

Financial Constraint dan Sensitivitas Pembiayaan Eksternal Terhadap Aliran Kas

Alexander Excel¹, Tan Ming Kuang²

^{1,2}Universitas Kristen Maranatha, Bandung, Indonesia

E-mail: alexa.excel@gmail.com¹⁾
tm.kuang@eco.maranatha.edu^{2*)}

ARTICLE INFO

Article history:
Received 28 Desember
2022
Received in Revised 13
Mei 2024
Accepted 20 Mei 2024

Keyword's : Capital
structure; cash flow;
external financing;
financial constraint;
Pecking order

ABSTRACT

Based on the pecking order theory, companies prefer internal funding sources over external (debt and equity) due to information asymmetry problems (d.k.l., financial constraints). However, this theory does not anticipate that external financing components may respond differently to cash flows. This research replicates a study conducted by Park (2019) to examine the influence of cash flow on external funding components and the sensitivity of external funding to cash flow which is moderated by financial constraints in the Indonesian context. This research is a quantitative study that observed 978 financial data of public companies in Indonesia during 2016-2019 and analyzed using ordinary least squares. This research finds that cash flow is negatively related to external funding, except for long-term debt and equity, the substitution between internal funding and debt is carried out using short-term debt, and the sensitivity of external funding to cash flow is stronger for companies with funding without constraints. This research concludes that the agency problem is not the sole factor in determining funding decisions for future study companies to expand the observation year and use other financial constraint criteria such as bonds and commercial paper ratings..

Berdasarkan teori *pecking order*, perusahaan lebih menyukai sumber pendanaan internal daripada eksternal (utang dan ekuitas) karena masalah asimetri informasi (d.k.l., konstrain keuangan). Namun, teori ini belum mengantisipasi bahwa komponen pendanaan eksternal mungkin merespon secara berbeda terhadap aliran kas. Penelitian ini mereplikasi studi yang dilakukan Park (2019) untuk menguji pengaruh aliran kas terhadap komponen pendanaan eksternal dan sensitivitas pendanaan eksternal terhadap aliran kas yang dimoderasi oleh konstrain keuangan dalam kontek Indonesia. Penelitian ini merupakan studi kuantitatif yang mengobservasi 978 data keuangan perusahaan publik di Indonesia selama 2016-2019 dan dianalisis dengan *ordinary least square*. Penelitian ini menemukan bahwa aliran kas berhubungan negatif dengan pendanaan eksternal, kecuali bagi utang jangka panjang dan ekuitas, substitusi antara pendanaan internal dan utang dilakukan menggunakan utang jangka pendek, dan sensitivitas pendanaan eksternal terhadap aliran kas lebih kuat bagi perusahaan dengan pendanaan tanpa konstrain. Penelitian ini menyimpulkan bahwa masalah agensi bukan merupakan faktor tunggal dalam menentukan keputusan pendanaan perusahaan studi selanjutnya agar memperluas tahun observasi dan menggunakan kriteria financial constraint lainnya seperti *bond* dan *commercial paper rating*.

AKUISISI : Jurnal Akuntansi

Website : <http://www.fe.ummetro.ac.id/ejournal/index.php/JA>



This is an open access article distributed under the terms of the [Creative Commons Attribution 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited

* Corresponding author. Telp.: +62857-2291-9957.

E-mail address: tm.kuang@eco.maranatha.edu

Peer review under responsibility of Akuisisi : Accounting Journal. [2477-2984](https://doi.org/10.24127/aj.v20i1.2477-2984).

PENDAHULUAN

Penelusuran terkait teori struktur modal yang optimal telah membingungkan para ahli selama beberapa decade (Denis & McKeon, 2012). Berbagai teori mengenai pembiayaan yang ada saat ini hanya dapat menjelaskan beberapa aspek tertentu atas keragaman dan kompleksitas dari keputusan pembiayaan perusahaan (Margaritis & Psillaki, 2010). Struktur modal yang optimal dapat membantu perusahaan menciptakan peluang untuk bertumbuh (Kumar et al., 2017). Sebaliknya, struktur modal yang tidak optimal dapat membawa perusahaan pada krisis keuangan yang berujung pada kebangkrutan (Eriotis et al., 2007). Penentuan struktur modal, bagaimanapun, sangat ditentukan oleh preferensi masing-masing perusahaan dalam menentukan sumber pembiayaannya. Oleh karena itu, topik terkait struktur modal yang disukai perusahaan masih menjadi topik keuangan yang memerlukan penelitian lebih lanjut.

