

## BAB IV

### ANALISA DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Pemilihan Model

##### 4.1.1 Analisa Pengujian Informal

Tahap analisa informal menunjukkan bahwa data penelitian—*constrained firms*, *unconstrained firms*, dan seluruh perusahaan sampel—akan diolah dengan menggunakan metode *random effect*. Hasil analisa uji ini berdasarkan pada pendapat para ahli ekonometri yang telah dijelaskan pada bab III, dimana “Jika data panel yang dimiliki mempunyai jumlah waktu (T) yang lebih kecil dibandingkan jumlah perusahaan (N) maka disarankan untuk menggunakan metode *random effect*”.

##### 4.1.2 Analisa Pengujian formal

Terdapat dua jenis test formal yang akan dibahas pada penelitian ini, yaitu *Chow Test* dan *Hausman Test*. Berikut adalah penjelasan kedua test formal tersebut.

###### 4.1.2.1 *Chow Test*

*Chow test* digunakan untuk memilih apakah regresi menggunakan model *pooled least square* atau model *fixed effect*. Pada tabel dibawah dapat dilihat bahwa nilai *chow test* pada *constrained firms* sebesar 14.58 dan pada *unconstrained firms* sebesar 28.52. Sedangkan nilai F-Stat pada *constrained firms* sebesar 0.46 dan pada *unconstrained firms* sebesar 0.35. Jika nilai *chow test* lebih besar dibandingkan nilai F-stat maka hipotesis nol ditolak, sehingga model *fixed effect* yang dipilih baik *constrained firms* dan *unconstrained*

*firms*. Berikut adalah hasil perhitungan *chow test* pada *constrained firms*, *unconstrained firms*.

**Tabel 4-1**  
**Hasil Pengujian Chow Test**

Uji Chow		
	Constrained	Unconstrained
<b>RRSS</b>	52.34406	2.272959
<b>URSS</b>	11.41136	0.286335
<b>N</b>	16	10
<b>K</b>	3	3
<b>T</b>	5	5
<b>Chow Test</b>	14.587187	28.523345
<b>F Stat</b>	0.4632575	0.56221

Sumber : Olahan peneliti menggunakan Eviews 4.1

#### 4.1.2.2 Hausman Test

*Hausman test* digunakan untuk memilih apakah regresi menggunakan model *random effect* atau model *fixed effect*. Berikut adalah tabel hasil pengujian *hausman test* pada *constrained firms* dan *unconstrained firms*.

**Tabel 4-2**  
**Hasil Pengujian Hausman Test**

Uji Hausman			
	Chi-square Tabel	Chi-square Statistic	Pemilihan Model
<b>Constrained</b>	4.106915492	0.7228441	<b>Fixed</b>
<b>Unconstrained</b>	1.239042306	3.4387229	<b>Random</b>

Sumber : Olahan peneliti menggunakan Eviews 4.1

Hipotesa null ditolak ketika nilai *Chi-square* statistik lebih besar dibandingkan *Chi-square* tabel. Nilai *chi-square* statistik pada *constrained firms* sebesar 0.722 dan pada *unconstrained firms* sebesar 3.43 Sedangkan nilai *chi-square tabel* pada *constrained firms* sebesar 4.10 dan pada *unconstrained firms* sebesar 1.23. Berdasarkan nilai tersebut maka dapat disimpulkan bahwa pada *constrained firms* menggunakan model *fixed effect*, sedangkan pada *unconstrained firms* menggunakan model *random effects*. Terdapat perbedaan antara hasil pengujian informal dan formal, namun pada penelitian ini penulis akan menggunakan hasil dari pengujian formal.

