teori *Pecking Order Hypothesis* dan *Managerial Hypothesis* pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini menggunakan sampel 40 perusahaan manufaktur tahun 1997 sampai tahun 2001. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketergantungan pada aliran kas internal (*internal cash flow*) untuk membiayai



pembelanjaan modal (*capital expenditure*) bukan disebabkan oleh adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham saat ini, namun lebih merupakan konsekuensi dari adanya asimetris informasi antara manajer dengan para pemegang saham baru yang potensial. Hasil pengujian yaitu peluang investasi (*investment opportunity*) mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap pembelanjaan modal (*capital expenditure*) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, yang berarti perusahaan tersebut terbukti mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

Nenssy (2004) melakukan penelitian untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan struktur modal atau rasio utang. Populasi penelitian ini adalah 53 perusahaan sektor perdagangan dan jasa di Bursa Efek Jakarta. Sampel penelitian yang terpilih 25 perusahaan sektor perdagangan dan jasa di Bursa Efek Jakarta tahun 1998 sampai 2002. Hasil dari penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara perubahan struktur modal/rasio hutang dengan perubahan biaya utang, biaya keagenan, risiko bisnis, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen. Jadi dalam penelitian ini menggunakan pola *Pecking Order Hypothesis*.

Sulistiyorini (2005) melakukan penelitian yang bertujuan membuktikan apakah teori *Pecking Order Hypothesis* terbukti pada perusahaan sektor perdagangan dan jasa di Bursa Efek Jakarta. Populasi penelitian 28 perusahaan sampel terpilih adalah 12 perusahaan sektor perdagangan dan jasa di Bursa Efek Jakarta pada periode 2001-2004. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa perusahaan sektor perdagangan dan jasa tidak terbukti mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis* karena arus kas lancar, pembelanjaan modal, pembayaran dividen, dan aktivasi lancar berpengaruh negatif terhadap utang jangka panjang.

Dari beberapa penelitian di atas dapat disimpulkan bahwa sejumlah perusahaan mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis* yang berarti dalam struktur pendanaannya mengikuti suatu hierarki dimulai dari sumber dana termurah, utang hingga saham sebagai sumber terakhir yang terdapat pada penelitian Djakman dan Halomoan (2001), Hamidi (2003), dan Nenssy (2004). Sedangkan penelitian yang dilakukan Sulistiyorini (2005) bertolak belakang yaitu tidak terbukti mengikuti

pola *Pecking Order Hypothesis* dalam memenuhi kebutuhan investasi. Secara lebih rinci, hasil penelitian terdahulu dapat diringkas ke dalam tabel sebagai berikut :

Tabel 2.1 Rekapitulasi penelitian terdahulu

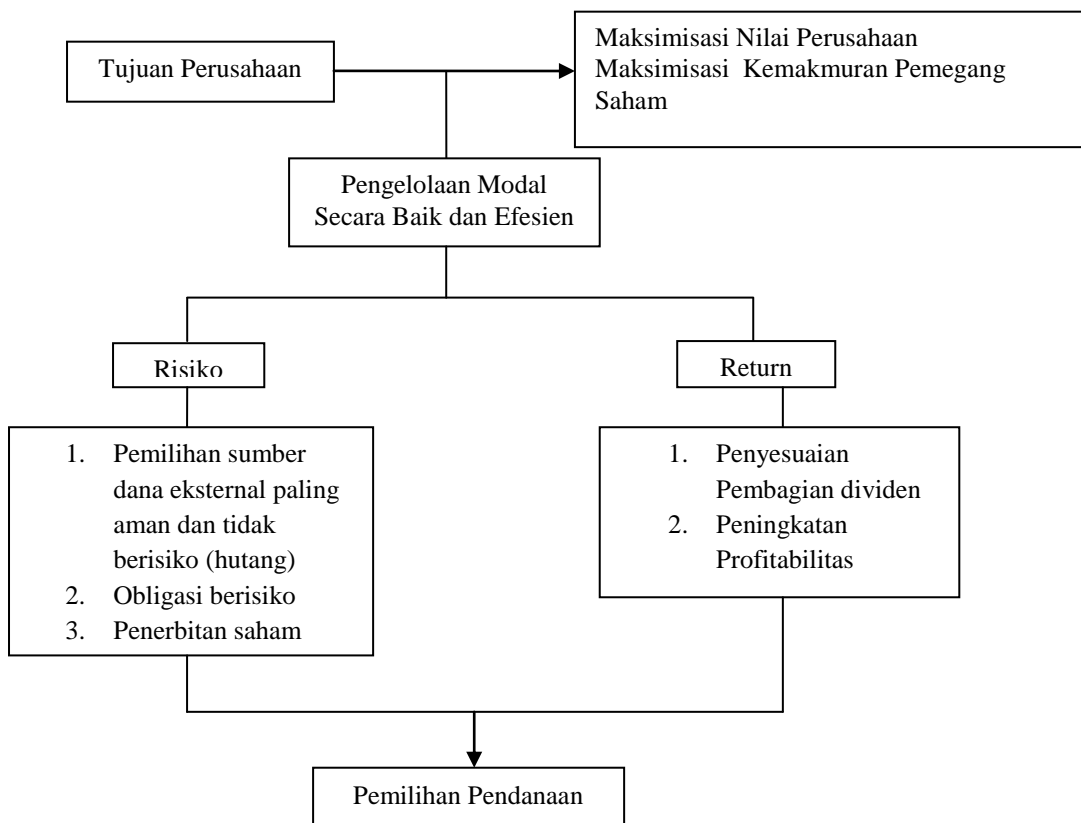
Peneliti	Sampel Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
Djakman dan Halomoan (2001)	50 perusahaan dari seluruh industri di BEJ tahun 1994 dan 1995	Variabel Dependen: Utang Jangka Panjang Variabel Independen: Defisit perusahaan yang terdiri dari arus kas, pembelanjaan modal, pembayaran dividen dan aktivasi dari aktiva lancar	Menunjukkan adanya hubungan signifikan antara defisit perusahaan dan utang jangka panjang dari emiten di BEJ periode 1994 dan 1995. Penelitian ini terbukti mengikuti pola <i>Pecking Order Hypothesis</i> .
Hamidi (2003)	40 Perusahaan manufaktur yang <i>listed</i> di BEJ (1997-2001)	Variabel Dependen: <i>Investment opportunity</i> , <i>internal cash flow</i> Variabel Independen: <i>Capital Expenditure</i>	Menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan antara <i>investment opportunity</i> dan <i>capital expenditure</i> , yang berarti dalam penelitian ini terbukti mengikuti pola <i>Pecking Order Hypothesis</i> .
Nenssy (2004)	25 Perusahaan sektor perdagangan dan jasa di BEJ (1998-2002)	Variabel Dependen: Perubahan struktur modal/rasio utang Variabel Independen: Perubahan biaya utang, biaya keagenan, risiko bisnis, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen	Menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara perubahan struktur modal/rasio utang dan perubahan biaya utang, biaya keagenan, risiko bisnis, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen. Jadi penelitian ini terbukti mengikuti pola <i>Pecking Order Hypothesis</i> .
Sulistiyorini (2005)	12 Perusahaan sektor perdagangan dan jasa (2001-2004)	Variabel dependen: Utang Jangka Panjang Variabel Independen: Arus kas lancar, pembelanjaan modal, pembayaran dividen dan aktivasi dari aktiva lancar	Menunjukkan bahwa perusahaan sektor perdagangan dan jasa tidak terbukti mengikuti pola <i>Pecking Order Hypothesis</i> .

Sumber : Djakman dan Halomoan(2001), Hamidi (2003), Nenssy (2004), Sulistiyorini (2005)

Berdasarkan rekapitulasi penelitian terdahulu terdapat persamaan dan perbedaan dengan penelitian ini. Persamaan penelitian ini yaitu sama-sama menggunakan pola *Pecking Order Hypothesis*. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu yaitu pada obyek penelitian dan periode penelitian.

### 2.3 Kerangka Konseptual Penelitian

Berdasarkan kajian teoritis dan empiris, disusunlah kerangka konseptual penelitian sebagai berikut :



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual

Pada kerangka konseptual di atas, dapat dijelaskan bahwa perusahaan di Indonesia mempunyai tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Disamping itu juga perusahaan mempunyai tujuan lain yaitu dengan menggali dana untuk membentuk suatu struktur modal yang dapat meminimumkan biaya modal sehingga dapat memaksimumkan usahanya. Perusahaan dalam menggunakan dana harus

didasarkan pada pertimbangan efisiensi dan efektivitas. Agar fungsi dana yang tertanam dalam masing-masing unsur aktiva tersebut tidak mengganggu likuiditas dan kontinuitas, maka dalam pengalokasian dana didasarkan pada perencanaan yang tepat, sehingga perencanaan dana dilakukan secara optimal. Efisiensi penggunaan dana secara langsung akan menentukan besar kecilnya tingkat keuntungan yang dihasilkan dari investasi tersebut.

Penggunaan sumber dana sebagai modal perusahaan didapatkan dari sumber dana internal yaitu hasil operasi (*internal fund*) dan sumber dana eksternal antara lain hutang, obligasi dan penerbitan saham. Pemilihan sumber dana perusahaan dipertimbangkan risiko dan laba yang diperoleh. Oleh karena itu, perusahaan yang mengutamakan keuntungan lebih memilih menggunakan sumber dana internal dan apabila tidak dapat memenuhinya digunakan sumber dana eksternal yang rendah risiko. Jika sumber dana tersebut tidak mencukupi maka sumber dana yang berisiko pun bisa digunakan antara lain penerbitan obligasi yang berisiko (obligasi konversi) dan akhirnya perusahaan menerbitkan saham baru.