Salah satu teori yang menjelaskan preferensi perusahaan dalam memutuskan pilihan pembiayaan adalah teori *pecking order*. Ide utama teori ini adalah perusahaan cenderung lebih menyukai dana internal daripada dana eksternal sebagai sumber pembiayaannya. Preferensi tersebut disebabkan karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dengan pihak eksternal sehingga menimbulkan perbedaan biaya atas berbagai sumber pembiayaan. Sebagai konsekuensinya, perusahaan umumnya akan mengikuti hierarki pembiayaan, yaitu pertama-tama perusahaan menggunakan sumber pembiayaan internal untuk mendanai investasinya, kemudian menggunakan pembiayaan eksternal berupa utang, dan bila masih belum mencukupi, perusahaan akan mengambil pembiayaan eksternal berupa ekuitas (Myers & Majluf, 1984). Penelitian Chay et al. (2015) menunjukkan bukti kuat yang mendukung hierarki pembiayaan internal dan eksternal tersebut, tetapi menemukan bukti yang lemah untuk hierarki utang dan ekuitas. Penelitian terkait dengan keputusan struktur modal umumnya berfokus pada sensitivitas investasi terhadap aliran kas yang dimoderasi dengan *financial constraint* (Cleary, 1999; Fazzari et al., 1988; Kaplan & Zingales, 1997; Kim, 2014). *Financial constraint* didefinisikan sebagai suatu hambatan akses terhadap pembiayaan eksternal yang dialami oleh perusahaan sebagai akibat dari adanya perbedaan biaya antara pembiayaan internal dan eksternal. Fazzari et al. (1988) menemukan bahwa perusahaan dengan *financial constraint* cenderung memiliki sensitivitas investasi yang lebih kuat daripada perusahaan tanpa *financial constraint* sehingga investasi perusahaan akan bergantung pada ketersediaan dana internalnya (aliran kas). Sebaliknya, Kaplan & Zingales (1997) menemukan bahwa perusahaan tanpa *financial constraint* justru cenderung memiliki sensitivitas investasi yang lebih kuat. Fenomena tersebut terjadi karena perusahaan dengan *financial constraint* memiliki aliran kas yang rendah sehingga akan tetap menggunakan pembiayaan eksternal walaupun harus mengeluarkan biaya yang lebih besar (Kim, 2014).

Namun demikian, penelitian yang berfokus pada sensitivitas pembiayaan eksternal terhadap aliran kas yang dimoderasi *financial constraint* masih jarang dilakukan. Misalnya, Almeida & Campello (2010) menemukan bahwa aliran kas berpengaruh negatif terhadap pembiayaan eksternal pada perusahaan publik di Amerika Serikat. Mereka juga membuktikan bahwa sensitivitas pembiayaan eksternal terhadap aliran kas lebih kuat pada perusahaan tanpa *financial constraint*. Meskipun temuan terkait dengan sensitivitas pembiayaan eksternal yang lebih kuat pada perusahaan tanpa *financial constraint* bertentangan dengan argumen teori *pecking order*, temuan terkait dengan pengaruh negatif aliran kas terhadap pembiayaan eksternal tetap dapat menjadi salah satu bukti yang mendukung teori *pecking order* (Rashid & Jabeen, 2018). Studi terkini yang menghubungkan aliran kas dengan pembiayaan eksternal dilakukan oleh Park (2019). Park (2019) memperluas model penelitian Almeida & Campello (2010) dengan memisahkan variabel pembiayaan eksternal menjadi beberapa komponen, yaitu pembiayaan eksternal (utang dan ekuitas), utang, utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan ekuitas. Dengan pengecualian pada ekuitas, peneliti menemukan bahwa aliran kas berpengaruh negatif terhadap semua komponen pembiayaan eksternal pada perusahaan publik di Korea Selatan. Sejalan dengan penelitian sebelumnya, Park (2019) menemukan bahwa sensitivitas pembiayaan eksternal terhadap aliran kas cenderung lebih kuat pada perusahaan tanpa *financial constraint*.

Penelitian ini mereplikasi penelitian Park (2019) dengan tujuan menguji pengaruh aliran kas terhadap seluruh komponen pembiayaan eksternal dan sensitivitas pembiayaan eksternal terhadap aliran kas yang dimoderasi *financial constraint*. Untuk menguji teori *pecking order*, penelitian ini mengajukan tiga hipotesis. Pertama (H1), sejalan dengan teori *pecking order*, aliran kas berpengaruh negatif terhadap pembiayaan eksternal baik berupa utang maupun ekuitas. Kedua (H2), perusahaan cenderung melakukan substitusi antara pembiayaan internal dan pembiayaan eksternal berupa utang dengan mendahulukan penggunaan utang jangka pendek dibandingkan dengan utang jangka panjang. Terakhir (H3), perusahaan tanpa *financial constraint* memiliki sensitivitas pembiayaan eksternal terhadap aliran kas yang lebih kuat daripada perusahaan dengan *financial constraint*.

