

**TESTING PECKING ORDER HYPHOTHESIS :
FOOD & BAVERAGE INDUSTRIES YANG TERDAFTAR DI BURSA
EFEK JAKARTA**

Priyo Darmawan
Dosen Universitas Bunda Mulia & STEI Indonesia
E-mail : p.darmawan@gmail.com

ABSTRACT *This research paper is to analyze and to test capital structure and its impacted factors on the food and beverages listed companies at Indonesia Stok Exchange. The objective of this research is to test whether the variables of tangibility, firms size, profitability, growth opportunity, and financing deficit to impact on capital structure, and to address Pecking Order Hypothesis or not. Sample are used i.e. companies are actively traded their shares at Indonesia Stock Exchange from the period of 2004-2009 . They also issue their comprehensive financial statements and at their domiciles in surrounding Jakarta. During that periods, no merger and acquisition are taken place on that sample. Then selected companies sample are Aqua, Ades, Davomas, Delta Jakarta, Mayora, Multi Bintang, and Indofood Sukses Makmur through purposive sampling method. In this research paper that dependent variables is Capital Structure (DTA), while independent variables are Tangibility of Assets (FTA), Firm Size (SIZE), Profitability (NPM), Growth Opportunity, and Financing Deficit. The results of this paper is tangibility, profitability and financing deficit are only significantly impacted, while two others variables are not significantly impacted on Capital Structure. All independent variables impacted to dependent variables, Capital Structure is 79 %.*

Key words : *Tangibility of Assets, Firm Size, Profitability, Growth Opportunity, Financing Deficit dan Capital Structure.*

PENDAHULUAN

Struktur modal perusahaan merupakan salah satu faktor fundamental dalam operasi perusahaan. Struktur modal suatu perusahaan ditentukan oleh kebijakan pembelanjaan (*financing policy*) dari manajer keuangan yang senantiasa dihadapkan pada pertimbangan baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif yang mencakup tiga unsur penting, yaitu (Susetyo, 2006) :

1. Keharusan untuk membayar balas jasa atas penggunaan modal kepada pihak yang menyediakan dana tersebut, atau sifat keharusan untuk pembayaran biaya modal.

2. Sampai seberapa jauh kewenangan dan campur tangan pihak penyedia dana dalam mengelola perusahaan.
3. Resiko yang dihadapi perusahaan.

Fungsi keuangan merupakan salah satu fungsi penting bagi perusahaan dalam kegiatan perusahaan. Dalam mengelola fungsi keuangan salah satu unsur yang perlu diperhatikan adalah seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana yang akan digunakan untuk beroperasi dan mengembangkan usahanya. Pemenuhan dana ini bisa bersumber dari dana sendiri, modal saham maupun dengan hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang.

Lebih lanjut, arti keputusan pendanaan tersebut merupakan keputusan pendanaan yang mampu meminimalisasikan biaya modal yang ditanggung perusahaan. Biaya modal yang terjadi karena keputusan pendanaan tersebut merupakan konsekuensi yang langsung timbul atas keputusan yang dilakukan manager keuangan. Ketika manager keuangan menggunakan hutang, jelas biaya modal yang terjadi sebesar bunga yang dibebankan oleh kreditur, sedangkan jika manager menggunakan dana internal atau dana sendiri akan timbul biaya kesempatan (*opportunity cost*) dari modal sendiri yang digunakan. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya dapat berakibat pada erosi profitabilitas perusahaan. Untuk itu sebagian manajer tidak sepenuhnya mendanai perusahaannya dengan modal, tetapi juga disertai penggunaan dana melalui hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang karena terkait dengan sifat penggunaan dari hutang yaitu bersifat mengurangi pajak.

Banyaknya pengamat keuangan yang berminat meneliti mengenai struktur modal menimbulkan berbagai teori struktur modal yang sampai saat ini masih diperdebatkan. Dimulai pada tahun 1952, David Durand mengemukakan bahwa perhitungan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan 3 pendekatan, yaitu pendekatan laba bersih, pendekatan pendapatan operasional, dan tradisional. Berikutnya pada tahun 1958, Modigliani-Miller yang dikenal sebagai peletak dasar teori struktur modal yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam perkembangannya, pada tahun 1963, Modigliani-Miller memasukkan unsur pajak yang menjadikan teori bahwa jika

ada pajak, struktur modal menjadi tidak relevan, karena bunga yang dibayarkan akibat menggunakan hutang dapat mengurangi penghasilan kena pajak. Nilai perusahaan akan maksimum, jika hutang perusahaan 100% dan semakin banyak hutang akan bertambah baik