Penelitian ini menggunakan indikator dari laporan keuangan tahunan dari tahun 2008-2010 dimana di dalamnya yang diteliti berupa defisit perusahaan yang terdiri atas *Capital Expenditure*, *Dividend Payment*, *Current Investment*, dan *Operating Cash Flow*. Dari keempat variabel tersebut akan muncul pengaruh *Capital Expenditure*, *Dividend Payment*, *Current Investment*, dan *Operating Cash Flow* terhadap utang jangka panjang.

#### **2.4 Hipotesis Penelitian**

Madura (2001: 203) menyatakan bahwa *pecking order theory* merupakan suatu model struktur pendanaan dalam manajemen keuangan dimana struktur pendanaan suatu perusahaan mengikuti suatu hierarki dimulai dari sumber termurah, dana internal hingga saham sebagai sumber terakhir. Apabila pembiayaan internal tidak mencukupi, perusahaan menggunakan pembiayaan utang terlebih dahulu, diikuti dengan pembiayaan ekuitas. Djakman dan Halomoan (2001) melakukan pengujian *Pecking Order Hypothesis* pada emiten di Bursa Efek Jakarta yang menyimpulkan adanya hubungan signifikan antara defisit

perusahaan dan utang jangka panjang dari emiten sehingga penelitian ini terbukti mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

Hamidi (2003) menyimpulkan adanya pengaruh positif dan signifikan *investment opportunity* terhadap *capital expenditure*. Penelitian lain yang mendukung dilakukan Nenssy (2004) juga menyimpulkan adanya pengaruh yang signifikan antara perubahan struktur modal/rasio utang dan perubahan biaya utang, biaya keagenan, risiko bisnis, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen.

Ketiga penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Djakman dan Halomoan (2001), Hamidi (2003) dan Nenssy (2004) yaitu sejumlah perusahaan terbukti mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*. Berdasarkan uraian diatas, maka disusun hipotesis kerja sebagai berikut :

Ha : Defisit investasi perusahaan berpengaruh positif terhadap perubahan utang jangka panjang

## BAB 3. METODE PENELITIAN

### 3.1 Rancangan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas yaitu untuk menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dengan menggunakan data sekunder. Penelitian ini tergolong penelitian berbasis pengujian hipotesis. Pengujian terhadap perilaku pendanaan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan investasinya mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan pertanian dan pertambangan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Periode penelitian mulai tahun 2008-2010.

### 3.2 Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah pada perusahaan pertanian dan pertambangan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2010. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut :

1. perusahaan tersebut memiliki laporan keuangan secara terus menerus selama periode 2008-2010 karena tersedianya laporan keuangan yang lengkap akan mempermudah penelitian yang didasarkan pada perhitungan laporan keuangan perusahaan tahun 2008 sampai dengan 2010, hal ini bertujuan untuk kesinambungan data penelitian dan memperoleh keyakinan bahwa laporan keuangan yang disajikan sesuai standar yang berlaku.
2. perusahaan tersebut tidak pernah *delisting* atau mengalami keterlambatan dalam penyerahan laporan keuangan selama periode 2008-2010, dalam artian perusahaan yang patuh pada bursa hukum bukan perusahaan yang cacat hukum dan dapat dipercaya oleh publik maupun investor sebagai perusahaan yang punya nama baik karena dengan adanya *delisting* dan keterlambatan penyampaian laporan keuangan akan memperburuk nama perusahaan tersebut.
3. perusahaan tersebut mempunyai utang jangka panjang selama periode penelitian yaitu 2008-2010 karena utang jangka panjang yang merupakan

sumber dana eksternal, dilakukan perusahaan dalam memenuhi sumber pendanaan perusahaan, perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal yang rendah risiko dan aman yaitu utang jangka panjang.

### 3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder berupa laporan keuangan. Data dalam penelitian ini diperoleh melalui *website* Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)), *website* perusahaan sampel, dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* 2008, 2009, 2010 dengan menggunakan *search engine* yang umum digunakan seperti Google dan Yahoo.

### 3.4 Identifikasi Variabel dan Definisi Operasional Variabel

#### 3.4.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah perubahan utang jangka panjang yang diperoleh dari selisih utang jangka panjang periode 2008-2010. Penggunaan utang jangka panjang sebagai variabel dependen karena dalam penelitian ini menggunakan asumsi dalam *Pecking Order Hypothesis* yang menyatakan perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal yang rendah risiko dan aman yaitu utang jangka panjang. Pengukuran menggunakan skala rasio. Rumus dari perubahan Utang Jangka Panjang sebagai berikut :

$$\Delta D = D_{it} - D_{it-1}$$

keterangan,  $\Delta D$  = Perubahan utang jangka panjang

$D_{it}$  = Utang jangka panjang periode t

$D_{it-1}$  = Utang jangka panjang periode t-1

#### 3.4.2 Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah defisit perusahaan. Variabel defisit perusahaan dihitung dengan mempertimbangkan empat variabel yaitu *Capital Expenditure*, *Dividend Payment*, *Current Investment*, dan *Operating Cash Flow*.

##### a. *Capital Expenditure*

*Capital Expenditure* atau juga dinamakan pembelanjaan modal merupakan pengeluaran dana yang dilakukan manajemen untuk membiayai tambahan asset yang diperlukan guna mendukung pertumbuhan perusahaan. *Capital Expenditure*

dapat mendeteksi *pecking order hypothesis* karena tingkat pembelanjaan modal yang akan memaksimalkan kesejahteraan dari para pemegang sahamnya tanpa memandang tingkat kepemilikan manajerial dalam perusahaan. *Capital Expenditure* yaitu selisih harga tetap antara tahun awal dengan tahun berikutnya pada periode 2008-2010. Proteksi yang digunakan adalah selisih antara *Total fixed Asset* saat ini dengan *Total fixed asset* pada periode sebelumnya. Pengukurannya menggunakan skala rasio. Rumus dari *Capital Expenditure* sebagai berikut (Djakman dan Halomoan, 2001:5) :

$$Capex_t = Total\ fixed\ Asset_{it} - Total\ fixed\ asset_{it-1}$$

b. *Dividend Payment*

*Dividend Payment* atau disebut dengan pembayaran dividen merupakan bagian dari monitoring dari perusahaan. *Dividend Payment* yaitu *Dividend Pay Out Ratio* (DPR) dikalikan *Profit After Tax* untuk tahun 2008 sampai dengan 2010. Dividen yang digunakan adalah dividen saham biasa. Pengukurannya menggunakan skala rasio. Rumus dari *Dividend Payment* sebagai berikut : (Djakman dan Halomoan, 2001:5)

$$Dividend\ Payment = Dividend\ Pay\ Out\ Ratio \times Earning\ After\ Tax\ (EAT)$$

c. *Current Investment*

*Current Investment* yang merupakan aktiva lancar sering disebut juga dengan surat-surat berharga, investasi ini dapat segera dicairkan dan dimaksudkan untuk dimiliki selama satu tahun atau kurang. *Current Investment* yaitu menggunakan investasi pada sisi aktiva lancar periode 2008-2010 dengan tujuan keseragaman data (Djakman dan Halomoan, 2001:5). Pengukurannya menggunakan skala rasio.

d. *Operating Cash Flow*

*Operating Cash Flow* (Aliran Kas Operasi) yaitu aliran kas yang timbul selama operasi proyek investasi yang bersangkutan, yang lazim digunakan dalam menaksir *operating cash flow* adalah laba sesudah pajak dari hasil operasi ditambah dengan biaya depresiasi, penyusutan dan bunga. Pengukurannya menggunakan skala rasio. Rumus dari *Operating Cash Flow* sebagai berikut: (Djakman dan Halomoan, 2001:5)



*Operating Cash Flow* = Laba sesudah Pajak + Penyusutan + Bunga

Jadi defisit perusahaan dihitung dengan cara sebagai berikut :

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta (\text{defisit [I]})$$

$$\text{Dimana (defisit [I])} = [\text{CAP}_{it} + \text{DIV}_{it} - \text{INV}_{it} - \text{C}_{it}]$$

$\text{CAP}_{it}$  = Pengeluaran Modal dimana proxinya adalah selisih total aktiva tetap

$\text{DIV}_{it}$  = Dividen yang dibayarkan

$\text{INV}_{it}$  = *Current Investment*

$\text{C}_{it}$  = Arus Kas Operasi

### 3.5 Metode Analisis Data

Untuk menjawab tujuan penelitian ini yaitu menganalisis perilaku pendanaan perusahaan pada perusahaan pertanian dan pertambangan di Bursa Efek Indonesia tahun 2008 sampai dengan 2010 dalam memenuhi kebutuhan investasinya mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis* digunakan langkah yaitu menentukan variabel terikat, menentukan variabel bebas, analisis korelasi, analisis regresi linier, dan uji hipotesis:

1. Menentukan Variabel Terikat (*Dependent Variable*)

Menentukan variabel terikat (*Dependent Variable*) yaitu perubahan utang jangka panjang. Perubahan utang jangka panjang dapat dihitung dari selisih utang jangka panjang antara periode 2008-2010.