Peneliti ini menggunakan sampel perusahaan publik di Indonesia sebagai pembeda. Konteks Indonesia unik karena Indonesia sebagai negara berkembang memiliki perbedaan dibandingkan dengan negara maju. Negara berkembang memiliki karakteristik investor, kualitas kelembagaan, serta perkembangan pasar utang dan ekuitas yang berbeda dibandingkan dengan negara maju (Yıldırım & Çelik, 2021). Seifert & Gonenc (2010) menyatakan bahwa pasar keuangan negara berkembang cenderung menghadapi beberapa masalah, salah satunya adalah tingginya asimetri informasi. Pasar dengan kondisi tersebut diperkirakan dapat mempengaruhi aliran kas dan keputusan pembiayaan perusahaan. Oleh karena itu, penelitian empiris terkait sensitivitas pembiayaan eksternal dan aliran kas yang dimoderasi dengan *financial constraint* masih relevan untuk dilakukan (Rashid

& Jabeen, 2018). Sebagai tambahan, penelitian terkait dengan teori *pecking order* di negara berkembang umumnya berfokus pada faktor-faktor yang mempengaruhi (determinan) struktur modal (Allini et al., 2018; Ozkan, 2001; Tandy, 2015). Sejauh pengetahuan penulis, penelitian terkait dengan sensitivitas pembiayaan eksternal terhadap aliran kas yang dimoderasi *financial constraint* lebih sering ditemukan dalam konteks negara maju dan masih jarang dilakukan dalam konteks negara berkembang. Maka dari itu, penelitian ini diharapkan dapat mengisi kekosongan literatur tersebut.

Penelitian ini diharapkan dapat memberi kontribusi pada teori *pecking order* dengan memberi bukti empiris terkait dengan preferensi struktur modal manajemen perusahaan di Indonesia ketika menghadapi *financial constraint*. Penelitian ini juga diharapkan dapat memberi kontribusi praktis kepada regulator agar dapat menciptakan pasar keuangan yang sehat sehingga dapat membantu perusahaan memperoleh pembiayaan yang dapat digunakan untuk melakukan investasi dalam rangka pengembangan usaha.

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan data sekunder. Sebagian besar data diambil dari basis data Refinitiv Eikon, untuk data yang tidak tersedia akan diambil dari laporan tahunan perusahaan. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan publik yang terdaftar di Indonesia Stock Exchange (IDX). Sampel diambil menggunakan metode *purposive sampling* dengan beberapa kriteria, yaitu perusahaan publik non-keuangan yang terdaftar IDX Industrial Classification (IDX-IC) mulai dari tahun 2016 hingga tahun 2019, nilai buku ekuitas perusahaan lebih dari nol dan pertumbuhan asetnya $\leq 100\%$ setiap tahunnya, data keuangan tersedia di basis data Refinitiv Eikon atau di laporan tahunan perusahaan dan disajikan dalam satuan Rupiah untuk setiap tahunnya. Sebanyak 978 sampel berhasil diperoleh berdasarkan hasil eliminasi menurut kriteria yang ada dan akan diobservasi dengan rentang waktu tiga tahun. Penelitian ini mengecualikan data tahun 2020 untuk menghindari efek pandemi Covid-19 yang berpengaruh pada kinerja perusahaan di Indonesia.

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah pembiayaan eksternal (utang dan ekuitas), utang (jangka pendek dan jangka panjang), utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan ekuitas. Variabel-variabel ini akan diuji dengan variabel independen berupa aliran kas sebagai proksi untuk pembiayaan internal. Selain itu, terdapat variabel kontrol berupa Tobbin's Q dan ukuran perusahaan. Definisi setiap variabel dijabarkan pada tabel 1 di bawah.