#### 4.2 Pengujian Asumsi

Regresi berganda mempunyai berbagai permasalahan yang tidak ditemukan pada dalam regresi sederhana. Permasalahan yang terjadi pada regresi berganda adalah adanya multikolinearitas, heterokedastisitas, dan otokorelasi. Dengan menggunakan data panel permasalahan multikolinearitas dapat terselesaikan<sup>15</sup>. Permasalahan heteroskedastisitas dapat diselesaikan dengan menggunakan *White Heteroskedasticity* pada Eviews 4. Selain itu, permasalahan otokorelasi dan heteroskedastisitas juga dapat diselesaikan dengan menggunakan GLS pada Eviews 4<sup>16</sup>. Nilai statistik *Durbin-Watson* pada *constrained firms* sebesar 1.76, pada *unconstrained firms* sebesar 1.51, dan pada gabungan perusahaan sebesar 1.62. Nilai statistik *Durbin-Watson* ini mendekati dua maka dapat disimpulkan tidak terdapat gejala otokorelasi pada model regresi ini. Sehingga dapat disimpulkan bahwa permasalahan multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan otokorelasi dapat diselesaikan pada model regresi penelitian ini.

---

<sup>15</sup> Gujarati, Damodar. Basic Econometrics. 4<sup>th</sup> ed. New York: Mc Graw-Hill companies. 2003. Hal 364

<sup>16</sup> Ibid. Hal. 400 dan 475.

### 4.3 Analisa dan Pembahasan

*Pecking order theory* berpendapat bahwa untuk mendanai kegiatan bisnisnya, perusahaan akan menggunakan sumber pendanaan internalnya terlebih dahulu sebelum menggunakan pendanaan eksternalnya. Hal ini terutama dipengaruhi oleh adanya *assymetric information* pada *capital market* yang menyebabkan munculnya *financing cost*. Oleh karena itu, *pecking order theory* memiliki ekspektasi bahwa hubungan antara pendanaan internal dan pendanaan eksternal adalah negatif atau dengan kata lain pendanaan internal dan pendanaan eksternal memiliki hubungan substitusi.

*Pecking order theory* menyatakan bahwa *constrained firms* akan memilih untuk menggunakan aktivitas pendanaan internalnya lebih besar dibandingkan *unconstrained firms*. Hal ini disebabkan *constrained firms* memiliki *financing cost* yang lebih tinggi dibandingkan *unconstrained firms*. Oleh karena itu, sensitivitas antara profitabilitas dan aktivitas pendanaan eksternal pada *constrained firms* memiliki korelasi negatif yang lebih besar (memiliki koefisien negatif yang lebih besar) dibandingkan *unconstrained firms*.

Namun, hasil penelitian sebelumnya (Almeida et.al) berpendapat bahwa *unconstrained firms* akan memiliki korelasi negatif yang lebih besar (memiliki koefisien negatif yang lebih besar) dibandingkan *constrained firms*. Kontras terhadap teori *pecking order*, penelitian ini berpendapat bahwa pada saat profitabilitas *constrained firms* meningkat maka perusahaan akan menggunakan lebih banyak pendanaan eksternal atau dengan kata lain pendanaan internal dan pendanaan eksternal memiliki hubungan komplementer.

Pada penulisan ilmiah ini, penulis ingin melakukan pengujian terhadap kedua pendapat tersebut pada perusahaan di industri pertambangan, industri makanan dan minuman, dan industri rokok di Indonesia. Hasil pengujian akan menunjukkan

pengambilan keputusan *capital structure* pada perusahaan-perusahaan yang bergerak pada industri tersebut.

#### 4.3.1 Hubungan antara Pendanaan Internal dan Pendanaan Eksternal pada *Constrained Firms*

Pengujian signifikansi untuk setiap variabel bebas pada *constrained firms* dilakukan dengan tingkat kepercayaan  $(1-\alpha) = 95\%$ . Hasil regresi antara pendanaan internal dan eksternal pada *constrained firms* dirangkum pada tabel 4-3. pembahasan mengenai hasil regresi ini akan dibahas pada bagian selanjutnya.