2. Menentukan Variabel Bebas (*Independent Variable*)

Menentukan variabel bebas (*Independent Variable*) yaitu defisit perusahaan. Defisit perusahaan dapat dihitung dengan mempertimbangkan empat variabel yang terdiri atas *Capital Expenditure*, *Dividend Payment*, *Current Investment*, dan *Operating Cash Flow*.

3. Analisis korelasi

Analisis ini dilakukan untuk mengetahui hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Untuk melakukan korelasi ini digunakan korelasi *Pearson Product Moment* karena kedua variabelnya berskala rasio dan korelasi tersebut digunakan untuk menyatakan besarnya pengaruh variabel satu dengan variabel lain yang dinyatakan dalam persen. Korelasi

*Pearson Product Moment* diperkirakan dengan rumus sebagai berikut (Djarwanto, 1993:327) :

$$r = \frac{n \sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{(n(\sum x^2 - (\sum x)^2))(n \sum y^2 - (\sum y)^2)}}$$

keterangan, r = Korelasi *Pearson Product Moment*

x = Independen Variabel (Defisit Perusahaan)

y = Dependen Variabel (Perubahan Utang Jangka Panjang)

n = Jumlah Sampel

kalau r = 1, hubungan x dengan y sempurna positif

r = -1, hubungan x dengan y sempurna negatif

Apabila ternyata nilai r mendekati 1 maka hubungannya X dengan Y dinyatakan kuat sekali dan analisis dilanjutkan dengan analisis regresi linier sederhana untuk memperkirakan besarnya pengaruh X dan Y.

#### 4. Analisis Regresi Linier

Untuk menguji pengaruh antara variabel independen dan variabel dependen maka digunakan metode analisis regresi linier. Model yang akan digunakan dalam pengujian ini adalah model yang diuji oleh Allen dan Chrissold (1997), dalam Djakman dan Halomoan (2001), dengan bentuk persamaan regresi adalah sebagai berikut :

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta (\text{defisit [I]})$$

$$\text{Dimana (defisit [I])} = [\text{CAP}_{it} + \text{DIV}_{it} - \text{INV}_{it} - \text{C}_{it}]$$

Dalam penelitian ini bentuk persamaan regresi;

keterangan :

$\Delta D_{it}$  = Perubahan Utang Jangka Panjang

$\alpha$  = Konstanta

$\beta$  = Koefisien Regresi

(defisit [I]) = [*Capital Expenditure + Devidend Payment - Current Investment - Operating Cash Flow*]

$CAP_{it}$  = Pengeluaran Modal dimana proxinya adalah selisih total aktiva tetap

$DIV_{it}$  = Dividen yang dibayarkan

$INV_{it}$  = *Current Investment*

$C_{it}$  = Arus Kas Operasi

Model regresi linier di atas digunakan untuk menguji pengaruh kebutuhan dana perusahaan yang diwakili oleh defisit (*deficit [I]*) terhadap perubahan utang jangka panjang ( $\Delta D_{it}$ ). Jika ada pengaruh positif (*deficit [I]*) terhadap perubahan utang jangka panjang, maka hal itu berarti kebutuhan dana perusahaan yang diwakili oleh (*deficit [I]*) dibiayai oleh utang jangka panjang, yang merupakan sumber dana eksternal. Hal ini berarti perilaku pendanaan perusahaan mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

## 5. Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk menguji apakah defisit perusahaan yang mempertimbangkan empat variabel yaitu *Capital Expenditure*, *Dividend Payment*, *Current Investment*, dan *Internal Cash Flow* mempunyai pengaruh terhadap utang jangka panjang. Pengujian dalam penelitian ini menggunakan uji t :

### a. Uji-t

Uji-t ini dilakukan untuk mengukur pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Adapun langkah-langkah pengujian adalah sebagai berikut (Djarwanto, 1993 : 307):

#### 1) Merumuskan Hipotesis

$H_0 : b \leq 0$  artinya, defisit investasi perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap perubahan utang jangka panjang.

$H_a : b > 0$  artinya, defisit investasi perusahaan berpengaruh positif terhadap perubahan utang jangka panjang.

#### 2) Menentukan level of signifikan sebesar 5% atau 0,05

3) Nilai t hitung dapat dibuktikan dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Sarwoko, 2005:65):

$$t_h = \frac{b_h}{SE(b_h)} \quad (h = 1,2,3,4,\dots,\dots,\dots H)$$

Dimana :

$t_h$  = Pengujian secara parsial

$b_h$  = Koefisien regresi hasil estimasi untuk variabel ke h;

$SE(b_h)$  = Standar error koefisien  $b_h$

4) Kriteria Pengujian

Uji hipotesis yang digunakan adalah uji satu sisi (*one tailed*)

1) Jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$  atau  $-t_{tabel} < -t_{tabel}$ , berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima

2) Jika  $-t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$ , berarti  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak

5) Menentukan nilai  $t_{tabel}$

6) Membandingkan  $t_{hitung}$  dengan  $t_{tabel}$

7) Membuat kesimpulan



Gambar 1.  
Kurva Uji-t Satu sisi koefisien (-)

Gambar 2.  
Kurva Uji-t Satu sisi koefisien (+)

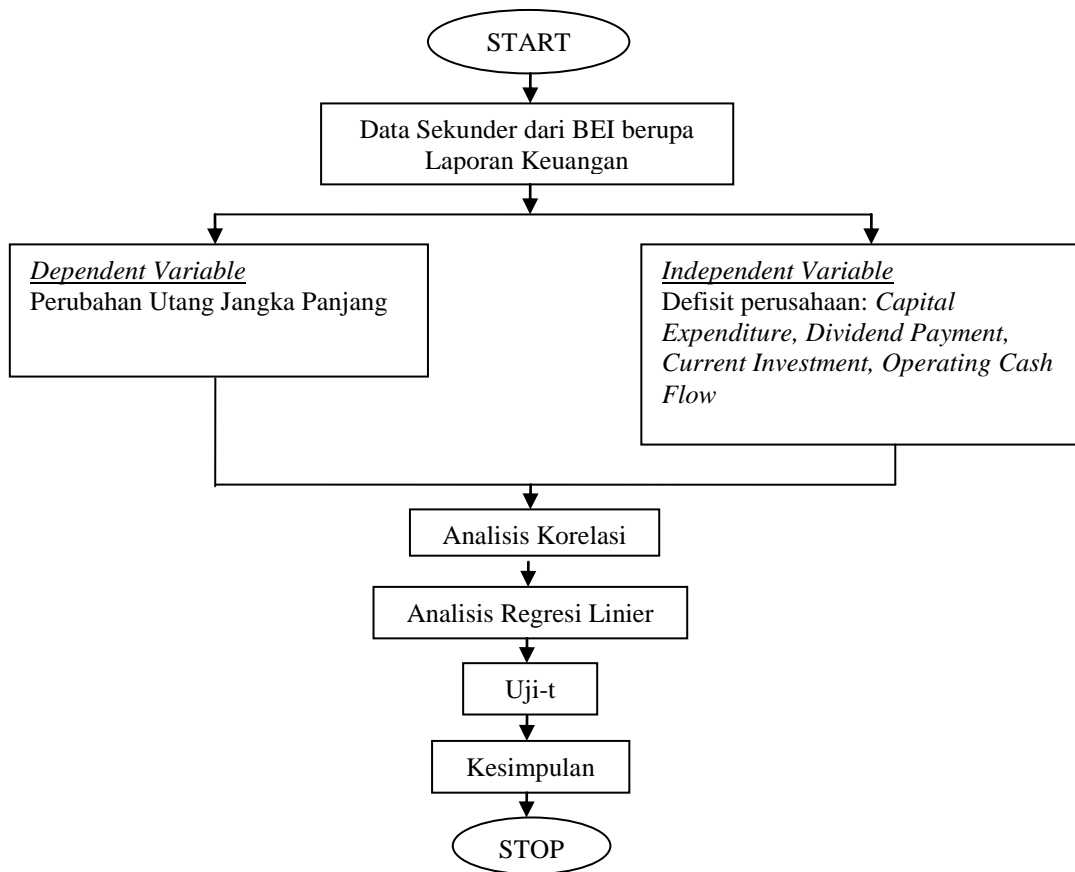
Sumber : Hanafiah, K. A (2006:267)

Uji-t dengan menggunakan pengujian satu sisi atau biasanya disebut uji *one tailed test* merupakan tipe pengujian yang dilakukan pada 1 wilayah (positif atau negatif). Pengujian satu sisi dilakukan karena adanya keyakinan bahwa hipotesis akan berpengaruh positif atau negatif. Jika  $H_a$  Terima, maka benar bahwa pola pemenuhan investasi perusahaan pertanian dan pertambangan mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis* yang dibuktikan dengan adanya pengaruh yang signifikan antara kebutuhan dana perusahaan

yang diwakili oleh defisit (*deficit [I]*) dan perubahan utang jangka panjang ( $\Delta D_{it}$ ). Defisit perusahaan dibiayai oleh utang jangka panjang, dapat disimpulkan bahwa perilaku pendanaan perusahaan pada perusahaan pertanian dan pertambangan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2010 dalam memenuhi kebutuhan investasinya mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

### 3.6 Kerangka Pemecahan Masalah

Berdasarkan metode penelitian dan analisis data, maka kerangka pemecahan masalah yang dapat disajikan adalah sebagai berikut :



Gambar 3.1 Kerangka Pemecahan Masalah

Keterangan kerangka pemecahan masalah :

1. Start;
2. Penelitian ini dimulai dengan pengumpulan data laporan keuangan perusahaan yang diperlukan dari BEI, kemudian menghitung perubahan utang jangka panjang, *Capital Expenditure*, *Dividend Payment*, *Current Investment* dan *Operating Cash Flow*;
3. Mencari hubungan antara variabel dependen dan variabel independen dengan menggunakan analisis korelasi;
4. Mencari tingkat pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen dengan menggunakan analisis regresi linier;
5. Uji statistik yaitu Uji-t, uji ini untuk menguji pengaruh variabel dependen terhadap variabel independen secara parsial, jika hasil uji  $t_{hitung}$  lebih besar dari  $t_{tabel}$ , berarti ada pengaruh signifikan antara variabel dependen dan variabel independen dan sebaliknya;
6. Menarik suatu kesimpulan dari hasil analisis tersebut disesuaikan dengan pokok permasalahan dan tujuan penelitian;
7. Stop.

