

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN *CONSUMER GOODS* DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2013-2017
PENGUJIAN *PECKING ORDER THEORY***

Novia Utami

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya

novia.utami@atmajaya.ac.id

ABSTRACT

This research focuses on the pecking order theory by taking a sample of 100 consumer goods companies listed on the Indonesia Stock Exchange with the observation year 2013 to 2017. The purpose of this study is to see if there is consistency of research, as well as the previous studies to answer the research gap of extended pecking order theory model to see the effects of internal funding deficit and the debt ratio to the addition of forming internal funding deficit (dividends payment, additional working capital, investment and net cash flow) for additional debt ratio that can be used as a factor affecting changes in capital structure. The final results in this study support the hypothesis that the entire internal funding deficit has a positive effect on additional debt ratio. Dividend payments, additional working capital and investment have a positive effect while the net cash flow has a negative effect on the addition of the debt ratio. So the company can be said to support the pecking order theory.

Keywords: pecking order, capital structure, internal funding deficit, dividend payments, additional working capital, investment, net cash flow.

1. PENDAHULUAN

Setiap perusahaan memiliki perencanaan jangka panjang dan jangka pendek dalam menjalankan strategi bisnisnya. Perencanaan yang dilakukan oleh perusahaan tentunya sangat terkait dengan modal yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Struktur modal dianggap penting karena kebijakan pendanaan perusahaan sangat menentukan kegiatan operasional perusahaan itu sendiri. Perusahaan juga berusaha memajemen struktur modalnya agar dapat memberikan manfaat bagi perusahaan tersebut sehingga mendorong manajemen untuk mengelola struktur modal sehingga komposisi utang ataupun ekuitas dapat disesuaikan dengan tujuan dari manajemen dalam memilih komposisi tersebut.

Struktur modal merupakan suatu perimbangan yang didalamnya terdapat jumlah utang jangka pendek yang sifatnya permanen, utang jangka panjang, serta saham (saham preferen dan saham biasa) sedangkan struktur keuangan merupakan suatu perimbangan antara total utang dengan modal yang dimilikinya (Sartono, 2010: 225).

Banyak teori yang membahas mengenai struktur modal mulai dari pendekatan tradisional, Modigliani dan Miller, teori *trade-off*, teori *pecking order*, teori asimetris ataupun teori lainnya seperti teori keagenan. Dari banyak teori yang berkembang membuat

perusahaan memiliki pandangan yang berbeda-beda dalam membuat kebijakan penentuan struktur modal. Sebagian manajemen memiliki kebijakan untuk berutang dengan mendasarkan teori *pecking order* dimana kebijakan pendanaan dimulai dari internal terlebih dahulu jika perusahaan mengalami defisit pendanaan. Ada sebagian yang memiliki pandangan jika berutang pada tingkat yang optimal akan membuat nilai perusahaan meningkat sesuai pandangan teori Modigliani dan Miller dan sebagainya.

Penelitian ini memfokuskan pada pembahasan mengenai faktor yang mempengaruhi perubahan struktur modal pada industri *consumer goods* dengan mempersempit dan melihat dari teori *pecking order*. *Consumer goods* merupakan produk-produk yang akan selalu diperlukan oleh konsumen untuk memenuhi kebutuhan hidup, oleh karena itu industri ini memiliki peluang untuk terus tumbuh.

Penelitian mengenai pengujian teori *pecking order* dengan menggunakan variabel dependen *debt ratio* masih sedikit dilakukan di Indonesia. Penelitian yang dilakukan oleh Ruslim (2009) dan Fauziah (2010) menyatakan bahwa adanya pengaruh yang signifikan secara positif antara defisit pendanaan internal dengan perubahan *leverage* perusahaan di Indonesia. Penelitian lainnya dilakukan oleh Marseila (2010) dan Pratiwi (2011) yang menggunakan *deficit financial* sebagai variabel independen dan penerbitan hutang baru sebagai variabel dependen menyatakan bahwa variabel tersebut memiliki pengaruh positif dan signifikan.

Karakteristik manajemen perusahaan di Indonesia lebih cenderung untuk melakukan penggunaan dana internal terlebih dahulu dan jika ada defisit pendanaan internal yaitu akan menambah hutang untuk menutup defisit pendanaan. Penelitian ini lebih memfokuskan pada satu teori yaitu *pecking order* serta ingin membuktikan secara teori bahwa faktor yang mendasari perusahaan untuk menerbitkan utang adalah adanya defisit pendanaan internal.