Seperti dikutip dalam Hermendeito (2003) yang menyatakan bahwa beberapa studi empiris juga menunjukkan hasil yang bertentangan dengan teori Modigliani-Miller, diantaranya adalah Litzenberger dan Ramaswamy (1979;1982), Poterba & Summers (1984), Busaer & Hess(1986), Trzcinka (1982), Chang & Rhee (1990). Koch & Shenoy (1999) juga membuktikan bahwa interaksi antara kebijakan dividen dan struktur modal berpengaruh signifikan terhadap future cash flow yang berarti struktur modal relevan dengan nilai perusahaan. Teori Modigliani-Miller juga ditentang dengan adanya "Trade Off Theory" (Brealey & Myers, 1991; DeAngelo & Masulis, 1980). Semakin banyak hutang semakin besar beban yang harus ditanggung perusahaan yaitu adanya agency cost, biaya kebangkrutan, keengganan kreditur untuk memberi pinjaman dalam jumlah besar (Turnbull, 1979). "Trade Off Theory" (TOT) menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat menggunakan hutang dengan biaya hutang. Pengelolaan struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham tidak terlepas dari persepsi investor. Hal ini melandasi munculnya "Pecking Order Theory" (POT) yang membahas preferensi manajer dalam menentukan sumber pendanaan perusahaan (Suad,1996),. Menurut Donaldson (1961); Myers (1984); Myers & Majluf (1984) perusahaan memilih dana internal terlebih dahulu untuk membayar deviden dan investasi. Jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan lebih memilih hutang dibanding sumber dana eksternal lain. Perdebatan akan teori struktur modal mendorong dilakukannya berbagai penelitian tentang implikasi teori struktur modal tersebut. Ozkan (2001) mengemukakan bahwa terdapat pengaruh signifikan likuiditas, profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan dengan struktur modal. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Mutamimah (2003) menyatakan bahwa faktor likuiditas perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan khususnya perusahaan go publik di Indonesia. Sementara, terdapatnya hubungan antara risiko bisnis dengan struktur modal menurut

penelitian Bayless *et.al* (1994) dan Syukriy (2001) ternyata tidak sejalan dengan Cherry *et.al*(1995) dan Mutamimah (2003) yang berpendapat pengaruh risiko terhadap struktur modal perusahaan adalah tidak signifikan. Adanya perbedaan hasil penelitian tentang pengaruh likuiditas dan risiko bisnis terhadap struktur modal menunjukkan adanya inkonsistensi atas implikasi "Trade Off Theory (TOT) dalam struktur modal perusahaan. Titman & Wessels (1988); Rajan & Zingales (1995); Baskin (1989) menemukan ada hubungan negatif antara profitabilitas dengan debt ratio.

Namun di Indonesia, penelitian yang dilakukan Hermendeito (2003) menunjukkan hal sebaliknya. Sementara itu Yuniningsih (2002) dalam penelitiannya mengemukakan bahwa untuk meningkatkan nilai perusahaan, disamping membuat kebijakan deviden, perusahaan juga dituntut untuk tumbuh. Pertumbuhan dapat diwujudkan dengan menggunakan kesempatan investasi sebaik-baiknya. Variabel pertumbuhan perusahaan telah diuji secara empiris oleh penelitian terdahulu antara lain telah dilakukan oleh (Carleton dan Silberman, 1977; Barton *et.al*,1989). Studi Carleton dan Silberman (1977) menunjukkan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal namun hasil penelitian Baskin (1999) serta Thies dan Klock (1992) dalam Mayangsari (2001). Semakin pesat pertumbuhan penjualan akan semakin mudah untuk memperoleh hutang dibanding perusahaan kecil. Adanya perbedaan hasil penelitian tentang pengaruh profitabilitas dan pertumbuhan terhadap struktur modal perusahaan menunjukkan adanya inkonsistensi atas implikasi "Pecking Order Theory' (POT). Dengan adanya beberapa perbedaan hasil penelitian tentang implikasi "Trade Off Theory" (TOT) dan "Pecking Order Theory" (POT). Sedangkan Adrianto (2003) meneliti hubungan dan pengaruh proksi asset tangibility, size perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan, financing deficit, kebijakan hutang jangka panjang masa lalu terhadap hutang jangka panjang dengan menggunakan model dari Frank dan Goyal (2003), Rajan & Zingales (1997) dan Shyaum Sunders & Myers (1999) melalui pengujian Pecking Order Theory. Hasil penelitian menyatakan bahwa menunjukkan bahwa defisit pendanaan internal bukanlah satu faktor utama yang menentukan perubahan tingkat hutang jangka panjang perusahaan. Profitabilitas dan tingkat hutang di masa lalu juga

menunjukkan pengaruh yang kuat. Hasil ini membuktikan bahwa perusahaan tidak hanya mendasarkan keputusan pendanaan berdasarkan hierarki pendanaan seperti yang diprediksi oleh teori ini. Pertimbangan tinggi rendahnya tingkat hutang di masa lalu juga merupakan faktor yang penting.

Lebih lanjut, defisit pendanaan internal tidak memiliki respon satu-satu terhadap perubahan tingkat hutang jangka panjang, mengindikasikan bahwa defisit pendanaan internal tidak selalu didanai dari hutang. Saham masih sangat mungkin diterbitkan, bahkan ketika perusahaan masih memiliki kapasitas untuk menerbitkan hutang.

Penelitian kali ini merupakan penelitian replikasi daripada penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan di Indonesia. Penelitian ini juga akan mencoba menguji konsistensi teori Pecking Order Hypothesis, dalam hal ini difokuskan pada perusahaan makanan dan minuman dengan menggunakan proksi asset tangibility, peluang pertumbuhan, profitabilitas, financing deficit terhadap struktur modal pada emiten makanan dan minuman yang go public di BEJ tahun 2005-2009.