**Tabel 4-3**

#### Rangkuman Hasil Regresi Pendanaan Eksternal dan Internal pada *Constrained Firms*

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
CF	0.124839	1.404752	0.1652
Q	-0.003625	-0.718708	0.4751
Size	-0.164249	-10.00990	0.0000

Perusahaan	Coefficient	Perusahaan	Coefficient	Perusahaan	Coefficient
ADES	5.106337	DAVO	4.154441	SKLT	4.900006
AISA	4.448966	MLBI	3.385646	STTP	3.658416
CEKA	4.146640	PSDN	7.163887	BATI	3.901468
GGRM	4.195127	BUMI	4.642074	CNKO	3.999896
CTTH	5.635502	INCO	3.852288	PTBA	3.983989
TINS	3.899639				

Sumber : Olahan peneliti menggunakan Eviews 4.1

#### 4.3.1.1 Hubungan antara *cash flow* dan Pendanaan Eksternal pada *Constrained Firms*

Berdasarkan hasil regresi antara pendanaan eksternal dan *cash flow* pada tabel 4 dengan tingkat keyakinan  $(1-\alpha) = 95\%$ , maka diketahui bahwa variabel *cash flow* memiliki nilai *probability* yang lebih besar dari 0.05 yaitu sebesar 0.1652. Selain itu, variabel *cash flow* memiliki koefisien sebesar 0.124839.

*Cash flow* dan pendanaan eksternal memiliki hubungan yang positif—nilai koefisien positif—ketika *cash flow* perusahaan meningkat maka penggunaan pendanaan eksternal perusahaan akan meningkat sebesar 0.124839. Peningkatan pada pendanaan eksternal dikarenakan pada saat profitabilitas perusahaan meningkat, perusahaan tersebut menggunakannya untuk membeli aset yang dapat digunakan sebagai agunan untuk mendapatkan pendanaan eksternal yang lebih besar. Pendapat ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Almeida et.al yang menyatakan bahwa *constrained firms* berindikasi melakukan pembelian aset dengan menggunakan pendanaan internalnya yang bertujuan untuk mendapatkan ekstra *external financing*.

Namun, *cash flow* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pendanaan eksternal karena *probability cash flow* lebih besar dari 0.05. Hasil ini berarti hipotesa nol *cash flow* gagal ditolak.

#### 4.3.1.2 Hubungan antara *Investment Opportunities (Q)* dan Pendanaan Eksternal pada *Constrained Firms*

Berdasarkan hasil regresi antara pendanaan eksternal dan *investment opportunities* dengan tingkat keyakinan  $(1-\alpha) = 95\%$ , maka diketahui bahwa variabel *investment opportunities* memiliki nilai *probability* yang lebih besar dari 0.05 yaitu sebesar 0.4751. Selain itu, variabel *investment opportunities* memiliki koefisien sebesar -0.003625.

*Investment opportunities* dan pendanaan eksternal memiliki hubungan yang negatif—nilai koefisien negatif—ketika *investment opportunities* meningkat maka pendanaan eksternalnya akan menurun sebesar 0.003625. Penurunan pendanaan eksternal dikarenakan *constrained firms* memiliki *financing cost* yang cukup tinggi dalam mendapatkan dana didalam *capital market* sehingga pada saat terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan, perusahaan lebih banyak menggunakan pendanaan internalnya untuk dapat menekan biaya pendanaan. Selain itu, *constrained firms* dalam mengajukan pinjaman tidak semudah *unconstrained firms* karena secara resiko kredit yang dihadapi investor lebih tinggi pada *constrained firms*.

Namun, pengaruh *investment opportunities* terhadap pendanaan eksternal tidak signifikan karena nilai *probability investment opportunities* lebih besar dari 0.05. Hasil ini berarti hipotesa nol *investment opportunities* gagal ditolak.

#### **4.3.1.3 Hubungan antara *Size* dan Pendanaan Eksternal pada *Constrained Firms***

Berdasarkan hasil regresi antara pendanaan eksternal dan *size* dengan tingkat keyakinan  $(1-\alpha) = 95\%$ , maka diketahui bahwa variabel *size* memiliki nilai *probability* yang lebih kecil dari 0.05 yaitu sebesar 0.0000. Selain itu, variabel *size* memiliki koefisien sebesar -0.164249.

*Size* dan pendanaan eksternal memiliki hubungan yang negatif—nilai koefisien negatif—ketika *size* meningkat maka pendanaan eksternalnya akan menurun sebesar 0.164249. Menurut *pecking order theory* pada saat profitabilitas perusahaan meningkat maka perusahaan akan lebih banyak menggunakan pendanaan internalnya dibandingkan pendanaan eksternal akibat adanya *financing cost*. *Constrained firms* memiliki *financing cost* yang tinggi untuk mendapatkan dana didalam *capital market* sehingga perusahaan

akan lebih menyukai menggunakan pendanaan internalnya dibandingkan pendanaan eksternalnya.

