

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Setelah diadakan uji analisis regresi linier berganda terhadap faktor-faktor struktur modal yang mempengaruhi *pecking order theory* dan *tradeoff theory* pada perusahaan makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode tahun 1999-2002, maka dapat diambil kesimpulan:

1. Hipotesis penelitian terbukti karena berdasarkan hasil pengujian regresi linier berganda membuktikan adanya pengaruh yang signifikan *pecking order theory* dan *tradeoff theory* terhadap struktur modal sebesar 0,261 (*adjusted R²*) atau sebesar 26,1 %.
2. Bahwa variabel-variabel independen yang terdiri dari *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage*, investasi dan *tradeoff theory*, ternyata variabel *Financial Leverage* merupakan variabel *pecking order theory* yang signifikan mempengaruhi struktur modal, karena *Financial Leverage* signifikan sebesar 0.007 terhadap struktur modal.
3. Tidak terjadi pelanggaran asumsi klasik yang membahayakan berarti model regresi tersebut memenuhi kriteria BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*)
4. Setelah dilakukan pengujian dengan menggunakan metode regresi bertahap (*stepwise method regression*), ternyata tetap variabel *Financial Leverage* yang signifikan. Ini berarti koefisien regresi dapat digunakan secara signifikan untuk menjelaskan perubahan struktur modal.

Implikasi Manajerial dari keseluruhan variabel independen yang signifikan hanya variabel *Financial Leverage*. Ini berarti pada penelitian ini yang obyek penelitian mengambil sampel perusahaan makanan dan minuman yang artinya setelah diteliti rupanya perusahaan makanan dan minuman yang *listing* di Bursa Efek Jakarta lebih cenderung menggunakan hutang sebagai sumber dana eksternal yang lebih disukai perusahaan tersebut. Dana eksternal yang lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya hutang jangka panjang yang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham, hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama dan manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar jelek oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen (pihak dalam) dengan pihak pemodal (pihak luar). (Husnan, 1998).

Sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh bapak Lukas Setia atmaja, bahwa perusahaan yang menggunakan hutang adalah perusahaan yang mempunyai *financial leverage*. Semakin besar *financial leveragenya*. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan oleh perusahaan, pemilik modal sendiri akan menanggung risiko yang makin besar.

5. Variabel yang tidak berpengaruh (*excluded Variable*) seperti *Dividend Payout Ratio*, Investasi dan *Tradeoff theory* yang berarti pada saat perusahaan memilih untuk membagikan deviden, maka konsep *pecking order* seharusnya ikut dipertimbangkan terutama jika penerbitan ekuitas (saham baru)

membutuhkan biaya yang tinggi, pembagian deviden sangat tidak dianjurkan terutama untuk perusahaan yang memiliki profitabilitas rendah, tetapi memiliki kesempatan investasi yang tinggi dan memiliki hutang yang tinggi, sehingga *dividend payout ratio* berkorelasi positif terhadap kesempatan investasi dan *leverage*. Alasan yang lain adalah Perilaku *pecking order* dapat disebabkan oleh kebijakan deviden perusahaan yang mempengaruhi penggunaan laba ditahan. Jumlah deviden masa lalu mempengaruhi pembayaran deviden saat ini melalui proses penyesuaian terhadap keuntungan yang diperoleh. Jika pembayaran deviden masa lalu besar, maka shareholder akan mengharapkan deviden yang lebih besar pada masa yang akan datang. Sehingga akan mendorong dilakukannya penerbitan hutang yang lebih besar yang mengarah pada rasio *leverage* yang lebih tinggi. Singkatnya, perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang tinggi akan memiliki *leverage* yang relatif lebih tinggi dibanding dengan yang memiliki rasio deviden rendah, sehingga *dividend payout ratio* berkorelasi positif terhadap kesempatan investasi dan *leverage*.