## BAB 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

#### 4.1.1 Gambaran Umum Sampel

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang melaporkan laporan keuangan pada tahun 2008 sampai dengan 2010. Jumlah perusahaan bergerak pada perusahaan pertanian dan pertambangan yang *listed* di BEI pada tahun 2008-2010 sebanyak 27 perusahaan yaitu 13 perusahaan pada sektor pertanian dan 14 perusahaan pada sektor pertambangan. Perusahaan yang *delisting* adalah Apexindo Pratama Duta Tbk pada tahun 2009. Ada 4 perusahaan pertambangan yang laporan keuangannya dinyatakan dalam Dolar Amerika jadi untuk menyamakan yaitu dihitung dengan melihat nilai kurs pada akhir periode. Dengan memperhatikan kriteria yang ada maka terpilih 17 perusahaan sebagai sampel.

Proses pemilihan sampel yang digunakan peneliti ditunjukkan pada Tabel 4.1 dibawah ini :

Tabel 4.1 Proses Pemilihan Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan pertanian dan pertambangan yang <i>listed</i> di BEI	27
2.	Perusahaan yang tidak melaporkan keuangannya secara terus menerus selama periode 2008-2010	9
3.	Perusahaan yang melaporkan keuangannya secara terus menerus selama periode 2008-2010	18
4.	Perusahaan yang pernah <i>delisting</i> dari BEI	1
5.	Perusahaan yang tidak pernah <i>delisting</i> dari BEI	17
6.	Perusahaan yang tidak mempunyai utang jangka panjang pada tahun 2008-2010	0
7.	Sampel Akhir	17

Sumber data : *website* Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))

Gambaran umum perusahaan yang termasuk dalam sampel akhir dapat dilihat dalam Tabel 4.2 dan 4.3 dibawah ini:

Tabel 4.2 Gambaran Umum Perusahaan Pertanian

No	Kode Saham	Nama Perusahaan	Tanggal <i>Listed</i>	Kegiatan Usaha
1.	AALI	Astra Argo Lestari Tbk	09 Desember 1997	Bidang perkebunan, perdagangan umum, perindustrian, pengangkutan jasa, konsultan.
2.	UNSP	Bakri Sumatra Plantation Tbk	06 Maret 1990	Bidang perkebunan, perdagangan dan pengangkutan hasil tanaman dan produk industri serta pabrik kertas.
3.	SGRO	Sampoerna Agro Tbk	18 Juni 2007	Bidang perkebunan kelapa sawit dan pabrik minyak inti sawit, produksi benih kelapa sawit.
4.	SMART	Sinar Mas Agro Resources Tbk	20 November 1992	Pengembangan perkebunan, pertanian, perdagangan, pengolahan hasil perkebunan, serta bidang jasa pengolahan dan penelitian yang berhubungan dengan usaha.
5.	CPRO	Central Proteinaprima Tbk	28 November 2006	Bidang pertambakan udang terpadu, produksi dan perdagangan pakan udang, pakan ternak dan pakan ikan serta penyertaan saham pada perusahaan-perusahaan lain.
6.	DSFI	Darma Samudra Fishing Industries Tbk	24 Maret 2000	Bidang perikanan, termasuk mengambil, mengolah, menjual serta menjalankan usaha-usaha di bidang perdagangan hasil perikanan.
7.	BTEK	Bumi Teknokultura Unggul Tbk	14 Mei 2004	Bioteknologi pertanian

Sumber : Tabel 4.1 diolah



Tabel 4.3 Gambaran Umum Perusahaan Pertambangan

No	Kode Saham	Nama Perusahaan	Tanggal <i>Listed</i>	Kegiatan Usaha
1.	BUMI	Bumi Resources Tbk	30 Juli 1990	Kegiatan eksplorasi dan eksploitasi kandungan batubara (termasuk pertambangan dan penjualan batubara) dan eksplorasi minyak.
2.	ITMG	Indo Tambangraya Mega Tbk	18 Desember 2007	Bidang pertambangan dengan melakukan investasi pada anak-anak perusahaan dan jasa pemasaran untuk pihak yang memiliki hubungan istimewa.
3.	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	23 Desember 2002	Bidang industri tambang batubara, pemeliharaan fasilitas dermaga khusus untuk batubara baik untuk keperluan sendiri maupun pihak lain.
4.	MEDC	Medco Energi Internasional Tbk	12 Oktober 1994	Bidang eksplorasi dan produksi minyak dan gas bumi dan aktivitas energi lainnya, usaha pengeboran darat dan lepas pantai serta melakukan investasi pada anak perusahaan.
5.	ANTM	Aneka Tambang Tbk	27 November 1997	Bidang pertambangan berbagai jenis bahan galian serta menjalankan usaha di bidang industri, perdagangan, pengangkutan, dan jasa lainnya yang berkaitan dengan bahan galian
6.	CITA	Citra Mineral Investindo Tbk	20Maret 2002	Bidang pertambangan, perindustrian, perdagangan, pertanian, jasa pengangkutan darat dan pembangunan.
7.	INCO	International Nickel Indonesia Tbk	16 Mei 1990	Bidang eksplorasi dan penambangan, pengolahan, penyimpanan, pengangkutan dan pemasaran nikel beserta produk mineral terikat lainnya.
8.	TINS	Timah Tbk	19 Oktober 1995	Bidang pertambangan, perindustrian, perdagangan dan pengangkutan dan jasa
9.	CNKO	Eksplorasi Energi Indonesia Tbk	20 November 2001	Bidang pembangunan pembangkit tenaga listrik dan mengelola dan mengusahakanPembangkit Listrik Tenaga Uap (PLTU).
10.	CTTH	Citatah Tbk	03 Juli 1996	Bidang usaha produksi dan penjualan marmer, kerajinan marmer dan kegiatan-kegiatan lainnya yang berkaitan

Sumber : Tabel 4.1 diolah

#### 4.1.2 Deskriptif Statistik Data dan Variabel–Variabel Penelitian

Tabel 4.4 *Capital Expenditure* Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	<i>Capex</i>		
			2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	246.198	443.187	241.951
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	2.197	-55.805	6.399.133
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	67.289	105.007	62.342
4	SMART	PT SMART Tbk	856.854	527.307	534.188
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	890.390	-242.913	-350.342
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	3.853	-12.744	-31.927
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	4.552	-2.689	-2.291
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	916.241	4.083.942	50.325
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	1.047.503	-222.661	-97.556
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	23.361	62.822	474.251
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	-3.200.466	409.019	139.713
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	-132.144	124	61.795
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	67.525	113.272	304.841
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	3.259.020	-1.729.475	79.094
15	TINS	PT Timah Tbk	405.206	390.204	92.117
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	-6.070	207.305	7.578
17	CTTH	PT Citatah Tbk	-1.825	-982	-22

Sumber data : *website* Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))

Tabel 4.4 menunjukkan data *Capital Expenditure (Capex)* perusahaan sampel tahun 2008 sampai dengan 2010. Terlihat bahwa pada tahun 2008 PT International Nickel Indonesia Tbk mempunyai nilai *Capital Expenditure* tertinggi sebesar Rp 3.259.020 juta. Pada tahun 2009 nilai *Capital Expenditure (Capex)* tertinggi ditemukan pada PT Bumi Resources Tbk sebesar Rp 4.083.942 juta, sedangkan pada tahun 2010 PT Bakri Sumatra Plantation Tbk mempunyai nilai *Capital Expenditure (Capex)* tertinggi sebesar Rp 6.399.133 juta. Hal itu berarti perusahaan melakukan pengeluaran dana untuk membiayai tambahan aset paling besar diantara perusahaan lainnya.

Pada tahun 2008, PT Medco Energi Internasional Tbk mempunyai nilai *Capital Expenditure (Capex)* negatif tertinggi sebesar *minus* Rp 3.200.466 juta. Pada tahun 2009, PT International Nickel Indonesia Tbk mempunyai nilai *Capital Expenditure (Capex)* negatif tertinggi sebesar *minus* Rp 1.729.475 juta. Pada tahun 2010, PT Central Proteinaprima Tbk mempunyai nilai *Capital Expenditure (Capex)* negatif tertinggi sebesar *minus* Rp 350.342 juta. Perusahaan yang mempunyai nilai *Capital Expenditure (Capex)* negatif disebabkan karena nilai aktiva tetap tahun pada tahun ini lebih kecil daripada tahun sebelumnya, hal ini

berarti perusahaan mengeluarkan dana untuk membiayai tambahan aset atau membeli aktiva tetap lebih besar daripada tahun sebelumnya.