Tabel 1. Definisi Variabel

Variabel	Definisi
Variabel Dependen	
Pembiayaan Eksternal (<i>ExFinance</i>)	Utang + Ekuitas.
Utang ($\Delta Debt$)	Utang Jangka Pendek + Utang Jangka Panjang.
Utang Jangka Pendek ($\Delta StDebt$)	Perubahan utang jangka pendek ($t - t^{-1}$) / nilai buku aset.
Utang Jangka Panjang ($\Delta LtDebt$)	Perubahan utang jangka panjang ($t - t^{-1}$) / nilai buku aset.
Ekuitas (<i>EqIssue</i>)	(Peningkatan modal + penjualan saham treasury – pengurangan modal – pembelian saham treasury) / nilai buku aset.
Variabel Independen	
Aliran Kas (<i>Cash Flow</i>)	(Laba bersih + depresiasi + amortisasi) / nilai buku aset.
Variabel Kontrol	
Tobbin's Q	(Nilai buku aset di akhir periode + nilai pasar ekuitas – nilai buku ekuitas) / nilai buku aset.
Ukuran Perusahaan (<i>Size</i>)	Logaritma natural dari penjualan.

Penelitian ini juga menggunakan *financial constraint* sebagai variabel moderasi untuk menganalisis sensitivitas pembiayaan eksternal terhadap aliran kas. Berbeda dari Park (2019), peneliti membagi sampel ke dalam dua grup, yaitu perusahaan dengan *financial constraint* dan perusahaan tanpa *financial constraint* seperti yang dilakukan oleh Almeida & Campello (2010) dan Rashid & Jabeen (2018). *Financial constraint* diukur dengan tiga kriteria, yaitu ukuran perusahaan, rasio utang terhadap aset, dan *interest coverage ratio*. Ukuran perusahaan yang diproksikan dengan total aset telah digunakan dalam beberapa penelitian sebelumnya seperti Almeida & Campello (2010) dan Park (2019). Peneliti membagi sampel ke dalam 10 kelompok (desil) berdasarkan nilai asetnya, 3 kelompok terbawah diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan *financial constraint*, dan 3 kelompok teratas sebagai perusahaan tanpa *financial constraint*. Almeida & Campello (2010) menjelaskan bahwa perusahaan yang lebih kecil cenderung lebih rentan ketika dihadapkan dengan ketidaksempurnaan pasar dibandingkan dengan perusahaan yang lebih besar. Maka dari itu, perusahaan yang lebih kecil diindikasikan memiliki kendala untuk menggunakan sumber pembiayaan eksternal.

Rasio utang terhadap aset juga telah digunakan dalam beberapa penelitian sebelumnya seperti Arugaslan & Miller (2006) dan Rashid & Jabeen (2018). Nilai rasio utang terhadap aset diperoleh dengan membagi total utang perusahaan dengan total aset yang dimilikinya. Data tahun perusahaan dengan nilai rasio utang terhadap aset yang lebih besar dari nilai rata-rata seluruh tahun perusahaan diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan *financial constraint*. Sebaliknya, data tahun perusahaan dengan nilai lebih kecil diklasifikasikan sebagai perusahaan tanpa *financial constraint*.

Interest coverage ratio juga telah digunakan dalam beberapa penelitian sebelumnya seperti Baños-Caballero et al. (2014) dan Rashid & Jabeen (2018). Nilai *interest coverage ratio* diperoleh dengan membagi laba sebelum bunga dan pajak (*EBIT*) dengan biaya keuangan perusahaan. Data tahun perusahaan dengan nilai *interest coverage ratio* yang lebih kecil dari nilai rata-rata *interest coverage ratio* seluruh tahun perusahaan akan diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan *financial constraint*. Sebaliknya, data tahun perusahaan dengan nilai lebih besar diklasifikasikan sebagai perusahaan tanpa *financial constraint*. Semakin tinggi nilai *interest coverage ratio* suatu perusahaan maka kemampuan perusahaan untuk membayar utangnya akan semakin baik karena laba sebelum bunga dan pajak perusahaan dapat digunakan untuk melunasi bunga yang harus dibayar atas utangnya. Nilai *interest coverage ratio* yang tinggi mengindikasikan perusahaan bebas dari berbagai masalah terkait utangnya (Baños-Caballero et al., 2014; Rashid & Jabeen, 2018).

Metode Analisis Statistik

Peneliti menggunakan metode analisis berupa *ordinary least square* (OLS) dengan model regresi yang diadopsi dari penelitian Park (2019). Peneliti melakukan analisis statistik dengan menggunakan program Stata 13.0 sebagai satu-satunya alat statistik yang digunakan. Model regresi dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{ExFinance}_{i,t} = \alpha_1 \text{Cash Flow}_{i,t} + \alpha_2 \text{Qi}_{i,t} + \alpha_3 \text{Size}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots (1)$$

$$\Delta \text{Debt}_{i,t} = \alpha_1 \text{Cash Flow}_{i,t} + \alpha_2 \text{Qi}_{i,t} + \alpha_3 \text{Size}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots (2)$$