B. Keterbatasan dan Saran Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan karena masih bersifat replikasi. Keterbatasan tersebut antara lain: penelitian hanya dilakukan pada Industri Food and Beverages, sehingga sampel yang diambil hanya terbatas dan penelitian tidak dapat dilakukan pada industri lain karena adanya faktor krisis ekonomi di Indonesia yang dapat mempengaruhi hasil dari analisis dan periode

pengamatan yang relatif pendek 4 tahun, sehingga besar kemungkinan kondisi perusahaan yang sebenarnya tidak terwakili dalam penelitian ini dan sampel yang dipakai dalam penelitian ini hanya 7 perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, dikarenakan 7 perusahaan makanan dan minuman tersebut dianggap sudah dapat mencerminkan keadaan perusahaan makanan dan minuman di Indonesia dan penelitian ini juga dilakukan pada 1 sektor industri saja yaitu industri *food and beverage* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, sehingga hasil penelitian cenderung terbatas pada industri yang diteliti saja, sehingga kemungkinan kondisi Bursa Efek Jakarta yang sesungguhnya tidak terwakili dalam penelitian ini.

Untuk penelitian selanjutnya hendaknya digunakan sampel yang lebih banyak sehingga hasil penelitian akan lebih baik karena data yang dipakai lebih lengkap, selain itu penelitian hendaknya dilakukan di berbagai sektor industri, sehingga hasil penelitian dapat digeneralisasikan pada semua sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A. (1998), "Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firm in the UK", *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 : 1127-1155.
- Atmaja, Lukas S., 1999, *Manajemen Keuangan*, Edisi Revisi, ANDI OFFSET, Yogyakarta.
- Baskin, J. (1989), "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, Spring : 26-35.
- Bayless, M.E., dan J.D.Dlitz (1994), "Securities Offerings and Capital Structure Theory", *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(1), January : 77-91.
- Cooper, Donald R. dan C. Willian Emory, 1998, *Metode Penelitian Bisnis*, Jilid 2, Edisi Ke-5, Erlangga, Jakarta.
- Chang, R.P., dan S.G. Rhee (1990), "The Impact of the personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions", *Financial Management*, Summer: 21-31.
- Donaldson, G. (1961), "*Corporate Debt Capacity : A Study of Corporate Debt Policy and The Determination of Corporate Debt Capacity*", Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Easterbrook, F.H., (1984), "Two-Agency-Cost explanation of Dividends, *American Economics Review*", 74 (4) : 650-659.
- Fama, E.F., dan K.R. French (2000), "Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt", *The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 506*.
- Eugene F. Brigham and Louis C. Gapenski. (1996). *Intermediate financial management*, 5 th edition, New York: The Dryden Press.
- Gujarati, Damodar N., *Basic Econometrics* ,Third Edition, Mc Graw-Hill International Editions, Singapore, 1995.
- Goyal, V.K., Frank, Murray Z. 1998, Testing The Pecking Order Theory Of Capital Structure, *The Journal of Financial Economics*, Vol. XI, No.4, Pages 281-294.
- Harris, M., dan A. Raviv (1991), "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, March, 297 – 355.

- Husnan, S., 1998, *Manajemen Keuangan, Teori Dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Edisi Keempat, BPFE, Yogyakarta.
- Husnan, S., 1996, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Edisi 4*, Penerbit Liberty, Yogyakarta.
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti, Enny, 1994, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Cetakan ke-1, Edisi ke-1, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Jakarta Stock Exchange, *Indonesian Capital Market Directory 2003*, Jakarta, 2003.
- Marsh, P. (1982), "The Choice Between Equity and Debt : An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 37 : 121 – 144.
- Migunda, D. (2001), "Internal Cash Flow, Insider Ownership and Capital Expenditures : A Test of The Pecking Order and Managerial Hypotheses in A Non-Crisis and Crisis Situation", Tesis Program Pasca Sarjana (Magister Sains), Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, Tidak Dipublikasikan.
- Myers, S.C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39:575-592.
- Myers, S.C. and N.S. Majluf (1984), "Corporate Financing and investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have" *Journal of Financial Economics*, 13 : 187-221.
- Neter, J., Wasserman, W. and Kutner, M., *Applied Linear Regression Models*, Irwin, Homewood; Illinois, 1983.
- Pangeran, P. (2000), "Pemilihan antara Penawaran Sekuritas Ekuitas dan Hutang : Suatu Pengujian Empiris terhadap Pecking Order Theory dan Balance Theory, Tesis Program Pasca Sarjana (Magister Sains), Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, Tidak Dipublikasikan.
- Riyanto, Bambang, 1997, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi 4, BPFE, Yogyakarta.
- Shyam-Sunder, L. Myers, S.C. 1999, Testing the Static Trade-off Model against Pecking Order Model of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, V. 51, pp. 219-244.
- Soku Byoun, Jong C Rhim, 2003, Tests of the Pecking Order Theory and the Tradeoff Theory of optimal Capital Structure, *Journal of Financial Economics*
- Santoso, Singgih, 2000, *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*, edisi pertama, PT Elex Media Komputindo, Kelompok Gramedia, Jakarta.