METODE PENELITIAN

Data dan sampel

Penelitian ini dilakukan dengan mengambil populasi seluruh laporan keuangan perusahaan manufaktur makanan dan minuman *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada kurun waktu 2005-2009 dimana penentuan anggota sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*.. Kriteria sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Perusahaan yang termasuk dalam industri makanan dan minuman selama periode 2005-2009 yang mempunyai laporan keuangan lengkap dan sudah diaudit.
- Perusahaan tidak melakukan akuisisi atau merger atas perusahaan-perusahaan yang diambil sampelnya selama periode pengamatan.
- Perusahaan yang bertempat kedudukan di Jakarta yang sesuai dengan Akte Pendirian perusahaan masing-masing.

Dari populasi kelompok industri makanan dan minuman selama periode pengamatan diperoleh sebanyak 18 perusahaan, dimana 5 perusahaan melakukan akuisisi atau merger dan 6 perusahaan bertempat kedudukan tidak di Jakarta, dengan demikian sampel yang diambil penelitian ini sebanyak 7 perusahaan yang terdiri dari Aqua, Ades, Davomas, Delta Jakarta, Mayora, Multi Bintang, dan Indofood Sukses Makmur. Sumber data yang digunakan penelitian ini diambil dari ICMD 2003, 2006 dan 2009.

Definisi Operasional Variabel

Penelitian melibatkan 6 variabel yang terdiri atas 1 variabel terikat dan 5 variabel bebas. Variabel bebas tersebut adalah : struktur aktiva (*tangibility of assets*) (Tangibility) , profitabilitas (*profitability*) (Profit), ukuran perusahaan (*firm size*) (Firmsiz), peluang pertumbuhan (*growth opportunities*) (Growth), financing deficit (Findef). Sedangkan variabel terikatnya adalah struktur modal sebagai proksi DTA

- **Struktur Modal**

Dalam penelitian ini yang menjadi variabel dependen adalah rasio hutang jangka panjang terhadap total assets.

$$DTA_{it} = \text{Total Hutang Jangka Panjang}_{it} / \text{Total Assets}_{it}$$

Variabel independen (X) dalam penelitian ini terdiri dari enam variabel yaitu sebagai berikut dibawah ini.

- **Struktur Aktiva (*tangibility of assets*)**

Tangible asset pada penelitian ini berdasarkan penelitian Rajan dan Zingales (1995) diukur dari rasio antara perubahan aset tetap dibagi dengan nilai buku aset perusahaan *i* pada akhir tahun *t* sebagai proksi *asset tangibility*. Secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Tangibility}_{it} = (\text{FA}_{it} - \text{FA}_{it-1}) / \text{TA}_{it}$$

- **Profitabilitas**

Profitabilitas perusahaan dalam penelitian ini dapat diukur dengan menggunakan laba operasi dibagi dengan nilai buku aset perusahaan *i* pada

akhir tahun t sebagai proksi profitabilitas. Secara sistematis dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Profit}_{it} = \text{OP}_{it} / \text{TA}_{it}$$

- **Ukuran Perusahaan (*firm size*)**

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan mengacu pada penelitian Krishnan dan Myer (1996), dimana ukuran perusahaan diproxy dengan perubahan pada logaritma natural dari penjualan perusahaan i pada akhir tahun t sebagai proksi ukuran perusahaan. Secara sistematis dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Ukuran perusahaan : Firmsiz}_{it} = \text{Ln} (\text{Total Sales})_{it}$$

- **Peluang Pertumbuhan (Growth Opportunities)**

Nilai pasar aset (nilai buku aset ditambah perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas) dibagi dengan nilai buku aset perusahaan i pada akhir tahun t sebagai proksi peluang pertumbuhan. Secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Peluang Pertumbuhan : Growth}_{it} = \{ \text{BVT}_{it} + (\text{MVE}_{it} - \text{BVE}_{it}) \} / \text{TA}_{it}$$

- **Financing Deficit**

Financing deficit sebagaimana yang dinyatakan pada perspektif pendekatan teori ini, bahwa perubahan didalam tingkat hutang dimotivasi oleh kebutuhan untuk memenuhi untuk mencapai target debt tertentu. Satu cara untuk menguji teori ini dengan meneliti keputusan “financing” yang dibuat setelah perubahan jangka pendek didalam laba dan investasi. Financial deficit internal terhadap nilai buku assets. perusahaan i pada akhir tahun t Secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Findef}_{it} = \{ (\text{Fixed Assets}_{it} - \text{Fixed Assets}_{t-1}) + \text{Working Capital}_{it} - \text{Working Capital}_{t-1} + \text{Long-term Debt}_{it} - \text{Long-term Debt}_{t-1} - (\text{EAT} + \text{Depreciation}) \} / \text{TA}_{it}$$

3.3 Metode Pengujian Hipotesis

Model dalam penelitian ini menggunakan model pengujian yang digunakan Frank dan Goyal (2003), dan Rajan dan Zingales (1995) dan menambahkan variabel financial deficit pendanaan internal pada model Shyam-Sunder dan Myers (1999) dan tingkat hutang jangka panjang pada periode yang lalu guna untuk menguji Pecking Order Hypothesis.

$$DTA_{it} = \alpha + \beta_{Tangibility} Tangibility_{it} + \beta_{Growth} Growth_{it} + \beta_{Firmsiz} Firmsize_{it} + \beta_{Profit} Profit_{it} + \beta_{Findef} Findef_{it}$$