$$\Delta \text{StDebt}_{i,t} = \alpha_1 \text{Cash Flow}_{i,t} + \alpha_2 \text{Qi}_{i,t} + \alpha_3 \text{Size}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots (3)$$

$$\Delta \text{LtDebt}_{i,t} = \alpha_1 \text{Cash Flow}_{i,t} + \alpha_2 \text{Qi}_{i,t} + \alpha_3 \text{Size}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots (4)$$

$$\text{EqIssue}_{i,t} = \alpha_1 \text{Cash Flow}_{i,t} + \alpha_2 \text{Qi}_{i,t} + \alpha_3 \text{Size}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots (5)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deksriptif dari 978 sampel yang diobservasi dari tahun 2017 hingga tahun 2019 disajikan pada tabel 2 di bawah. Nilai rata-rata untuk variabel-variabel dependen adalah 0,0196 (pembiayaan eksternal), 0,0107 (utang), 0,0061 (utang jangka pendek), 0,0047 (utang jangka panjang), dan 0,0022 (ekuitas). Kemudian, untuk variabel idependen dan variabel-variabel kontrol adalah 0,0428 (aliran kas), 1,2225 (Tobbin's Q), dan 27,9586 (ukuran perusahaan).

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	N	Mean	SD	Min	Max
ExFinance	978	0,0196	0,0392	-0,0268	0,0787
Debt	978	0,0107	0,0322	-0,0307	0,0570

StDebt	978	0,0061	0,0420	-0,0662	0,0815
LtDebt	978	0,0047	0,0501	-0,0999	0,1118
EqtIssue	978	0,0022	0,0058	0,000	0,0190
Cash Flow	978	0,0428	0,0540	-0,0464	0,1338
Q	978	1,2225	0,2919	0,9194	1,5992
Size	978	27,9586	1,9087	21,2649	33,1083

Analisis Regresi

Hasil analisis regresi yang dilakukan dengan menggunakan metode *ordinary least square* (OLS) disajikan pada tabel 3 di bawah. Sejalan dengan Almeida & Campello (2010), López-Gracia & Sogorb-Mira (2014), Park (2019), Rashid & Jabeen (2018), peneliti menemukan bahwa aliran kas berpengaruh negatif terhadap pembiayaan eksternal (utang dan ekuitas) pada perusahaan publik di Indonesia dengan nilai sig sebesar 0,000 ($< 1\%$). Perusahaan dengan aliran kas internal positif cenderung mengurangi penggunaan dana eksternalnya. Aliran kas berpengaruh negatif terhadap utang dan utang jangka pendek dengan nilai sig sebesar 0,004 ($< 1\%$) dan 0,001 ($< 1\%$) berturut-turut, perusahaan menggunakan dana eksternal berupa utang jangka pendek ketika aliran kas tidak mencukupi. Namun, aliran kas berpengaruh positif terhadap utang jangka panjang dengan nilai sig sebesar 0,071 ($< 10\%$), perusahaan tetap menggunakan utang jangka panjang meskipun aliran kas perusahaan positif, temuan ini tidak sejalan dengan penelitian Park (2019). Penelitian ini tidak menemukan hubungan antara aliran kas dengan ekuitas, nilai sig sebesar 0,701 ($< 10\%$). Temuan-temuan ini tidak sepenuhnya sejalan dengan teori *pecking order* sehingga **H1** didukung sebagian.

Koefisien utang jangka pendek sebesar -0,0904 dengan nilai sig sebesar 0,001 ($< 1\%$), koefisien utang jangka panjang sebesar 0,0604 dengan nilai sig sebesar 0,071 ($< 10\%$). Penurunan aliran kas perusahaan akan meningkatkan penggunaan utang jangka pendek dan menurunkan penggunaan utang jangka panjang perusahaan, dan juga sebaliknya. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa perusahaan publik di Indonesia cenderung melakukan substitusi antara pembiayaan internal dan pembiayaan eksternal berupa utang dengan menggunakan utang jangka pendek sehingga **H2** dapat diterima.

Terdapat beberapa penjelasan mengapa aliran kas berpengaruh positif terhadap utang jangka panjang tetapi tidak berpengaruh terhadap ekuitas. Aliran kas berpengaruh positif terhadap utang jangka panjang karena bisa jadi peningkatan aliran kas justru mendorong perusahaan melakukan ekspansi yang membutuhkan sumber dana dari utang jangka panjang. Badan Pusat Statistik (BPS) menemukan bahwa kredit investasi Indonesia relatif terus mengalami pertumbuhan dari Rp1.169 triliun pada Desember 2017 dan terus mengalami peningkatan hingga mencapai Rp1.461 triliun pada Desember 2019 (BPS, 2017, 2019). Di sisi lain, aliran kas tidak berpengaruh terhadap ekuitas

mungkin disebabkan jumlah perusahaan yang menerbitkan ekuitas selama periode 2017-2019 sangat sedikit (27% dari total sampel). Kurangnya jumlah data ini bisa jadi penyebab tidak diterimanya tidak ditemukannya hubungan antara aliran kas dan ekuitas.