- Sartono, A. (2001), "Long Term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of Listed Public Firms in Indonesia", *Gadjah Mada International Journal of Business*, 3 : 35-44.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, Jeffrey V. Bailey, 1999, *Investment*, sixth edition, Prentice-Hall International, Inc.
- Subiyakto, Haryono, 1995, *Statistika (inferen) untuk Bisnis*, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN, Yogyakarta.
- Sukmawati, S., 2000, *Optimal Devidend Payout*, Jurnal Bisnis dan Ekonomi Kinerja, Volume 4, No. 1, Th. 2000, ISSN: 0853-82627.
- Sumodiningrat, Gunawan, *Ekonometrika Pengantar*, Edisi Pertama, Cetakan Ketiga, BPFE, Yogyakarta, 1996.
- Supranto, J., 1989, *Statistik Teori dan Aplikasi*, Jilid 2, Edisi Ke-5, Erlangga, Jakarta.
- Umar, Husein, 2000, *Research Methods in Finance and Banking*, Jakarta Business Research Center, PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Van Horne, J., 1995, *Financial Management and policy*, Prentice Hall International.
- Weston, J. Thomas E. Copeland, 1992, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kedelapan (Edisi revisi), Jilid 2, Binarupa Aksara, Jakarta.

Lampiran I Hasil Output Uji Multikolinearitas

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X2, X12, ^a X13, X11	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	X11	.398	2.512
	X12	.845	1.183
	X13	.902	1.108
	X2	.416	2.403

a. Dependent Variable: Y

Coefficient Correlations^a

Model			X2	X12	X13	X11
1	Correlations	X2	1.000	-.187	.259	-.732
		X12	-.187	1.000	.052	.370
		X13	.259	.052	1.000	-.075
		X11	-.732	.370	-.075	1.000
	Covariances	X2	3.270E-16	.000	5.731E-10	-1.23E-11
		X12	.000	1.7E+09	262.742	14.301
		X13	5.731E-10	262.742	.015	-8.46E-06
		X11	-1.23E-11	14.301	-8.46E-06	8.597E-07

a. Dependent Variable: Y

Collinearity Diagnostics

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions				
				(Constant)	X11	X12	X13	X2
1	1	2.684	1.000	.02	.02	.03	.03	.01
	2	1.375	1.397	.00	.03	.02	.09	.16
	3	.585	2.142	.00	.02	.27	.49	.00
	4	.264	3.188	.10	.19	.16	.37	.49
	5	.091	5.416	.87	.74	.52	.02	.35

a. Dependent Variable: Y

Lampiran II Hasil Output Uji Heteroskedastisitas

Nonparametric Correlations

Correlations

			X11	X12	X13	X2	Y
Spearman's rho	X11	Correlation Coefficient	1.000	-.401*	.053	.283	-.085
		Sig. (2-tailed)	.	.035	.789	.144	.669
		N	28	28	28	28	28
	X12	Correlation Coefficient	-.401*	1.000	-.074	-.036	.370
		Sig. (2-tailed)	.035	.	.707	.855	.053
		N	28	28	28	28	28
	X13	Correlation Coefficient	.053	-.074	1.000	-.299	-.054
		Sig. (2-tailed)	.789	.707	.	.122	.784
		N	28	28	28	28	28
	X2	Correlation Coefficient	.283	-.036	-.299	1.000	-.244
		Sig. (2-tailed)	.144	.855	.122	.	.211
		N	28	28	28	28	28
	Y	Correlation Coefficient	-.085	.370	-.054	-.244	1.000
		Sig. (2-tailed)	.669	.053	.784	.211	.
		N	28	28	28	28	28