Dimana :

i = 1,2,3...N perusahaan dan $t = 1,2,3...T$ periode

DTA_{it} = Rasio total hutang jangka panjang dibagi dengan nilai buku asset perusahaan i pada akhir tahun t

$Tangibility_{it}$ = perubahan fixed assets dibagi dengan nilai buku assets perusahaan i pada akhir tahun sebagai proksi asset tangibility

$Growth_{it}$ = perubahan nilai pasar assets (nilai buku assets ditambah perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas) dibagi dengan nilai buku assets perusahaan i pada akhir tahun t sebagai proksi peluang pertumbuhan

$Firmsize_{it}$ = logaritma natural dari penjualan perusahaan i pada akhir tahun t

$Profit_{it}$ = Rasio laba operasi dibagi dengan nilai buku assets perusahaan i pada akhir tahun t sebagai proksi profitabilitas

$Findef_{it}$ = rasio financial deficit internal terhadap nilai buku assets. perusahaan i pada akhir tahun t

$$Findef_{it} = \{ (Fixed\ Assets_t - Fixed\ Assets_{t-1}) + Working\ Capital_t - Working\ Capital_{t-1} + Long-term\ Debt_t - Long-term\ Debt_{t-1} - (EAT + Depreciation) \} / TA_{it}$$

Untuk menguji pengaruh variabel bebas secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel terikat, digunakan uji F yang didapat dari rumus :

$$F = \frac{R^2 / k}{1 - R^2 / (n - k - 1)} \quad (\text{Gujarati, 2003 : 939})$$

Ket :

R^2 = koefisien determinasi

N = ukuran sampel

K = Banyaknya variabel bebas

Untuk uji F, kriteria uji yang dipakai adalah :

- H_0 diterima bila $F \leq F_\alpha$
- H_0 ditolak bila $F > F_\alpha$

F_α ditentukan oleh degree of freedom pembilang dan penyebut yaitu $V_1 = k$ dan $V_2 = n - k - 1$. Bila H_0 diterima, maka diartikan sebagai tidak signifikannya suatu pengaruh dari variabel-variabel independen secara bersama-sama atas suatu variabel dependen dan penolakan H_0 menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel independen secara bersama-sama terhadap suatu variabel independen.

Pengujian Asumsi Klasik

Dalam penggunaan model regresi berganda, uji hipotesis harus menghindari adanya kemungkinan terjadinya penyimpangan asumsi-asumsi klasik. Dalam penelitian ini, asumsi klasik yang dianggap paling penting adalah (Gujarati, 1995): (a) memiliki distribusi normal, (b) tidak terjadi Multikolinieritas antar variabel independen, (c) tidak terjadi Heteroskedastisitas atau varian variabel pengganggu yang konstan (Homoskedastisitas), (d) tidak terjadi Autokorelasi antar residual setiap variabel independen.

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah regresi, variabel dependen, variabel independen atau kedua-duanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Santoso, 2000). Pada Uji Normalitas Data ini menggunakan metode *One Sample Kolmogorov Smirnov Test*. Pemilihan metode ini didasarkan bahwa *One Sample Kolmogorov Smirnov Test* merupakan metode yang umum

digunakan untuk menguji normalitas data (Hair, et al, 2009). Tujuan pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah sampel yang digunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal atau tidak. Untuk mengetahuinya hasilnya, dengan analisa:

- 1) Jika nilai probabilitas $>$ taraf signifikansi yang ditetapkan ($\alpha=0,05$), maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- 2) Jika nilai probabilitas $<$ taraf signifikansi yang ditetapkan ($\alpha=0,05$), maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Menurut Ghozali (2006), jika data tidak berdistribusi normal maka dapat ditransformasi agar menjadi normal dengan mengetahui bentuk grafik histogramnya yang akan menentukan bentuk transformasinya. Selanjutnya hasil transformasi diujikan kembali kenormalannya hingga memenuhi kenormalannya dengan menggunakan data yang sudah dilakukan transformasi sesuai dengan 2 ketentuan diatas.

2. Uji Multikolinieritas

Adanya Multikolinieritas dalam model persamaan regresi yang digunakan akan mengakibatkan ketidakpastian estimasi, sehingga mengarah pada kesimpulan yang menerima hipotesis nol. Hal ini menyebabkan koefisien regresi menjadi tidak signifikan (Gujarati, 1995). Salah satu metode untuk menguji ada tidaknya Multikolinieritas pada penelitian ini adalah dengan melihat (Santoso, 2001):

1. Besaran VIF (*Variance Inflation Factor*) dan *Tolerance*. Pedoman suatu model regresi yang bebas multiko adalah: a) mempunyai nilai VIF di sekitar angka 1, b) mempunyai angka *TOLERANCE* mendekati 1. Catatan: $Tolerance = 1 / VIF$ atau $VIF = 1 / Tolerance$
2. Besaran korelasi antar variabel independen. Pedoman suatu model regresi yang bebas multiko adalah koefisien korelasi antar variabel independen haruslah lemah (di bawah 0,5). Jika korelasi kuat, maka terjadi problem multiko.