Tabel 3. Hasil Pengujian Regresi

	N	ExFinance	Debt	StDebt	LtDebt	EqIssue
Cash Flow	978	-0,0927*** (0,0259)	-0,0605*** (0,0212)	-0,0904*** (0,0278)	0,0604* (0,0334)	-0,0015 (0,0039)
Q	978	0,0014 (0,0045)	-0,0041 (0,0037)	0,0016 (0,0048)	-0,0061 (0,0058)	0,0011 (0,0007)
Size	978	0,0028*** (0,0007)	0,0030*** (0,0006)	0,0024*** (0,0008)	0,0010 (0,0009)	-0,0001 (0,0001)

Catatan: Tingkatan signifikansi pada 1%, 5%, 10% digambarkan dengan simbol *, **, dan *** berturut- turut.

Analisis Regresi dengan Variabel Moderasi

Hasil pengujian sensitivitas pembiayaan eksternal terhadap aliran kas yang dimoderasi *financial constraint* disajikan pada tabel 4 di bawah. Peneliti mengukur *financial constraint* dengan tiga kriteria, yaitu ukuran perusahaan, rasio utang terhadap aset, dan *interest coverage ratio*. Peneliti membuktikan bahwa aliran kas berpengaruh negatif terhadap pembiayaan eksternal pada perusahaan tanpa *financial constraint* dengan nilai sig sebesar 0,037 (< 5%), 0,004 (< 1%), 0,047 (< 5%) berturut-turut. Peneliti tidak menemukan pengaruh pada perusahaan dengan *financial constraint* dengan nilai sig sebesar 0,715 (> 10%), 0,811 (> 10%), 0,184 (> 10%) berturut-turut. Berdasarkan ketiga kriteria tersebut, sensitivitas pembiayaan eksternal terhadap aliran kas perusahaan publik di Indonesia ditemukan lebih kuat pada perusahaan tanpa *financial constraint* sehingga **H3** dapat diterima. Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya seperti Almeida & Campello (2010), López-Gracia & Sogorb-Mira (2014), Park (2019), Rashid & Jabeen (2018).

Tabel 4. Hasil Pengujian Regresi Dengan *Financial Constraint*

	N	ExFinance	Debt	StDebt	LtDebt	EqtIssue
Ukuran Perusahaan						
FCF						
Cash Flow	294	-0,0163 (0,0447)	-0,0126 (0,0353)	-0,0183 (0,0461)	0,0668 (0,0507)	0,0040 (0,0067)
Q	294	0,0070 (0,0076)	-0,0016 (0,0060)	0,0050 (0,0078)	-0,0115 (0,0087)	0,0011 (0,0011)
Size	294	0,0034** (0,0016)	0,0035*** (0,0013)	0,0029* (0,0017)	0,0005 (0,0019)	-0,0003 (0,0002)
FUF						
Cash Flow	293	-0,1076** (0,5131)	-0,0764* (0,0427)	-0,1380** (0,0558)	0,0695 (0,0706)	0,0019 (0,0076)
Q	293	0,0010 (0,0093)	-0,0024 (0,0078)	-0,0053 (0,0101)	0,0024 (0,0128)	0,0005 (0,0014)
Size	293	-0,0001 (0,0017)	0,0010 (0,0014)	0,0024 (0,0018)	-0,0012 (0,0023)	-0,0007 (0,0002)
Rasio Utang Terhadap Aset						
FCF						
Cash Flow	370	-0,0121 (0,0508)	-0,0203 (0,0430)	-0,1132* (0,0610)	0,2012*** (0,0768)	0,0087 (0,0070)
Q	370	-0,00001 (0,0083)	-0,0050 (0,007)	-0,0029 (0,0099)	-0,0032 (0,0125)	0,0002 (0,0011)