Kesimpulan dari penelitian-penelitian yang dilakukan sebelumnya pada *pecking order extended* yang memberikan kesimpulan yang berbeda-beda membuat masih adanya *research gap* sehingga mendorong peneliti untuk lebih luas meneliti mengenai variabel-variabel independen tersebut yang dapat dijadikan sebagai faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan struktur modal perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan memfokuskan pada variabel dependen berupa perubahan struktur modal yaitu penambahan *debt ratio*. Faktor-faktor tersebut yaitu pembayaran dividen, penambahan modal kerja, investasi, dan aliran kas bersih diduga mempengaruhi terhadap perubahan struktur modal karena faktor-faktor tersebut menyebabkan adanya penggunaan dana internal yang akhirnya membuat terjadinya defisit pendanaan internal.

Pembayaran dividen yang semakin besar akan memperkecil *internal financing* sehingga akan mempercepat penerbitan utang, karena itu pembayaran dividen akan berpengaruh positif terhadap penambahan utang. Penambahan modal yang semakin besar juga akan menyebabkan *internal financing* menjadi lebih kecil sehingga akan mempercepat penerbitan utang, karena itu penambahan modal kerja akan berpengaruh positif terhadap penambahan utang. Investasi yang semakin besar juga akan memperkecil *internal financing* sehingga membuat perusahaan untuk mempercepat penerbitan utang, karena itu investasi akan berpengaruh positif terhadap penambahan utang. Terakhir yaitu mengenai aliran kas bersih yang semakin besar akan memperbesar *internal financing* sehingga tidak akan mempercepat penerbitan utang, karena itu aliran kas bersih berpengaruh negatif terhadap penambahan utang.

Pendugaan tersebut juga sesuai dengan teori *pecking order* dimana jika pendanaan internal mengalami defisit maka perusahaan akan berupaya memenuhinya dengan menggunakan urutan pemilihan pendanaan yang dimulai dari menambah utang sehingga hal inilah yang menjadikan adanya perubahan struktur modal atau penambahan rasio utang.

2. TINJAUAN LITERATUR

Struktur Modal

Struktur modal merupakan suatu perimbangan yang didalamnya terdapat jumlah utang jangka pendek yang sifatnya permanen, utang jangka panjang, serta saham (saham preferen dan saham biasa), sedangkan struktur keuangan merupakan suatu perimbangan antara total utang dengan modal yang dimilikinya (Sartono, 2010: 225). Struktur keuangan merupakan sumber keuangan dan bagaimana perusahaan membiayai aktiva yang dimilikinya yang dapat dilihat pada seluruh sisi kanan neraca dan terdiri dari utang jangka pendek, utang jangka panjang dan modal pemegang saham (Weston dan Copeland, 2010: 19). Weston dan Coopeland (2010) juga menjelaskan mengenai pengertian struktur modal yang merupakan komposisi dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Sehingga secara garis besar, struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. Weston dan Coopeland (2010) juga menggunakan istilah *leverage* atau konsep *leverage* yang merupakan rasio dari nilai buku seluruh utang atau *total debt* dibagi dengan seluruh total aktiva atau *total asset*.

Teori Modigliani dan Miller

Modigliani dan Miller memiliki pendapat bahwa struktur modal ternyata tidak memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan dan pada waktu tersebut asumsi mereka tidak memakai pajak dalam perhitungannya. Tahun 1960-an, mereka menambah faktor pajak dalam analisa perhitungannya dan pada akhirnya memberikan kesimpulan bahwa perusahaan yang memiliki utang akan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi jika dibanding dengan perusahaan yang tidak memiliki utang sama sekali. Kenaikan nilai perusahaan yang terjadi disebabkan karena adanya penghematan dari pajak atas penggunaan utang (Sartono, 2010: 230).

Teori Trade-Off

Tidak semua perusahaan dalam kenyataannya dapat dengan mudah menggunakan utang secara maksimal guna menaikkan nilai perusahaan dan ada pandangan yang sangat penting dimana semakin tinggi perusahaan yang memiliki utang maka semakin tinggi juga kemungkinan kebangkrutannya atau probabilitas kebangkrutannya (Hanafi, 2012: 309). Adanya beban bunga yang tetap atas utang membuat perusahaan harus membayar bunga tersebut sehingga akan mempengaruhi kegiatan operasionalnya.

Teori Pecking-Order

Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan akan secara berurutan memilih pendanaan atau penggunaan dana dengan skenario urutan *pecking order* yaitu perusahaan akan menggunakan dana internal terlebih dahulu. Dana internal adalah dana yang diperoleh dari laba yang dihasilkan oleh perusahaan. Perusahaan akan menggunakan dana eksternal jika dirasa masih kurang dengan urutan sebagai berikut: (1) akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman, (2) kemudian akan memulai dengan berutang, (3) atau dengan *hybrid* atau surat berharga campuran seperti obligasi kovertibel, dan (4) akan mengeluarkan saham jika dirasa dana yang digunakan masih kurang (Hanafi, 2012: 314).