Tabel 4.5 *Dividend Payment* Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	<i>Dividend Payment</i>		
			2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	1.535.297	590.452	1.031.290
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	64.395	33.983	50.259
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	277.830	170.100	85.050
4	SMART	PT SMART Tbk	14.355	516.798	215.351
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	-	-	-
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	-	-	-
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	115	-	-
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	743.071	1.023.688	651.120
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	962.822	1.422.934	2.301.687
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	380104	1.007.494	1.235.841
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	-	398.553	76.158
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	2.052.984	547.255	241.722
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	-	-	70.100
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	2.498.943	1.015.664	3.049.461
15	TINS	PT Timah Tbk	892.220	670.531	156.871
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	-	-	-
17	CTTH	PT Citatah Tbk	-	-	-

Sumber : *website* Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))

Tabel 4.5 menunjukkan data *Dividend Payment* perusahaan sampel dari tahun 2008 sampai dengan 2010. Terlihat bahwa yang melakukan pembayaran dividen pada tahun 2008 dengan nilai tertinggi adalah PT International Nickel Indonesia Tbk sebesar Rp 2.498.943 juta. Pada tahun 2009 yang melakukan pembayaran dividen tertinggi adalah PT Indo Tambangraya Megah Tbk sebesar Rp 1.422.934 juta, sedangkan pada tahun 2010 yaitu PT International Nickel Indonesia Tbk sebesar Rp 3.049.461 juta yang melakukan pembayaran dividen tertinggi.

Tabel 4.6 *Current Investment* Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010  
(dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	<i>Current Investment</i>		
			2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	1.975.656	1.714.426	2.051.177
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	732.998	666.219	1.788.214
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	803.628	615.541	828.210
4	SMART	PT SMART Tbk	4.709.462	4.351.304	6.267.611
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	4.529.051	3.994.309	3.962.595
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	155.581	62.422	68.876
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	21.834	18.957	17.895
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	14.856.423	21.747.379	35.432.322
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	5.455.596	6.326.237	5.467.903
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	4.949.517	6.783.391	6.645.953
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	9.447.666	7.437.491	9.187.361
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	5.819.531	5.436.847	7.593.630
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	320.167	149.117	395.573
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	5.521.373	5.977.742	6.405.255
15	TINS	PT Timah Tbk	4.305.906	3.173.159	4.108.890
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	174.985	248.541	570.786
17	CTTH	PT Citatah Tbk	116.431	103.558	116.020

Sumber : *website* Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))

Tabel 4.6 menunjukkan data *Current Investment* perusahaan sampel dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2010. *Current Investment* yaitu menggunakan investasi pada sisi aktiva lancar. Terlihat bahwa tahun 2008 sampai dengan 2010 PT Bumi Resources Tbk memiliki nilai *Current Investment* terbesar tiap tahunnya yaitu sebesar Rp 14.856.423 juta, Rp 21.747.379 juta, dan Rp 35.432.322 juta.

Tabel 4.7 *Operating Cash Flow* Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010  
(dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	<i>Operating Cash Flow</i>		
			2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	2.087.429	1.984.894	2.946.657
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	668.608	504.532	955.003
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	634.622	184.050	531.985
4	SMART	PT SMART Tbk	2.182.654	125.471	230.001
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	39.026	171.218	118.663
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	8.146	1.105	536
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	1.394	858	3.826
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	959.894	2.608.008	3.439.141
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	2.582.688	3.804.800	2.153.063
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	1.609.577	2.736.314	2.489.794
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	3.515.761	720.005	790.525
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	3.059.017	914.379	2.004.573
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	176.235	120.280	248.313
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	3.215.459	1.961.303	5.767.596
15	TINS	PT Timah Tbk	133.146	1.472.820	783.764
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	3.562	7.512	12.615
17	CTTH	PT Citatah Tbk	10.501	11.210	13.312

Sumber : *website* Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))

Tabel 4.7 menunjukkan data *Operating Cash Flow* pada perusahaan sampel dari tahun 2008-2010. Terlihat bahwa pada tahun 2008 PT Medco Energi Internasional Tbk menghasilkan kas dari aktivasi operasi perusahaan terbesar yaitu Rp 3.515.761 juta. Pada tahun 2009, PT Indo Tambangraya Megah Tbk menghasilkan kas dari aktivasi operasi perusahaan terbesar dengan perolehan nilai sebesar Rp 3.804.800 juta. Sedangkan pada tahun 2010 kas dari aktivasi operasi perusahaan terbesar yaitu PT International Nickel Indonesia Tbk dengan nilai sebesar Rp 5.767.596 juta. PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk memiliki *Operating Cash Flow* terkecil pada tahun 2008 dan 2009 yaitu sebesar Rp 1.394 juta dan Rp 858 juta sedangkan pada tahun 2010 PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk yaitu sebesar Rp 536 juta.

Tabel 4.8 Utang Jangka Panjang Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010  
(dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	Utang Jangka Panjang		
			2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	167.048	205.807	272.690
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	1.727.633	1.741.553	6.612.459
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	223.944	239.318	257.712
4	SMART	PT SMART Tbk	2.513.169	2.505.715	2.393.791
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	3.846.737	3.380.017	393.284
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	3.984	1.628	75.935
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	164	201	4.499
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	14.528.232	39.209.525	50.119.775
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	468.550	665.689	334.060
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	675.743	911.832	1.113.723
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	9.275.323	7.554.434	8.657.608
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	1.405.028	1.000.596	720.825
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	18.004	32.774	47.696
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	2.441.933	3.413.236	3.170.682
15	TINS	PT Timah Tbk	323.250	322.287	408.551
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	80.828	100.725	95.204
17	CTTH	PT Citatah Tbk	21.432	21.563	22.031

Sumber : *website* Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))

Tabel 4.8 menunjukkan utang jangka panjang perusahaan sampel dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2010. Terlihat bahwa tahun 2008 sampai dengan 2010 PT Bumi Resources Tbk mempunyai utang jangka panjang terbesar secara berturut-turut yaitu Rp 14.528.232 juta pada tahun 2008, pada tahun 2009 sebesar Rp 39.209.525 juta, sedangkan pada tahun 2010 yaitu Rp 50.119.775 juta.

## 4.2 Analisis Data

### 4.2.1 Perhitungan Variabel Independen

Hasil perhitungan defisit perusahaan (*deficit [I]*) secara lengkap dapat dilihat pada Tabel 4.9:

Tabel 4.9 Nilai Defisit Masing-Masing Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	Defisit		
			2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	-2.281.590	-2.665.681	-3.724.593
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	-1.335.014	-1.192.573	3.706.175
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	-1.093.131	-524.484	-1.212.803
4	SMART	PT SMART Tbk	-6.020.907	-3.432.670	-5.748.073
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	-3.677.687	-4.408.440	-4.431.600
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	-159.874	-76.271	-101.339
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	-18.561	-22.504	-24.012
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	-14.900.002	-19.247.757	-38.170.018
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	-6.027.959	-8.930.764	-5.416.835
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	-6.155.629	-8.449.389	-7.425.655
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	-16.163.893	-7.349.924	-9.762.015
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	-6.957.708	-5.803.847	-9.294.686
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	-428.877	-47.873	-268.945
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	-2,978.869	-8.652.856	-9.044.296
15	TINS	PT Timah Tbk	-3.141.626	-3585.244	-4.643.666
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	-184.617	-48.748	-575.823
17	CTTH	PT Citatah Tbk	-128.757	-115.750	-129.354

Sumber : Tabel 4.4 s/d 4.7, diolah

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini berupa defisit perusahaan (*deficit [I]*) yang terdiri dari : *Capital Expenditure*, *Dividend Payment*, *Current Investment*, dan *Operating Cash Flow*. Defisit perusahaan diperoleh dari hasil penjumlahan dari *Capital Expenditure* dan *Dividend Payment* yang dikurangkan dengan *Current Investment*, dan *Operating Cash Flow*. Perhitungan defisit perusahaan pertanian dan pertambangan yang *listed* di BEI selama periode 2008-2010 menunjukkan nilai defisit perusahaan berada pada *minus* Rp.38.170.018 juta sampai dengan *minus* Rp 18.561 juta. Sedangkan nilai deviasi standar dari defisit perusahaan terlihat pada lampiran 7.

#### 4.2.2 Perhitungan Variabel Dependen

Hasil perhitungan perubahan utang jangka panjang secara lengkap dapat dilihat pada Tabel 4.10:

Tabel 4.10 Perubahan Utang Jangka Panjang Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	Perubahan Utang Jangka Panjang		
			2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	44.431	38.759	66.883
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	253.193	13.920	4.870.906
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	3.373	15.374	18.394
4	SMART	PT SMART Tbk	167.857	7.454	111.924
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	-978.985	-466.720	-2.986.733
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	532	-2.320	74.304
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	-5	37	4.298
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	13.936.989	24.681.293	10.910.250
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	-288.059	197.139	-331.629
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	128.631	236.089	221.891
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	-1.920.270	-1.720.889	1.103.174
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	-69.272	-404.432	-279.771
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	-38.963	14.770	14.922
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	127.108	971.303	-242.554
15	TINS	PT Timah Tbk	87	-963	86.270
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	26.391	19.897	-5.521
17	CTTH	PT Citatah Tbk	118	131	468

Sumber : Tabel 4.8 diolah

Variabel dependen atau terikat dalam penelitian ini adalah perubahan utang jangka panjang ( $\Delta$ Dit). Perhitungan perubahan utang jangka panjang pada perusahaan pertanian dan pertambangan yang *listed* di BEI selama periode penelitian 2008 sampai dengan 2010 menunjukkan nilai perubahan utang jangka panjang berada pada kisaran *minus* Rp.1.920.270 juta sampai dengan Rp.24.681.239 juta. Sedangkan nilai deviasi standar dari perubahan utang jangka panjang terlihat pada lampiran 7.