Size	370	0,0038*** (0,0014)	0,0035 (0,004)	0,0029* (0,0017)	0,0005 (0,0021)	-0,00003 (0,0002)
FUF						
Cash Flow	608	-0,0922*** (0,0317)	-0,0378 (0,0251)	-0,0421 (0,0308)	0,0296 (0,0346)	-0,0069 (0,0051)
Q	608	0,0051 (0,0053)	-0,0018 (0,0042)	0,0045 (0,0051)	-0,0045 (0,0006)	0,0018** (0,0008)
Size	608	0,0016** (0,0008)	0,0020*** (0,0006)	0,0014* (0,0008)	0,0006 (0,0009)	-0,0002 (0,0001)
Interest Coverage Ratio						
FCF						
Cash Flow	551	-0,0518 (0,0389)	-0,0458 (0,0318)	-0,1298*** (0,0069)	0,1285** (0,0524)	0,0046 (0,0059)
Q	551	0,0012 (0,0063)	-0,0057 (0,0051)	-0,0017 (0,0069)	-0,0084 (0,0085)	0,0006 (0,0010)
Size	551	0,0022** (0,0010)	0,0026*** (0,0008)	0,0033*** (0,0011)	-0,0004 (0,0013)	-0,0002 (0,0002)
FUF						
Cash Flow	427	-0,0822** (0,0412)	-0,0364 (0,0339)	0,0064 (0,0427)	-0,0159 (0,0491)	-0,0018 (0,0060)
Q	427	-0,0003 (0,0064)	-0,0040 (0,0053)	0,0027 (0,0067)	-0,0025 (0,0077)	0,0014 (0,0009)
Size	427	0,0031 (0,0010)	0,0034*** (0,0008)	0,0016 (0,0010)	0,0021* (0,0012)	-0,0001 (0,0001)

Catatan: FCF adalah singkatan dari *Financially Constraint Firms* atau perusahaan dengan *financial constraint*, sedangkan FUF adalah singkatan dari *Financially Unconstraint Firms* atau perusahaan tanpa *financial constraint*. Kemudian, tingkatan signifikansi pada 1%, 5%, 10% digambarkan dengan simbol *, **, dan *** berturut-turut.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menguji teori *pecking order* seperti yang dilakukan oleh Park (2019) dengan menggunakan sampel perusahaan publik di Indonesia. Peneliti menguji pembiayaan internal (aliran kas) terhadap seluruh komponen pembiayaan eksternal, yaitu pembiayaan eksternal (utang dan ekuitas), utang (jangka pendek dan jangka panjang), utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan ekuitas. Peneliti menemukan bahwa perusahaan publik di Indonesia lebih menyukai dana internal daripada dana eksternal sebagai sumber pembiayaannya. Saat aliran kasnya menurun, perusahaan

lebih menyukai penggunaan dana eksternal berupa utang dibandingkan dengan ekuitas. Pilihan pembiayaan berupa penerbitan ekuitas baru cenderung tidak diminati oleh perusahaan publik di Indonesia dalam periode penelitian ini. Kemudian dalam kondisi yang sama, penggunaan utang dilakukan dengan menggunakan utang jangka pendek. Sebaliknya, utang jangka panjang justru digunakan bersamaan dengan penggunaan dana internal (saat aliran kas positif) karena adanya kebutuhan untuk membiayai ekspansi perusahaan, temuan ini tidak sejalan dengan temuan Park (2019). Peneliti menyimpulkan bahwa preferensi perusahaan publik di Indonesia dalam memutuskan pilihan pembiayaannya tidak sepenuhnya mengikuti argumen teori *pecking order*.

Peneliti juga membagi perusahaan publik di Indonesia menjadi dua grup, yaitu perusahaan dengan *financial constraint* dan perusahaan tanpa *financial constraint*. Perusahaan dibagi berdasarkan tiga kriteria, yaitu ukuran perusahaan, rasio utang terhadap aset, dan *interest coverage ratio*. Peneliti menemukan bahwa Indonesia dengan pasar keuangan yang masih berkembang dan umumnya memiliki masalah asimetri informasi yang tinggi justru menunjukkan sensitivitas pembiayaan eksternal terhadap aliran kas yang lebih kuat pada perusahaan tanpa *financial constraint*. Temuan ini mengindikasikan bahwa asimetri informasi nampaknya bukan faktor tunggal yang mempengaruhi keputusan pembiayaan perusahaan publik di Indonesia meski teori *pecking order* menekankan asimetri informasi sebagai faktor penentu keputusan pembiayaan perusahaan.