Jika dibandingkan dengan penelitian yang dilakukan oleh Almeida et.al, sebenarnya *constrained firms* dapat menggunakan pendanaan internalnya untuk mendapatkan ekstra *external financing* sehingga pendanaan internal dan pendanaan eksternal memiliki hubungan komplementer. Oleh karena itu, jika perusahaan dapat memanfaatkan profitabilitasnya untuk mendapatkan pendanaan eksternal, maka perusahaan dapat meningkatkan investasi dan ROE perusahaan yang dapat meningkatkan kesejahteraan shareholder.

*Size* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pendanaan eksternal karena nilai *probability size* lebih kecil dibandingkan 0.05. Hasil ini berarti hipotesa nol *size* ditolak. Berdasarkan hasil regresi variabel *cash flow*, *investment opportunities*, dan *size*, dapat disimpulkan bahwa *size* merupakan satu-satunya variabel yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pendanaan eksternal.

#### **4.3.1.4 Hubungan antara Pendanaan Internal dan Pendanaan Eksternal pada *Constrained Firms***

Berdasarkan pada hasil regresi, maka terdapat hubungan negatif yang signifikan antara pendanaan internal dan pendanaan eksternal pada *constrained firms*. Pada hasil regresi antara *size* dan pendanaan eksternal dapat dilihat bahwa pendanaan internal dan pendanaan eksternal memiliki hubungan negatif sebesar 0.164249 atau dengan kata lain setiap terjadi kenaikan pada variabel *size* maka pendanaan eksternal akan menurun sebesar 0.164249. Hasil ini sesuai dengan pendapat *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan lebih menyukai menggunakan pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal sehingga ketika *size* (profitabilitas) perusahaan meningkat, maka



pendanaan internal yang digunakan perusahaan akan meningkat dan pendanaan eksternalnya akan menurun (berhubungan terbalik).

Selain itu, pada tabel 4-3 dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang mempunyai rata-rata perubahan pendanaan eksternal terbesar adalah Prasadha Aneka Niaga Tbk (PSDN) karena memiliki koefisien tertinggi, yaitu 7.163 sedangkan Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI) dengan nilai koefisien sebesar 3.385 memiliki rata-rata perubahan pendanaan eksternal terkecil karena memiliki koefisien terendah.

#### 4.3.2 Hubungan antara Pendanaan Internal dan Pendanaan Eksternal Perusahaan pada *Unconstrained Firms*

Pengujian signifikansi untuk setiap variabel bebas pada *unconstrained firms* dilakukan dengan tingkat kepercayaan  $(1-\alpha) = 95\%$ . Hasil regresi antara pendanaan internal dan eksternal pada *unconstrained firms* dirangkum pada tabel 4-4. Pembahasan mengenai hasil regresi ini akan dibahas pada bagian selanjutnya.

**Tabel 4-4**  
**Rangkuman Hasil Regresi Pendanaan Eksternal dan Internal pada Unconstrained Firms**

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
CF	0.088279	0.410700	0.6832
Q	-0.020084	-0.566842	0.5736
Size	-0.093426	-2.199379	0.0329

Perusahaan	Coefficient	Perusahaan	Coefficient	Perusahaan	Coefficient

ANTM	0.022844	APEX	0.234724	HMSP	0.024496
INDF	0.258461	MEDC	0.074039	MYOR	0.032738
RMBA	0.012613	ULTJ	0.218510	AQUA	-0.434052
DLTA	-0.444374				

Sumber : Olahan peneliti menggunakan Eviews 4.1

#### 4.3.2.1 Hubungan antara *Cash Flow* dan Pendanaan Eksternal pada *Unconstrained Firms*

Berdasarkan hasil regresi antara pendanaan eksternal dan *cash flow* dengan tingkat keyakinan  $(1-\alpha) = 95\%$ , maka diketahui bahwa variabel *cash flow* memiliki nilai *probability* yang lebih besar dari 0.05 yaitu sebesar 0.6832. Selain itu, variabel *cash flow* memiliki koefisien sebesar 0.088279.