Tabel 4.11 Menyajikan ringkasan hasil perhitungan statistik deskriptif atas variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

Variabel Penelitian	Tahun	Keterangan (dalam Jutaan Rupiah)			
		Maksimum	Minimum	Mean	Deviasi Standar
Defisit	2008	-18.561	16.163.893	-4.214.982	4.878.905
	2009	-11.575	19.247.757	-4.385.575	5.062.519
	2010	3.706.175	38.170.018	-5.662.796	9.231.503
Perubahan Utang Jangka Panjang	2008	13.936.989	-1.920.270	670.186	3.459.289
	2009	24.681.293	-1.720.889	1.410.720	6.018.208
	2010	10.910.250	-2.986.733	784.469	2.986.999

Sumber : Tabel 4.9 dan Tabel 4.10 di olah

Pada tabel di atas terlihat bahwa rata-rata defisit perusahaan tahun 2008 bernilai sebesar *minus* Rp 4.214.982 juta, rata-rata defisit perusahaan tahun 2009 sebesar *minus* Rp 4.385.575 juta dan rata-rata defisit tahun 2010 sebesar *minus* Rp.5.662.796 juta. Rata-rata defisit di tahun 2009 mengalami penurunan sebesar Rp 170.593 juta. Rata-rata di tahun 2010 mengalami penurunan yang lebih dalam sebesar Rp 1.277.221 juta. Rata-rata perubahan utang jangka panjang perusahaan tahun 2008 sebesar Rp 670.186 juta, rata-rata tahun 2009 sebesar Rp 1.410.720 juta dan di tahun 2010 adalah sebesar Rp 784.469 juta. Rata-rata perubahan utang jangka panjang pada tahun 2009 mengalami peningkatan sebesar Rp 740.534 juta. Rata-rata di tahun 2010 mengalami penurunan sebesar Rp 626.251 juta.

Dilihat dari deviasi standar yang meningkat berarti tingkat persebaran defisit semakin menjauhi nilai rata-rata dan variasi datanya semakin besar. Sebaliknya deviasi standar yang menurun berarti tingkat persebaran perubahan utang jangka panjang semakin mendekati rata-rata dan variasi datanya semakin kecil. Nilai deviasi standar di atas mengindikasikan bahwa nilai deviasi standar cenderung meningkat sehingga tingkat persebaran perubahan utang jangka panjang mendekati nilai rata-rata dan variasi persebaran semakin besar.

#### 4.2.3 Analisis Korelasi *Product Moment*

Perhitungan korelasi *Product Moment* bertujuan untuk mengetahui hubungan antara variabel independen yaitu defisit perusahaan dan variabel dependen yaitu utang jangka panjang. Korelasi antara defisit dan perubahan utang jangka panjang adalah 0,569. Hal itu menunjukkan adanya hubungan yang searah antara defisit dan perubahan utang jangka panjang. Berarti semakin tinggi defisit perusahaan, semakin tinggi perubahan utang jangka panjang. Korelasi antara defisit dan perubahan utang jangka panjang memiliki hubungan yang kuat. Secara statistik signifikan pada tingkat 0,000. Berarti jika ada perubahan nilai dari defisit perusahaan, maka akan besar kemungkinan terjadinya perubahan utang jangka panjang.

#### 4.2.4 Analisis Regresi Linier

Analisis linier berkaitan dengan studi keterkaitan variabel dependen pada suatu variabel independen dengan tujuan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Setelah melalui proses pengolahan data, diperoleh hasil yang ditunjukkan pada Tabel 4.12 di bawah ini :

Tabel 4.12 Hasil Setelah Melalui Proses Pengolahan Data

Keterangan	Konstanta	Defisit
Koefisien	809.330,3	0,370
t hitung	1,311	4,480
t tabel	2,021	2,021
Signifikansi	0,196	0,000
F Hitung		23,425
Signifikansi		0,000
<i>R Square</i> ( $R^2$ )		0,323
<i>Adjusted R Square</i> ( $R^2$ )		0,310

Sumber data : Lampiran Spss

Berdasarkan tabel diatas dapat dijelaskan sebagai berikut :

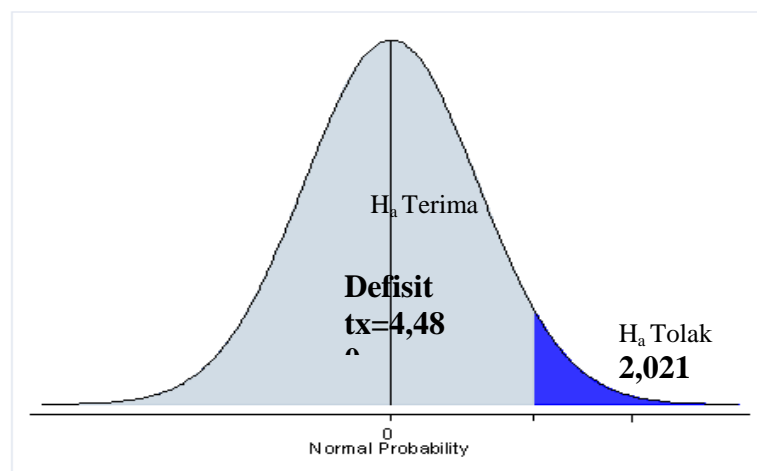
a. Persamaan regresi

$$\Delta D_{it} = 809.330,3 + 0,370 (\text{Defisit [I]})$$

Koefisien-koefisien persamaan regresi linier di atas dapat diartikan sebagai berikut: Dana perusahaan yang diwakili oleh defisit (*deficit [I]*) berpengaruh positif terhadap perubahan utang jangka panjang, berarti kebutuhan dana perusahaan yang diwakili oleh (*deficit [I]*) dibiayai oleh utang jangka panjang, yang merupakan sumber dana eksternal. Hal ini berarti perilaku pendanaan perusahaan mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

#### 4.2.5 Uji Hipotesis Secara Parsial

Uji hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji regresi parsial (Uji-t). Uji-t dilakukan untuk menguji variabel-variabel independen yang terdapat dalam persamaan regresi secara individu berpengaruh terhadap variabel dependen. Adapun kurva uji-t satu sisi dapat dilihat pada Gambar 4.1:



Gambar 4.1 Uji-t Satu Sisi

Koefisien variabel defisit perusahaan terdiri atas *Capital Expenditure*, *Dividend Payment*, *Current Investment*, dan *Operating Cash Flow* memiliki nilai  $t_{hitung} > t_{tabel}$  ( $4,480 > 2,021$ ), berarti  $H_a$  diterima atau  $H_0$  ditolak artinya pola pemenuhan investasi perusahaan mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis* yang dibuktikan dengan adanya pengaruh positif defisit perusahaan dengan perubahan utang jangka panjang.

### 4.3 Pembahasan

#### 4.3.1 Interpretasi Koefisien Korelasi Antara Defisit Perusahaan dan Perubahan Utang Jangka Panjang

Koefisien korelasi antara defisit yang mewakili kebutuhan dana perusahaan yang dihasilkan kuat dan nilainya positif sebesar 0,569 dan signifikan ( $\beta = 0,000$ ). Hubungan yang rendah ini dikarenakan penggunaan beberapa proxy dalam model ini cukup spesifik dalam menjelaskan kondisi aktual perusahaan. Arah hubungan positif dalam penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kebutuhan dana perusahaan maka utang jangka panjang akan semakin tinggi, maka arah hubungan hasil penelitian ini adalah searah dengan arah hubungan yang diharapkan yaitu defisit investasi perusahaan berpengaruh positif terhadap perubahan utang jangka panjang.

#### 4.3.2 Interpretasi Koefisien Regresi

Koefisien regresi ( $\beta$ ) sebesar 0,370 berarti defisit perusahaan berpengaruh positif terhadap perubahan utang jangka panjang, secara statistik signifikan  $t$  hitung = 4,480,  $t$  tabel = 2,021, dan ( $\beta$ ) = 0,000.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa  $H_a$  diterima ( $H_a$  ditolak) artinya pola pemenuhan kebutuhan investasi perusahaan pertanian dan pertambangan mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

Penelitian ini selain konsisten dengan tujuan penelitian juga sejalan dengan penelitian Djakman dan Halomoan (2001) yang hasil penelitiannya menunjukkan hubungan positif antara defisit perusahaan dengan perubahan utang jangka panjang. Hal ini menunjukkan bahwa kebutuhan dana perusahaan berasal dari utang jangka panjang. Jika pengaruh defisit perusahaan terhadap perubahan utang jangka panjang positif berarti utang jangka panjang digunakan untuk pemenuhan kebutuhan dana. Maka kebutuhan dana yang semakin tinggi akan mengakibatkan utang jangka panjang akan semakin tinggi. Selain itu, penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Hamidi (2003) dan Nenssy (2004) yang terbukti mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*. Berbeda dengan penelitian Sulistiyorini (2005) yang menunjukkan hasil penelitian yang tidak terbukti mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

#### **4.4 Keterbatasan Penelitian**

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Periode penelitian ini hanya tiga tahun 2008, 2009, dan 2010. Pada tahun 2008, pasar modal dunia terkena resesi akibat krisis *subprime mortgage* di Amerika Serikat. Dampak krisis tersebut akan mempengaruhi kinerja perusahaan secara umum sehingga dapat mempengaruhi hasil secara keseluruhan. Hasil penelitian dapat berbeda apabila periode penelitian tidak mencakup tahun dimana terjadi krisis keuangan.
2. Penelitian ini hanya mengambil dua sektor saja yaitu perusahaan pertanian dan pertambangan sehingga hasil penelitian ini terbatas pada dua sektor tersebut dan tidak dapat digeneralisasi ke sektor yang lain. Hasil penelitian ini dapat berbeda apabila jumlah dan obyek penelitian mencakup sejumlah sektor.