3. Uji Heteroskedastisitas

Homoskedastisitas (varian sama) merupakan fenomena dimana pada nilai variabel independen tertentu masing-masing kesalahan (e_i) mempunyai nilai varian

yang sama sebesar σ^2 . Jika model yang diperoleh ternyata tidak memenuhi asumsi atau fenomena tersebut maka dalam model tersebut terjadi heteroskedastisitas. Heteroskedastisitas ini mengakibatkan nilai-nilai estimator (koefisien regresi) dari model tersebut tidak efisien meskipun estimator tersebut tidak bias dan konsisten. Pengujian terhadap adanya fenomena heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan Spearman's Rank *Corelation Test*. Pengujian adanya fenomena heteroskedastisitas ini akan didasarkan pada hipotesis berikut ini :

$H_o : r_s = 0$ tidak terjadi heteroskedastisitas

$H_a : r_s > 0$ terjadi heteroskedastisitas

Kriteria pengujian : jika $r_s < r_{tabel}$ maka H_o diterima dan H_a ditolak, yang berarti tidak terjadi fenomena heteroskedastisitas. Besarnya nilai r_s dihitung dengan menggunakan formula (Gujarati, 1995 ; 372) :

Keterangan simbol :

r_s : koefisien korelasi Spearman

d_i : selisih rangking

n : ukuran sample

4. Uji Autokorelasi

Pada penelitian ini, gejala autokorelasi dideteksi penulis dengan menggunakan Uji Durbin-Watson lewat SPSS. Pengambilan keputusan ada tidaknya Autokorelasi ditentukan berdasarkan kriteria berikut (Imam Ghazali, 2001):

1. Bila nilai DW terletak antara batas atas atau upper bound (du) dan ($4-du$), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.
2. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau lower bound (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol, berarti ada autokorelasi positif.
3. Bila nilai DW lebih besar daripada ($4-dl$), maka koefisien autokorelasi lebih kecil daripada nol, berarti ada autokorelasi negatif.
4. Bila nilai DW terletak di antara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak antara ($4-du$) dan ($4-dl$), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik

Sebagaimana yang telah diuraikan dalam bagian sebelumnya, bahwa penelitian melibatkan satu variabel dependen yaitu struktur modal (capital structure) sebagai proksi dari DTA dan lima variabel independen yaitu struktur aktiva (asset tangibility) sebagai proksi tangibility, peluang pertumbuhan (growth opportunity) sebagai proksi growth, profitabilitas (profitability) sebagai proksi profit, ukuran perusahaan (firm size) sebagai proksi firm size, dan financing deficit sebagai proksi findef.

Populasi dalam penelitian ini adalah laporan keuangan dari semua perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebelum 1 Januari 2005 dan tetap terdaftar sampai 31 Desember 2009. Penentuan sampel dari penelitian ini menggunakan *metode purposive sampling*. Atas dasar kriteria-kriteria yang telah ditetapkan pada bab sebelumnya, maka diperoleh jumlah sampel dari penelitian selama periode 2005 sampai 2009 adalah sebanyak 7 perusahaan manufaktur jenis makanan dan minuman. Dapat dilihat pada *lampiran 1*.

Secara rinci nilai rata-rata, maksimum, minimum dan standar deviasi untuk tiap-tiap variabel disajikan setiap tahunnya sebagaimana digambarkan pada tabel 1.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

2005	DTA	Tangibility	Growth	Profit	Firm size	Findef
Mean	0.51	0.49	0.004	0.04	13.90	0.05
Minimum	0.24	0.24	-0.32	-0.55	12.26	-0.30
Maximum	0.79	0.70	0.19	0.22	16.51	0.66
Std Dev	0.17	0.16	0.14	0.26	1.34	0.30
2006	DTA	Tangibility	Growth	Profit	Firm size	Findef
Mean	0.83	0.49	0.48	0.006	14.03	0.32
Minimum	0.24	0.21	-0.06	-0.55	12.36	-0.54
Maximum	2.08	0.77	0.77	0.22	16.60	1.23
Std Dev	0.68	0.19	0.23	0.35	1.37	0.76
2007	DTA	Tangibility	Growth	Profit	Firm size	Findef
Mean	0.63	0.47	0.46	-0.15	14.27	2.48
Minimum	0.22	0.22	-0.03	-1.56	11.79	0.56

Maximum	2.20	0.80	0.14	0.66	17.14	5.86
Std Dev	0.49	0.21	0.05	0.68	1.68	1.84
2008	DTA	Tangibility	Growth	Profit	Firmsize	Findef
Mean	0.72	0.41	0.40	0.19	14.38	0.10
Minimum	0.25	0.18	-0.03	0.03	12.13	-0.23
Maximum	1.93	0.67	0.10	0.52	17.49	0.49
Std Dev	0.55	0.18	0.05	0.17	1.69	0.25
2009	DTA	Tangibility	Growth	Profit	Firmsize	Findef
Mean	0.34	0.43	0.05	0.11	11.53	-0.26
Minimum	0.01	0.19	-0.03	-0.23	12.13	-1.23
Maximum	0.63	0.74	0.14	0.52	17.51	0.37
Std Dev	0.25	0.19	0.06	0.22	5.67	0.50

Keterangan :

DTA	:	Rasio Hutang Jangka Panjang terhadap Total Assets
Tangibility	:	Struktur Aktiva (Asset Tangibility)
Growth	:	Peluang Pertumbuhan (Growth Opportunity)
Firmsize	:	Ukuran Perusahaan (Firm size)
Profit	:	Profitabilitas
Findef	:	Financing Deficit

Berdasarkan table 1 dapat diketahui bahwa mean struktur modal tertinggi pada tahun 2006, mean struktur aktiva (tangibility) tertinggi pada tahun 2006 dan 2005, mean peluang pertumbuhan tertinggi pada tahun 2006, mean ukuran perusahaan tertinggi pada tahun 2008, mean profit tertinggi pada tahun 2008, mean financing deficit tertinggi pada tahun 2009. Untuk nilai maximum, minimum dan standar deviasi dapat dilihat pada tabel 1

Hasil Uji Asumsi Klasik.