*Cash Flow* dan pendanaan eksternal memiliki hubungan yang positif—nilai koefisien—ketika *cash flow* meningkat maka pendanaan eksternal akan meningkat sebesar 0.088279. Penulis berpendapat, *unconstrained firms* memiliki arus kas perusahaan yang sudah baik. Penambahan pinjaman jangka panjang tidak akan mempengaruhi analisis “*bankable*” suatu perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan dapat meningkatkan pendanaan eksternalnya dengan tujuan meningkatkan “*leverage ratio*” sehingga kesejahteraan *shareholders* dapat meningkat.

Namun, pengaruh *cash flow* terhadap pendanaan eksternal tidak signifikan karena nilai *probability* lebih besar dari 0.05. Hasil ini berarti hipotesa nol *cash flow* gagal ditolak.

#### 4.3.2.2 Hubungan antara *Investment Opportunities (Q)* dan Pendanaan Eksternal pada *Unconstrained Firms*

Berdasarkan hasil regresi antara pendanaan eksternal dan *investment opportunities* dengan tingkat keyakinan  $(1-\alpha) = 95\%$ , maka diketahui bahwa variabel *investment opportunities* memiliki nilai *probability* yang lebih besar dari 0.05 yaitu sebesar 0.5736. Selain itu, variabel *investment opportunities* memiliki koefisien sebesar -0.020084.

*Investment opportunities* memiliki hubungan yang negatif—nilai koefisien negatif—ketika *investment opportunities* meningkat maka pendanaan eksternal akan menurun sebesar 0.020084. Berdasarkan pada *pecking order theory*, perusahaan akan menggunakan pendanaan internalnya terlebih dahulu kemudian pendanaan eksternalnya untuk mendanai investasinya. Besarnya kas pada *unconstrained firms* yang nantinya dapat digunakan sebagai dana investasi perusahaan. Penurunan pendanaan eksternal pada *unconstrained firms* mengindikasikan bahwa pada saat ada kesempatan investasi yang menguntungkan perusahaan dapat mendanai investasi tersebut dengan pendanaan internalnya.

Namun, *investment opportunities* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pendanaan eksternal karena nilai *probability investment opportunities* lebih besar dari 0.05. Hasil ini berarti hipotesa nol *investment opportunities* gagal ditolak.

#### **4.3.2.3 Hubungan antara *Size* dan Pendanaan Eksternal pada *Unconstrained Firms***

Berdasarkan hasil regresi antara pendanaan eksternal dan *size* dengan tingkat keyakinan  $(1-\alpha) = 95\%$ , maka diketahui bahwa variabel *size* memiliki nilai *probability* yang lebih kecil dari 0.05 yaitu sebesar 0.0329. Selain itu, variabel *size* memiliki koefisien sebesar -0.093426.

*Size* dan pendanaan eksternal memiliki hubungan yang negatif—nilai koefisien negatif—ketika *size* meningkat maka pendanaan eksternalnya akan menurun sebesar 0.09. Penurunan pendanaan eksternal pada *unconstrained firms* merujuk pada *pecking order*

*theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai menggunakan pendanaan internalnya dibandingkan pendanaan eksternalnya. Pada saat profitabilitas perusahaan meningkat maka permintaan akan pendanaan eksternalnya akan menurun, hasil ini sesuai dengan literatur yang dibuat oleh Fama and French (2002).

*Size* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pendanaan eksternal karena nilai *probability size* lebih kecil dibandingkan 0.05. Hasil ini berarti hipotesa nol *size* ditolak. Berdasarkan hasil regresi variabel *cash flow*, *investment opportunities*, dan *size*, dapat disimpulkan bahwa *size* merupakan satu-satunya variabel yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pendanaan eksternal.