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Lampiran III Hasil Output Uji Autokorelasi

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X2, X12, ^a X13, X11	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.609 ^a	.370	.261	.124444164	1.980

a. Predictors: (Constant), X2, X12, X13, X11

b. Dependent Variable: Y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.210	4	.052	3.382	.026 ^a
	Residual	.356	23	.015		
	Total	.566	27			

a. Predictors: (Constant), X2, X12, X13, X11

b. Dependent Variable: Y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.010	.057		-.167	.868
	X11	.002	.001	.527	2.010	.056
	X12	144254.1	41656.359	.623	3.463	.002
	X13	.005	.122	.008	.044	.965
	X2	-3.32E-08	.000	-.471	-1.835	.079

a. Dependent Variable: Y

Lampiran IV Hasil Output regresi berganda

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X2, X12, ^a X13, X11	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.609 ^a	.370	.261	124444162	.370	3.382	4	23	.026

a. Predictors: (Constant), X2, X12, X13, X11

b. Dependent Variable: Y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.210	4	.052	3.382	.026 ^a
	Residual	.356	23	.015		
	Total	.566	27			

a. Predictors: (Constant), X2, X12, X13, X11

b. Dependent Variable: Y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.010	.057		-.167	.868
	x11	.002	.001	.527	2.010	.056
	x12	144254.1	41656.358	.623	3.463	.002
	x13	.005	.122	.008	.044	.965
	x2	.000	.000	-.471	-1.835	.079

a. Dependent Variable: y

Coefficient Correlations^a

Model			X2	X12	X13	X11
1	Correlations	X2	1.000	-.187	.259	-.732
		X12	-.187	1.000	.052	.370
		X13	.259	.052	1.000	-.075
		X11	-.732	.370	-.075	1.000
	Covariances	X2	3.270E-16	.000	5.731E-10	-1.23E-11
		X12	.000	1.7E+09	262.742	14.301
		X13	5.731E-10	262.742	.015	-8.46E-06
		X11	-1.23E-11	14.301	-8.46E-06	8.597E-07

a. Dependent Variable: Y

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.000495	.34353057	.14962639	.088091983	28
Residual	-.187763	.23014431	.00000000	.114856761	28
Std. Predicted Value	-1.704	2.201	.000	1.000	28
Std. Residual	-1.509	1.849	.000	.923	28

a. Dependent Variable: Y

Regression

Correlations

		Y	X11	X12	X13	X2
Pearson Correlation	Y	1.000	-.029	.498	.038	-.159
	X11	-.029	1.000	-.338	-.149	.731
	X12	.498	-.338	1.000	-.048	-.114
	X13	.038	-.149	-.048	1.000	-.293
	X2	-.159	.731	-.114	-.293	1.000
Sig. (1-tailed)	Y	.	.442	.003	.424	.210
	X11	.442	.	.039	.225	.000
	X12	.003	.039	.	.405	.282
	X13	.424	.225	.405	.	.065
	X2	.210	.000	.282	.065	.
N	Y	28	28	28	28	28
	X11	28	28	28	28	28
	X12	28	28	28	28	28
	X13	28	28	28	28	28
	X2	28	28	28	28	28

Lampiran 5 Hasil output uji regresi berganda secara bertahap (stepwise method regression)

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X12	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).

a. Dependent Variable: Y

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.498 ^a	.248	.219	.127896027

a. Predictors: (Constant), X12

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.140	1	.140	8.584	.007 ^a
	Residual	.425	26	.016		
	Total	.566	27			

a. Predictors: (Constant), X12

b. Dependent Variable: Y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.066	.037		1.772	.088
	X12	115339.1	39365.927	.498	2.930	.007

a. Dependent Variable: Y

Excluded Variables^b

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
						Tolerance
1	X11	.158 ^a	.869	.393	.171	.886
	X13	.062 ^a	.356	.725	.071	.998
	X2	-.103 ^a	-.597	.556	-.119	.987

a. Predictors in the Model: (Constant), X12

b. Dependent Variable: Y