1. Uji Normalitas – Kolmogorov Smirnov

Untuk menentukan data dengan uji sampel Kolmogorov Smirnov, nilai signifikansi harus diatas 0,05 atau 5% (Uyanto, 2006) Pengujian terhadap normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov menunjukkan semua variabel yaitu: capstruc sebagai proksi struktur modal, tangibility sebagai proksi struktur aktiva, growth sebagai proksi peluang pertumbuhan, firmsiz sebagai proksi ukuran perusahaan, profit sebagai proksi profitabilitas, findef sebagai proksi financing deficit

yang mempunyai nilai signifikansi masing-masing sebesar 0,06; 0,62; 0,07; 0,71; 0,99 dan 0,30, menunjukkan tingkat signifikansi diatas 0,05, hal ini berarti data yang ada terdistribusi normal. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini:

Tabel 2 Uji Normalitas – Kolmogorov-Smirnov

	Statistic	Df	Significance
DTA	1,31	35	0,06
Tangibility	0,75	35	0,62
Firmsiz	0,70	35	0,70
Growth	1,31	35	0,07
Profit	0,44	35	0,99
Findef	0,97	35	0,30

2. Uji Multikolinieritas.

Sampel Tabel 5 menunjukkan bahwa keenam variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai VIF < 5,00. Dengan demikian keenam variabel independen capstruc sebagai proksi struktur aktiva , growth proksi peluang pertumbuhan, firmsiz sebagai proksi ukuran perusahaan, profit sebagai proksi profitabilitas, findef sebagai proksi financing deficit dapat digunakan untuk memprediksi struktur modal selama periode pengamatan.

3. Uji Heteroskedastisitas.

Uji *Glejser test* digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari e_i terhadap variabel X (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan δ_i^2 dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana:

$[e_i]$ merupakan penyimpangan residual; dan X_i merupakan variabel bebas.

Hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam Tabel 4.3 yang dihasilkan dari hasil regresi sebagai berikut:

Tabel 4.3

	Capstruc	Tangibility	Growth	Firmsize	Profit	Findef
Signifikan	0,96	0,14	0,11	0,81	0,14	0,15

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam Tabel 3 tersebut nampak bahwa semua variabel bebas menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan. Hal ini mengindikasikan bahwa keenam variabel independen (Tangibility, Growth, Firmsize, Profit, dan Findef) benar-benar mempengaruhi proksi struktur modal dan tidak berpengaruh terhadap variabel residualnya, sehingga penelitian ini dianggap homoskedastisitas.

4. Hasil Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hal tersebut untuk menguji apakah model linier mempunyai korelasi antara *disturbance error* pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Hasil regresi dengan *level of significance* 0.05 ($\alpha = 0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 6$) dan banyaknya data ($n = 35$). Adapun hasil dari uji autokorelasi dapat dilihat pada Tabel 4.4 berikut.

Tabel 4 Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,79	0,62	0,55	0,07	2,078

Berdasarkan tabel 4.4 diatas, maka diperoleh angka D-W= 2,078 dan dengan $k = 5$ dan $n = 35$ serta $\alpha = 0,05$, sehingga D-W lebih besar dari $du = 1,803$ dan kurang dari $(4 - du)$. Maka dapat diambil kesimpulan bahwa tidak terjadi autokorelasi baik positif maupun negatif dalam data yang digunakan didalam penelitian ini.

Pembahasan Hasil Penelitian.

Analisis Regresi Berganda.

1. Uji Hipotesis F

Pengujian hipotesis uji F digunakan untuk melihat apakah secara keseluruhan variabel bebas mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap variabel terikat. Berikut ini adalah hasil dari uji regresi secara simultan.

Tabel 5. Hasil Uji F & Regresi

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	VIF
1	Regression	0,221	5	0,044	8,542	0,000	
	Residual	0,134	30	0,005			
	Total	0,355	35				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
Model		B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	0,80	0,18		4,51	0,00	
	Tangibility	0,45	0,09	0,73	4,79	0,00	1.62
	Growth	-0,23	0,23	-0,15	-0,98	0,34	1.60
	Firmsiz	0,007	0,09	0,10	0,77	0,45	1.25
	Profit	-0,35	0,13	-0,37	-2,80	0,009	1.19
	Findef	0,06	0,03	0,03	2,35	0,03	1.24

a Predictors: (Constant), Tangibility, Growth, Firmsiz, Profit, Findef

b Dependent Variable: Capstruc

Hasil pengujian memberikan hasil nilai F sebesar 8,542 dengan signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama keenam variabel independen (Tangibility proksi struktur aktiva; Growth sebagai proksi peluang pertumbuhan; Firmsize sebagai proksi ukuran perusahaan; Profit sebagai proksi profitabilitas; Findef sebagai proksi financing deficit) tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap Capstruc sebagai proksi struktur modal.