#### **4.3.2.4 Hubungan antara Pendanaan Internal dan Pendanaan Eksternal pada *Unconstrained Firms***

Berdasarkan pada hasil regresi, maka terdapat hubungan negatif yang signifikan antara pendanaan internal dan pendanaan eksternal pada *unconstrained firms*. Pada hasil regresi antara *size* dan pendanaan eksternal dapat dilihat bahwa pendanaan internal dan pendanaan eksternal memiliki hubungan negatif sebesar 0.093426 atau dengan kata lain setiap terjadi kenaikan pada variabel *size* maka pendanaan eksternal akan meningkat sebesar 0.09%. Hasil ini sesuai dengan pendapat *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan lebih menyukai menggunakan pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal sehingga ketika *size* (profitabilitas) perusahaan meningkat maka pendanaan internal yang digunakan perusahaan akan meningkat dan pendanaan eksternalnya akan menurun (berhubungan terbalik).

*Pecking order theory* juga menjelaskan bahwa perusahaan yang profitable umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan bukan karena mereka memerlukan *external financing* lebih sedikit, melainkan terdapat beberapa

keuntungan menggunakan internal financing. Keuntungan menggunakan internal financing, yaitu terdapatnya penghematan yang cukup besar didalam *banker fees* dan perusahaan dapat menekan dividen yang dikenakan pajak dengan membatasi penerbitan ekuitas baru.

Selain itu, berdasarkan tabel 4.4 dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang mempunyai rata-rata perubahan pendanaan eksternal terbesar adalah Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF) karena memiliki koefisien tertinggi, yaitu 0.25 sedangkan Delta Djakarta Tbk, (DLTA) dengan nilai koefisien sebesar -0.44 memiliki rata-rata perubahan pendanaan eksternal terkecil karena memiliki koefisien terendah.

#### 4.3.3 Perbandingan antara *Constrained Firms* dan *Unconstrained Firms*

Berdasarkan pada argumen *pecking order theory*, perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal karena adanya *assymetric information* yang meningkatkan biaya pendanaan eksternal. Menurut Adedeji (1998:508), menjelaskan dengan adanya *assymetric information*, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas.

Preferensi pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal akhirnya akan menimbulkan hubungan negatif antara pendanaan internal dan eksternal. Semakin tinggi profitabilitas, permintaan akan pendanaan eksternal akan menurun atau dengan kata lain pendanaan internal dan pendanaan eksternal memiliki hubungan substitusi.

Berdasarkan pada hasil regresi di atas, maka dapat dilihat bahwa *size* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pendanaan eksternal baik pada *constrained firms* maupun *unconstrained firms*. Nilai koefisien *size* pada regresi diatas menunjukkan bahwa *constrained firms* memiliki hubungan yang lebih negatif dibandingkan dengan

*unconstrained firms*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ketika perusahaan menghadapi biaya pendanaan yang lebih tinggi maka akan menunjukkan hubungan negatif yang lebih tinggi.

*Pecking order theory* berpendapat bahwa perusahaan yang menghadapi biaya pendanaan eksternal yang lebih tinggi seharusnya menunjukkan hubungan negatif yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang sejenis yang tidak menghadapi *financing frictions* yang besar. Menurut Myers dan Majluf (1984), dan Myers (1984), jika perusahaan menghadapi biaya pendanaan eksternal yang lebih tinggi maka perusahaan akan menunjukkan perilaku seperti *pecking order theory*, dimana perusahaan akan lebih menyukai mendanai investasi dengan pendanaan internal.

Hubungan negatif yang lebih tinggi pada *constrained firms* juga disebabkan karena perusahaan ini memiliki dana internal yang kurang untuk mendanai kebutuhan investasinya, sedangkan *unconstrained firms* memiliki dana internal yang cukup untuk mendanai kebutuhan investasinya. Menurut *pecking order theory*, *constrained firms* akan cenderung memiliki mempunyai utang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu dan internal tidak cukup dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan di industri pertambangan, makanan dan minuman, dan rokok Indonesia memiliki *pecking order behaviour* karena hubungan negatif pada *constrained firms* lebih tinggi dibandingkan pada *unconstrained firms*. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Stephanie (2006) menyatakan bahwa perilaku leverage perusahaan Indonesia yang bergerak pada sektor pertambangan, industri dasar dan kimia, dan manufaktur mengikuti *pecking order theory*.