## BAB 5. SIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Simpulan

Penelitian ini mempunyai tujuan untuk menganalisis apakah pola pemenuhan kebutuhan investasi pada perusahaan pertanian dan pertambangan mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*. Dari hasil penelitian yang dilakukan pada 17 perusahaan selama periode 2008-2010 diperoleh kesimpulan bahwa defisit perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan utang jangka panjang. Berarti utang jangka panjang digunakan untuk pemenuhan kebutuhan dana. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa pola pemenuhan kebutuhan investasi perusahaan Pertanian dan Pertambangan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2010 terbukti mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

### 5.2 Saran

Mengacu pada kesimpulan dan keterbatasan penelitian, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut :

1. Bagi peneliti dan akademisi, jika melakukan penelitian sejenis perlu mempertimbangkan dalam pemilihan periode penelitian dan obyek penelitian. Periode penelitian lebih baik memilih rentang tahun yang tidak pernah mengalami krisis keuangan yang dapat menyebabkan kesulitan keuangan (*financial distress*) dan obyek penelitian seharusnya dapat lebih dari dua sektor agar mendapatkan hasil penelitian yang lebih baik.
2. Bagi Perusahaan Pertanian dan Pertambangan yang *listed* di BEI, apabila perusahaan harus mencari pendanaan eksternal hendaknya memilih sekuritas yang paling aman terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, waran dan kemudian penerbitan saham baru. Pola pendanaan perusahaan tersebut berarti mengikuti pola *Pecking Order Hypothesis*.

3. Investor dan calon Investor diharapkan untuk menganalisis struktur modal yang akan dipilih dalam berinvestasi dengan mempertimbangkan keputusan pendanaan yang digunakan oleh perusahaan Karena hal tersebut berkaitan dengan risiko jangka panjang perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F, dan Joel F, Houston. 1998. *Manajemen Keuangan*. Terjemahan Yati Sumiharti. *Financial Management. Edisi satu*. Jakarta : Binarupa Aksara Edisi Kedelapan. Jakarta : Erlangga.
- Djakman, D Chaerul dan Gina Halomoan. 2001. Pengujian Pecking Order Hypothesis pada emiten di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akutansi Indonesia*. Vol 4. No 3. Hal 303-313.
- Djarwanto, 1993. *Statistik Induktif*. Yogyakarta :BPFE - UGM.
- Gumanti, T. A. 2007. *Manajemen Investasi : Konsep, Teori, dan Aplikasi*. Buku Satu. Jember: Center for Society Studies.
- Hanafiah, K. A, 2006.*Dasar-Dasar Statistika. Edisi satu*. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada.
- Husnan, Suad. 1998. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta:UPP AMP YKPN.
- Kamaruddin, Ahmad. 2004. *Dasar-Dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*. Jakarta: PT. Rineka Cipta.
- Madura, Jeff. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional*. Jakarta : Erlangga.
- Mulyono, Sri. 1998. *Statistika Untuk Ekonomi*. Jakarta : Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Nenssy, Soraya. 2004. *Determinan Struktur Modal Perusahaan Pada Sektor Aneka Industri Dan Industri Barang Konsumsi Yang Listed Di Bursa Efek Jakarta*. Universitas Jember : Fakultas Ekonomi.
- Riyanto, Bambang. 1996. *Dasar – Dasar Pembelian Perusahaan*. Yogyakarta :BPFE-UGM.
- Sartono, Agus, 1997. Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manajer Dalam Perusahaan Terhadap Pembelian Modal : Magerial Hyphotesis Atau Pecking Order Hypothesis. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol 16. No 1. Hal 54-56.
- Sarwoko. 2005. *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Yogyakarta: Andi Offset.



- Sulistiyorini, 2005. *Pengujian Pecking Order pada Sektor Perdagangan di BEJ*.  
Universitas Jember : Fakultas Ekonomi.
- Sunariyah, 1997. *Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta : Akademi Manajemen  
*Perusahaan*. Yogyakarta:UPP AMP YKPN.
- Supranto,1993. *Statistik Teori dan Aplikasi*. Jakarta : Erlangga.
- Van Horne, C. James dan Wachowicz, M John. 1998. *Prinsip-prinsip Manajemen  
Keuangan*. Terjemahan Heru Sutejo, *Fundamental of Financial  
Management*, Edisi Satu. Jakarta : Erlangga.
- Weston, J Fred dan Brigham, Eugene, 1990, *Manajemen Keuangan*, Terjemahan  
Dodo Suharto, *Fundamental of Financial Management*, Edisi Satu, Jakarta :  
Erlangga.
- [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

## Lampiran 1

### Daftar Perusahaan Pertanian dan Pertambangan periode 2008-2010

NO	SEKTOR INDUSTRI	KODE	NAMA PERUSAHAAN
1.	Pertanian	BISI	1. Bisi Internasional Tbk
		AALI	2. Astra Argo Lestari Tbk
		UNSP	3. Bakri Sumatra Plantation Tbk
		LSIP	4. PP Landon Sumatra Tbk
		SGRO	5. Sampoerna Agro Tbk
		SMAR	6. SMART Tbk
		TBLA	7. Tunas Baru Lampung Tbk
		CPDW	8. Cipendawa Agroindustri Tbk
		MBAI	9. Multibreeder Adirama Ind Tbk
		CPRO	10. Central ProteinaprimaTbk
		DSFI	11. Darma Samudra Fishing Industries Tbk
		IIKP	12. Inti Kapuas Arawana Tbk
		BTEK	13. Bumi TeknokulturaUnggul Tbk
2.	Pertambangan	ATPK	1. ATPK Resources Tbk
		BUMI	2. Bumi Resources Tbk
		ITMG	3. Indo TambangrayaMegah Tbk
		PKPK	4. Perdana Karya Perkasa Tbk
		PTBA	5. Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
		APEX	6. Apexindo Pratama Duta Tbk
		ENRG	7. Energi Mega Persada Tbk
		MEDC	8. Medco Energi Internasional Tbk
		ANTM	9. Aneka Tambang Tbk
		CITA	10. Citra Mineral Investindo Tbk
		INCO	11. International Nickel Indonesia Tbk
		TINS	12. Timah Tbk
		CNKO	13. Central Korporindo Internasional Tbk
		CTTH	14. Citatah Tbk

Sumber : *website* Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))

## Lampiran 2

### Daftar Perusahaan Sampel periode 2008-2010

NO	SEKTOR INDUSTRI	KODE	NAMA PERUSAHAAN
I	Pertanian	AALI	1. Astra Argo Lestari Tbk
		UNSP	2. Bakri Sumatra Plantation Tbk
		SGRO	3. Sampoerna Agro Tbk
		SMART	4. SMART Tbk
		CPRO	5. Central Proteinaprima Tbk
		DSFI	6. Darma Samudra Fishing Industries Tbk
		BTEK	7. Bumi TeknokulturaUnggul Tbk
II	Pertambangan	BUMI	8. Bumi Resources Tbk
		ITMG	9. Indo Tambangraya Megah Tbk
		PTBA	10. Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
		MEDC	11. Medco Energi Internasional Tbk
		ANTM	12. Aneka Tambang Tbk
		CITA	13. Citra Mineral Investindo Tbk
		INCO	14. International Nickel Indonesia Tbk
		TINS	15. Timah Tbk
		CNKO	16. Central Korporindo Internasional Tbk
		CTTH	17. Citatah Tbk

Sumber : *website* Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))

## Lampiran 4

Data *Dividend Payment* Perusahaan Sampel  
Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	<i>Dividend Payment</i>		
			2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	1.535.297	590.452	1.031.290
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	64.395	33.983	50.259
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	277.830	170.100	85.050
4	SMART	PT SMART Tbk	14.355	516.798	215.351
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	-	-	-
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	-	-	-
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	115	-	-
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	743.071	1.023.688	651.120
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	962.822	1.422.934	2.301.687
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	380104	1.007.494	1.235.841
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	-	398.553	76.158
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	2.052.984	547.255	241.722
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	-	-	70.100
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	2.498.943	1.015.664	3.049.461
15	TINS	PT Timah Tbk	892.220	670.531	156.871
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	-	-	-
17	CTTH	PT Citatah Tbk	-	-	-

**Lampiran 5**

Data *Current Investment* Perusahaan Sampel  
Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	<i>Current Investment</i>		
			2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	1.975.656	1.714.426	2.051.177
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	732.998	666.219	1.788.214
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	803.628	615.541	828.210
4	SMART	PT SMART Tbk	4.709.462	4.351.304	6.267.611
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	4.529.051	3.994.309	3.962.595
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	155.581	62.422	68.876
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	21.834	18.957	17.895
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	14.856.423	21.747.379	35.432.322
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	5.455.596	6.326.237	5.467.903
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	4.949.517	6.783.391	6.645.953
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	9.447.666	7.437.491	9.187.361
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	5.819.531	5.436.847	7.593.630
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	320.167	149.117	395.573
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	5.521.373	5.977.742	6.405.255
15	TINS	PT Timah Tbk	4.305.906	3.173.159	4.108.890
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	174.985	248.541	570.786
17	CTTH	PT Citatah Tbk	116.431	103.558	116.020