Lebih jauh lagi, Tangibility sebagai proksi “struktur aktiva” (*Asset tangibility*) merupakan variabel yang sangat menentukan besar kecilnya masalah ini. Aset tidak berwujud yang semakin besar akan menyebabkan penilaiannya menjadi semakin sulit disebabkan karena aset tersebut sangat dipengaruhi oleh peluang investasi perusahaan di masa depan, yang besarnya sulit diestimasi oleh investor.

Sifat dari aset ini akan menyebabkan permasalahan asimetri informasi yang semakin besar antara manajer perusahaan dengan investor, sehingga teori ini memprediksi hubungan yang berkebalikan antara *asset tangibility* dengan tingkat hutang jangka panjang ($\beta_T < 0$). Dilihat tabel 4.5 bahwa koefisien β_T menunjukkan positif terhadap proksi struktur modal, dengan demikian **kondisi ini tidak mendukung prediksi Pecking Order Hypothesis**.

Growth sebagai proksi peluang pertumbuhan merupakan rasio antara nilai pasar dengan nilai buku saham perusahaan. Peluang pertumbuhan yang tinggi ditunjukkan dengan tingginya harga pasar saham perusahaan. Peluang pertumbuhan yang tinggi akan menyebabkan perusahaan mengurangi tingkat hutangnya saat ini untuk menjaga kapasitas pendanaan eksternalnya ketika peluang tersebut direalisasikan oleh perusahaan. Koefisien growth pada tabel 4.5 di atas menunjukkan koefisien yang negatif artinya peluang pertumbuhan tidak mempengaruhi struktur modal. Dengan demikian kondisi ini **sesuai dengan Pecking Order Hypothesis** yang menyatakan bahwa perusahaan akan menerbitkan hutang ketika terjadi kebutuhan pendanaan eksternal, dimana teori ini memprediksi hubungan berkebalikan antara peluang pertumbuhan dengan tingkat hutang jangka panjangnya ($\beta_{MTB} < 0$).

Firm size sebagai proksi ukuran perusahaan merupakan logaritma natural dari penjualan. Perusahaan yang memiliki ukuran yang semakin besar biasanya lebih terdiversifikasi, memiliki reputasi yang lebih baik pada pasar hutang, dan menghadapi kendala informasi yang lebih rendah saat melakukan pinjaman. Tabel 4.5 memperlihatkan koefisien β_{LS} menunjukkan koefisien yang positif terhadap perubahan hutang jangka panjang, dengan demikian, semakin besar ukuran perusahaan diprediksi memiliki tingkat hutang yang lebih kecil. **Kondisi ini jelas mendukung Pecking Order Hypothesis**.

Perusahaan dengan tingkat keuntungan yang lebih besar memiliki sumber pendanaan internal yang lebih besar dan memiliki kebutuhan untuk melakukan pembiayaan investasi melalui pendanaan eksternal yang lebih kecil. Tabel 4.5 menunjukkan koefisien dari β_P memperlihatkan koefisien yang negatif. Oleh karena itu, **kondisi ini mendukung Pecking Order Hypothesis** yang memprediksi hubungan yang berkebalikan antara profitabilitas dengan tingkat hutang jangka panjang ($\beta_P < 0$). Sebaliknya, kondisi ini mendukung Trade Off Hypothesis yang memprediksi bahwa semakin tinggi tingkat keuntungan perusahaan menyebabkan

perusahaan meningkatkan jumlah hutangnya untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pengurangan pajak.

Shyam-Sunder dan Myers (1999) menggunakan defisit pendanaan internal sebagai variabel bebas untuk menguji Pecking Order Hypothesis. Perusahaan yang memiliki defisit pendanaan internal akan melakukan pinjaman dari hutang. Sebaliknya, ketika terjadi surplus, pendanaan internal digunakan untuk membayar hutang untuk menjaga kapasitas hutang perusahaan. Kondisi yang diperlihatkan oleh tabel 4.5 diatas bahwa koefisien proksi financing deficit, β_{FD} menunjukkan koefisien yang positif, dengan demikian, **tidak mendukung Pecking Order Hypothesis** yang memprediksi defisit pendanaan internal memiliki hubungan searah dengan struktur modal.

KESIMPULAN DAN SARAN

KESIMPULAN.

Hasil uji secara simultan (Uji F) atas variabel-variabel independen (struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, financing deficit ternyata menunjukkan pengaruh yang signifikan ($p < 0,05$) terhadap variabel struktur modal sebagai dependen yang diperlihatkan dengan 0,0000, dimana hanya variabel tangibility, profitability dan financing deficit yang berpengaruh secara signifikan terhadap variabel capital structure.

Lebih jauh lagi, koefisien asset tangibility menunjukkan tanda positif ($\beta_T \geq 0$) yang **mendukung prediksi Pecking Order Theory**. Proksi peluang pertumbuhan (Growth) juga memperlihatkan koefisien positif ($\beta_{MTB} \geq 0$) yang juga **tidak mendukung prediksi Pecking Order Theory**. Proksi ukuran perusahaan (firmsiz) mempunyai koefisien negatif ($\beta_{LS} \leq 0$) yang berarti **tidak mendukung prediksi Pecking Order Theory**. Proksi profitabilitas (profit) menunjukkan koefisien negatif dan ini berarti **mendukung prediksi Pecking Order Theory**. Proksi financing deficit memperlihatkan koefisien yang positif ($\beta_{FD} \geq 0$) dan ini **sesuai dengan prediksi Pecking Order Theory**.