Terdapat beberapa keterbatasan penelitian ini. Penelitian ini hanya menggunakan periode 2017-2019 sebagai tahun observasi. Keterbatasan ini mungkin menjadi penyebab tidak diterima sepenuhnya hipotesis pertama. Selain itu, peneliti juga tidak dapat menggunakan kriteria *financial constraint* seperti yang digunakan oleh Park (2019), yaitu *bond rating* dan *commercial paper rating* karena masalah akses sumber informasi. Sebagai tambahan, peneliti tidak membagi sampel ke dalam lima tingkatan berdasarkan tingkat *financial constraint* perusahaan seperti yang dilakukan oleh Park (2019) karena mempertimbangkan jumlah sampel yang digunakan. Akibatnya, peneliti tidak dapat mengamati pola sistematis yang ditunjukkan pada setiap tingkatan *financial constraint*.

Penelitian selanjutnya dapat memperluas jumlah periode observasi untuk memperbesar peluang ditemukan hubungan antara aliran kas dengan ekuitas dan pola sistematis pada berbagai tingkatan *financial constraint* Park (2019). Penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan kriteria *financial constraint* sebagaimana yang digunakan oleh Park (2019), yaitu *bond rating* dan *commercial paper rating*, ataupun kriteria *financial constraint* yang lainnya. Terakhir, penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan faktor lainnya dalam menguji sensitivitas pembiayaan eksternal terhadap aliran kas yang dimoderasi dengan *financial constraint*, seperti masalah *adjustment cost* (Almeida & Campello, 2010).

DAFTAR PUSTAKA

- Allini, A., Rakha, S., McMillan, D. G., & Caldarelli, A. (2018). Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 297–308. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.098>
- Almeida, H., & Campello, M. (2010). Financing Frictions and the Substitution between Internal and External Funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(3), 589–622. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000177>
- Arugaslan, O., & Miller, L. (2006). On the Conditioning of the Financial Market's Reaction to Seasoned Equity Offerings. *The Lahore Journal Of Economics*, 11(2), 141–154. <https://doi.org/10.35536/lje.2006.v11.i2.a8>
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332–338. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>
- BPS, B. P. S. (2017). *Posisi Kredit Investasi Perbankan Menurut Sektor Ekonomi*. <https://www.bps.go.id/indicator/13/633/5/Posisi-Kredit-Investasi-Perbankan-Menurut-Sektor-Ekonomi-Format-Baru-.html>
- BPS, B. P. S. (2019). *Posisi Kredit Investasi Perbankan Menurut Sektor Ekonomi*. <https://www.bps.go.id/indicator/13/633/3/Posisi-Kredit-Investasi-Perbankan-Menurut-Sektor-Ekonomi-Format-Baru-.html>
- Chay, J. B., Park, S. H., Kim, S., & Suh, J. (2015). Financing hierarchy: Evidence from quantile regression. *Journal of Corporate Finance*, 33, 147–163. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.06.004>
- Cleary, S. (1999). The Relationship between Firm Investment and Financial Status. *The Journal of Finance*, 54(2), 673–692. <http://www.jstor.org/stable/2697723>
- Denis, D. J., & McKeon, S. B. (2012). Debt Financing and Financial Flexibility Evidence from Proactive Leverage Increases. *The Review of Financial Studies*, 25(6), 1897–1929.
- Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321–331. <https://doi.org/10.1108/03074350710739605>
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141. <https://doi.org/10.2307/2534426>
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215. <https://www.jstor.org/stable/2951280>
- Kim, T.-N. (2014). The impact of cash holdings and external financing on investment-cash flow sensitivity. *Review of Accounting and Finance*, 13(3), 251–273. <https://doi.org/10.1108/RAF-09-2012-0080>
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106–132. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
- López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2014). Sensitivity of external resources to cash flow under financial constraints. *International Business Review*, 23(5), 920–930. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.02.004>

- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621–632. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Ozkan, A. (2001). Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence From UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1–2), 175–198. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00370>
- Park, J. (2019). Financial constraints and the cash flow sensitivities of external financing: Evidence from Korea. *Research in International Business and Finance*, 49, 241–250. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.03.007>
- Rashid, A., & Jabeen, N. (2018). Financial frictions and the cash flow – external financing sensitivity: evidence from a panel of Pakistani firms. *Financial Innovation*, 4(1), 15. <https://doi.org/10.1186/s40854-018-0100-6>
- Seifert, B., & Gonenc, H. (2010). Pecking Order Behavior in Emerging Markets . *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21(1), 1–31. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2009.01034.x>
- Tandya, C. (2015). The Capital Structure Determinants of Indonesia Publicly Listed Firms. *IBuss Management*, 3(2), 19–27.
- Yıldırım, D., & Çelik, A. K. (2021). Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from Turkey using panel quantile regression approach. *Borsa Istanbul Review*, 21(4), 317–331. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.11.002>