Sumber : *Current Investment* yaitu investasi pada sisi aktiva lancar periode 2008-2010

## Lampiran 6

### Data *Operating Cash Flow* Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	<i>Operating Cash Flow</i>		
			2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	2.087.429	1.984.894	2.946.657
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	668.608	504.532	955.003
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	634.622	184.050	531.985
4	SMART	PT SMART Tbk	2.182.654	125.471	230.001
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	39.026	171.218	118.663
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	8.146	1.105	536
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	1.394	858	3.826
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	959.894	2.608.008	3.439.141
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	2.582.688	3.804.800	2.153.063
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	1.609.577	2.736.314	2.489.794
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	3.515.761	720.005	790.525
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	3.059.017	914.379	2.004.573
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	176.235	120.280	248.313
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	3.215.459	1.961.303	5.767.596
15	TINS	PT Timah Tbk	133.146	1.472.820	783.764
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	3.562	7.512	12.615
17	CTTH	PT Citatah Tbk	10.501	11.210	13.312

Sumber : *Operating Cash Flow* (Aliran Kas Operasi) yaitu aliran kas yang timbul selama operasi proyek investasi yang bersangkutan selama periode 2008-2010

**Lampiran 8**

Nilai Defisit Masing-Masing Perusahaan Sampel Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	Defisit		
			2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	-2.281.590	-2.665.681	-3.724.593
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	-1.335.014	-1,192.573	3.706.175
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	-1,093.131	-524.484	-1.212.803
4	SMART	PT SMART Tbk	-6.020.907	-3.432.670	-5.748.073
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	-3.677.687	-4.408.440	-4.431.600
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	-159.874	-76.271	-101.339
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	-18.561	-22.504	-24.012
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	-14.900.002	-19.247.757	-38.170.018
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	-6.027.959	-8.930.764	-5.416.835
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	-6.155.629	-8.449.389	-7.425.655
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	-16.163.893	-7.349.924	-9.762.015
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	-6.957.708	-5.803.847	-9.294.686
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	-428.877	-47.873	-268.945
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	-2.978.869	-8.652.856	-9.044.296
15	TINS	PT Timah Tbk	-3.141.626	-3.585.244	-4.643.666
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	-184.617	-48.748	-575.823
17	CTTH	PT Citatah Tbk	-128.757	-11.575	-129.354
	Maksimum		-18.561	-11.575	3.706.175
	Minimum		-16.163.893	-19.247.757	-38.170.018
	Mean		-4.214.982	-4.379.447	-5.662.796
	Standar Deviasi		4.878.905,36	5.068.519,16	9.231.503,24

Sumber : Defisit perusahaan dihitung dengan cara ( defisit [I] ) =  $[CAP_{it} + DIV_{it} - INV_{it} - C_{it}]$

**Lampiran 9**

**UJI KORELASI PRODUCT MOMENT DAN UJI REGRESI LINIER**

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
Perubahan Utang Jangka Panjang	-948876.8	4289422.3362	51
Defisit	-4754451	6596689.2427	51

**Correlations**

		Perubahan Utang Jangka Panjang	Defisit
Pearson Correlation	Perubahan Utang Jangka Panjang	1	.569
	Defisit	.569	1
Sig. (1-tailed)	Perubahan Utang Jangka Panjang		.000
	Defisit	.000	
N	Perubahan Utang Jangka Panjang	51	51
	Defisit	51	51

**Regression**

**Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Defisit <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variable sentered.

b. Dependent Variable: Perubahan Utang Jangka Panjang



### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin- Watson
1	.569 <sup>a</sup>	.323	.310	.310	1.942

a. Predictors : (Constant), Defisit

b. Dependent Variable : Perubahan Utang Jangka Panjang

### ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	3.0E+014	1	2.976E+014	23.425	.000 <sup>a</sup>
Residual	6.2E+014	49	1.270E+013		
Total	9.2E+014	50			

a. Predictors : (Constant), Defisit

b. Dependent Variable : Perubahan Utang Jangka Panjang

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	809330.30	617273.42		1.311	.196
Defisit	.370	.076	.569	4.480	.000

a. Dependent Variable : Perubahan Utang Jangka Panjang

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Correlations			Collinearity Statistics	
	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 (Constant)					
Defisit	.569	.569	.569	1.000	1.000

a. Dependent Variable : Perubahan Utang Jangka Panjang

**Lampiran 3**

Perhitungan *Capital Expenditure* Perusahaan Sampel  
Tahun 2008-2010 (dalam jutaan rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	Aktiva Tetap				Capex		
			2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	1,755,574	2,001,772	2,444,959	2,686,910	246.198	443.187	241.951
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	741.088	743.285	687.480	7.086.613	2.197	-55.805	6.399.133
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	418.606	485.896	590.903	653.245	67.289	105.007	62.342
4	SMART	PT SMART Tbk	2.005.716	2.826.507	3.389.877	3.924.066	856.854	527.307	534.188
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	3.357.895	4.248.285	4.005.372	3.655.030	890.390	-242.913	-350.342
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	81.735	85.588	76.385	77.292	3.853	-12.744	-31.927
7	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	66.378	61.826	59.137	56.846	4.552	-2.689	-2.291
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	7.080.833	7.997.074	12.081.016	12.131.341	916.241	4.083.942	50.325
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	2.404.199	3.451.702	3.299.041	3.131.475	1.047.503	-222.661	-97.556
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	360.571	383.932	446.754	921.005	23.361	62.822	474.251
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	4.924.175	1.723.709	2.132.728	2.272.441	-3.200.466	409.019	139.713
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	3.022.621	2.890.477	2.890.601	2.952.396	-132.144	124	61.795
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	280.190	347.715	460.987	765.828	67.525	113.272	304.841
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	11.571.934	14.830.954	13.101.478	13.180.572	3.259.020	-1.729.475	79.094
15	TINS	PT Timah Tbk	474.391	879.597	1.269.801	1.361.918	405.206	390.204	92.117
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	194.117	188.047	395.352	402.930	-6.070	207.305	7.578
17	CTTH	PT Citatah Tbk	69.694	67.869	66.887	66.865	-1.825	-982	-22

Sumber :  $Capex_t = Total\ fixed\ Asset_{it} - Total\ fixed\ asset_{it-1}$

*Capital Expenditure (Capex)* = selisih harga tetap antara tahun awal dengan tahun berikutnya pada periode 2008-2010

## Lampiran 7

Perhitungan Perubahan Utang Jangka Panjang  
Tahun 2008-2010 (dalam Jutaan Rupiah)

No	Kode	Nama Perusahaan	Utang Jangka Panjang				Perubahan Utang Jangka Panjang		
			2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk	122.617	167.048	205.807	27.269	44.431	38.759	66.883
2	UNSP	PT Bakri Sumatra Plantation Tbk	1.474.470	1.727.633	1.741.553	6.612.459	253.193	13.920	4.870.906
3	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	220.571	223.944	239.318	257.712	3.373	15.374	18.394
4	SMART	PT SMART Tbk	2.345.312	2.513.169	2.505.715	2.393.791	167.857	7.454	111.924
5	CPRO	PT Central Proteinaprima Tbk	4.825.722	3.846.737	3.380.017	393.284	-978.985	-466.720	-2.986.733
6	DSFI	PT Darma Samudra Fishing Industries Tbk	3.416	3.984	1.628	75.935	532	-2.320	74.304
7	BTEK	PT Bumi Teknokultur Unggul Tbk	169	164	201	4.499	-5	37	4.298
8	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	5.912.436	14.528.232	39.209.525	50.119.775	13.936.989	24.681.293	10.910.250
9	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	756.609	468.550	665.689	334.060	-288.059	197.139	-331.629
10	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	547.112	675.743	911.832	1.113.723	128.631	236.089	221.891
11	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	11.195.593	9.275.323	7.554.434	8.657.608	-1.920.270	-1.720.889	1.103.174
12	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	1.474.300	1.405.028	1.000.596	720.825	-69.272	-404.432	-279.771
13	CITA	PT Citra Mineral Investindo Tbk	56.964	18.004	32.774	47.696	-38.963	14.770	14.922
14	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk	2.314.825	2.441.933	3.413.236	3.170.682	127.108	971.303	-242.554
15	TINS	PT Timah Tbk	323.163	32.325	322.287	408.551	87	-963	86.270
16	CNKO	PT Central Korporindo Internasional Tbk	54.437	80.828	100.725	95.204	26.391	19.897	-5.521
17	CTTH	PT Citatah Tbk	21.314	21.432	21.563	22.031	118	131	468
Maksimum			11.195.593	14.528.232	39.209.525	50.119.775	13.936.989	24.681.293	10.910.250
Minimum			169	164	201	4,499	-1.920.270	-1.720.889	-2.986.733
Mean			1.861.708	2.176.964	3.606.288	4.362.026	670.186,235	1.410.720,529	784.469,705
Standar Deviasi			2.967.718,64	3.945.850,33	9.381.641,78	12.054.972,68	3.459.289,395	6.018.208,839	2.986.999,902

Sumber : Perubahan utang jangka panjang = Utang jangka panjang periode t - Utang jangka panjang periode t-1