SARAN

Bukti empiris dari industri perusahaan-perusahaan makanan dan minuman walaupun telah dilakukan pengujian untuk menghilangkan efek financial distress masih memiliki asimetri informasi. Dengan demikian perlu ditentukan jumlah sampel yang lebih mewakili sehingga diperoleh hasil penelitian yang lebih membuktikan seluruh kondisi sampel.

DAFTAR PUSTAKA

- Adrianto, "Pengujian Teori Pecking Order pada perusahaan-perusahaan non-keuangan LQ45 (2001-2005)", didownload dari <http://ssrn.com/abstract=1310471>, 29 September 2010
- Bayless, Mark E. and J. David Diltz, 1994, "Securities Offerings and Capital Structure Theory", *Journal of Business Finance & Accounting*, 21 (1), January.
- Brigham & Houston, Managemen Keuangan Buku II (2001), Terjemahan, Jakarta, Erlangga
- Carleton, W.T., and I.H. Silberman, 1977, "Joint Determination on Rate of Return and Capital Structure: An Econometric Analysis", *Journal of Finance*, 32, (3) June, pp. 811-821.
- Chang, R.P, and S.G.Rhee, 1990, "The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions". *Financial Management, Modigliani- Miller*, p.21-31.
- Cherry R.T. and Spradley L.W., 1989, "Further Tests of Industry Influence On Capital Structure": **Critical Moment**", *Journal of Financial Economics*, p.417- 425
- DeAngelo, H. & RW Masulis Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation (1980), *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, hal 3-29
- Durand , D.,1989, "Afterthoughts on a Controversy with MODIGLIANIMILLER, Plus New Thoughts on Growth and the Cost Of Capital", *Financial Management*, Summer.
- Fama, Eugene F & Kenneth R, The Review of Financial Studies (2002), Vol.15 pp. 1-33

- Ferri, Micheal G. & Jones, Wesley H. . *Determinants of Financial Structure: a New Methodological Approach (1979)*, *The Journal of Finance*, 34(3), pp.631-644
- Frank M., & Goyal, V., 2003, *Testing the pecking order theory of capital structure*, *Journal of Financial economics* 67, 217-248
- Ghozali, Imam, 2006, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gujarati, Damodar N. (1995). *Basic Econometrics*. Singapore: Mc Graw Hill, Inc.
- Hair, et al, 2010, *Multivariate Data Analysis*, 7th Edition, Pearson Education Inc., Upper saddle River, New Jersey 07458
- Hermeindito Kaaro, 2003, *Prediksi Struktur Modal Berbasis Pecking Order Theory Pada Kondisi Normal dan Ekonomi Krisis*, *Kajian Bisnis STIE Widya Wiwaha Yogyakarta*, No. 28 Januari-Aprilp.51-67.
- Imam Ghozali , 2002, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi II
- Modigliani, F & M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment (1958)*, *American Economic Review*, Vol.48. hal. 281-297
- Mutamimah, 2003, *Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial yang Go Public di Pasar Modal Indonesia*, *Jurnal Bisnis Strategi*, Vol.11 Juli, Th VIII, p.71-82.
- Myers, *Capital Structure Puzzle (1984)*, *Journal of Finance*, Vol.39 hal. 575-592
- Myers, SC & N.S Majluf, *Corporate Financing and Investment Decision, When Firms Have Information that Investors Do Not Have,(1984)*, *Journal of Financial Economics.*, Vol.13, hal 198 - 221
- Ozkan, *Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long-run Target: Evidence from UK Company, Panel Data, (2001)*, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.28 (1) & (2), hal. 175-98
- Rajan, R.G & L, Zingales, *What Do We Know About Capital Structure ? Some Evidence from International Data, (1995)* , *Journal of Finance*, Vol. 50 No.5, hal. 1421-1460
- Saidi. 2004. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*. Vol. 11. STIE Stikubank Semarang

- Sekar Mayangsari, 2001, "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypothesis", Media Riset Akuntansi , Auditing dan Informasi, Vol. 1, No. 3 Desember.
- Singgih Santoso, 2002, Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik, Elex Media Komputindo.
- Susetyo, Arief, Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan Manufaktur yang go public di BEJ periode 2000-2003, Skripsi, UII Yogyakarta, 2006
- Syukriy Abdullah, 2001, "Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Kebijakan Dividen", Jurnal Manajemen & Bisnis, Vol.3, No.2, Mei, p.159- 176.
- Titman S & R, Wessels, The Determinants of Capital Structure Choice,(1998), Journal of Finance, Vol. 43 No.1 hal. 1-19.
- Thies, C. F. and Klock, M. S.. Determinants of Capital Structure, Review Of Financial Economics (1992), 1(2), 40-53.
- Uyanto, Pedoman SPSS, 2006, Penerbit Graha Ilmu.
- Wald, John K, , How Firm Characteristics Affect Capital Structure : An International Comparative (1999), Journal of Financial Research, Vol. 22 No. 2 pp.161-187
- Yuniningsih, 2002, "Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta", Jurnal Bisnis dan Ekonomi, Vol 9, No.2 September, p. 164- 182.