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Perubahan Struktur Modal

Perusahaannya pada umumnya sangat dipengaruhi oleh beberapa faktor dalam penentuan struktur modal. Ada 12 faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam menentukan struktur modal antara lain: *Sales Stability, Asset Structure, Operating Leverage, Growth Rate, Profitability, Taxes, Control, Management Attitudes, Lender and Rating Agency Attitudes, Market Condition, The Firm's Internal Condition, and Financial Flexibility* (Brigham dan Houston, 2014).

Faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan struktur modal dapat dilihat dari teori *pecking order* dengan mengacu pada bukti empiris yang dikembangkan oleh Sunder dan Myers (1999) dimana adanya hubungan antara defisit pendanaan internal dengan perubahan struktur modal perusahaan dan defisit pendanaan internal perusahaan inilah yang dijadikan sebagai faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan struktur modal, didukung dengan penelitian Ni dan Yu (2008) serta Frank dan Goyal (2003) maka komponen dari aktivitas terjadinya defisit pendanaan internal yang dapat dijadikan sebagai faktor-faktornya adalah berikut:

- a. Pembayaran dividen (*dividend payments*)
- b. Penambahan modal kerja (*working capital*)
- c. Investasi (*investment*)
- d. Aliran kas bersih (*net cash flow*)

Pengembangan Hipotesis

Model *pecking order* dalam penelitian ini mengacu berdasarkan penelitian Sunder dan Myers (1999), Frank dan Goyal (2003), serta Ni dan Yu (2008) dimana perusahaan yang mengalami defisit pendanaan internal atau DEF akan berusaha mencukupi kebutuhannya dengan menambah utang. Sesuai teori *pecking order* maka perusahaan akan melakukan penambahan utang jika didalam perusahaannya mengalami kekurangan pendanaan atau defisit pendanaan semakin besar sehingga hipotesisnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H_1 : Defisit pendanaan internal berpengaruh positif dengan penambahan rasio utang.

Perusahaan yang struktur modalnya memiliki ekuitas maka akan memiliki tanggung jawab untuk memberikan tingkat pengembalian dari investasi yang telah dikeluarkan oleh pemegang saham sehingga para pemegang saham ingin adanya pembayaran dividen. Pembayaran dividen akan membuat pendanaan internal berkurang sehingga membuat perusahaan harus mencari tambahan dana agar pendanaan internal mencukupi untuk kegiatan operasional sehingga semakin besar pembayaran dividen maka akan membuat semakin besar pula kenaikan perusahaan dalam mencari tambahan dana yaitu dengan berutang. Penelitian Frank dan Goyal (2003), Ahmed dan Hisham (2009), dan Primasari (2009) menjelaskan adanya pengaruh hubungan positif antara pembayaran dividen dengan penerbitan utang, maka hipotesisnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H_2 : Pembayaran dividen berpengaruh positif dengan penambahan rasio utang.

Perusahaan dalam kehidupannya ingin berkembang dan memperbesar kegiatan bisnisnya sehingga tidak terlepas dari kegiatan untuk menambah aktiva lancar. Aktiva lancar juga diperlukan untuk membuat likuiditas perusahaan stabil khususnya adanya kewajiban utang lancar yang jatuh tempo sebelum satu tahun. Aktiva lancar yang meliputi kas, persediaan ataupun piutang akan berkembang seiring tujuan perusahaan untuk memperbesar operasionalnya, oleh karena itu perusahaan memerlukan tambahan modal kerja yang didapat dari pendanaan internal sehingga jika pendanaan internal tidak cukup maka perusahaan akan mencari dana dengan berutang sesuai dengan urutan yang ada dalam teori *pecking order*. Penelitian Frank dan Goyal (2003), Ahmed dan Hisham (2009), serta Pratiwi (2011) menjelaskan adanya pengaruh hubungan positif antara penambahan modal kerja dengan penerbitan utang baru, maka hipotesisnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₃ : Penambahan modal kerja berpengaruh positif dengan penambahan rasio utang.

Teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan akan memerlukan dana tambahan jika adanya kesempatan investasi dan bagi manajer yang mengikuti teori ini maka jika terjadi defisit pendanaan internal akan membuat perusahaan menambah utangnya (Hanafi, 2012: 314). Semakin besar investasi yang diperlukan maka efeknya semakin besar penambahan utang dan dari penelitian Frank dan Goyal (2003), Atiyet (2012), serta Ahmed dan Hisham (2009) adanya pengaruh hubungan positif antara investasi dengan penerbitan utang baru, maka hipotesisnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₄ : Investasi berpengaruh positif dengan penambahan rasio utang.

Perusahaan jika mengalami aliran kas bersih yang menurun akan berusaha mencari dana yaitu berutang agar aliran kas bersih dapat digunakan untuk membiayai baik untuk modal kerja, ataupun investasi. Penelitian Frank dan Goyal (2003), Primasari (2009), serta Ahmed dan Hisham (2009) menjelaskan adanya pengaruh hubungan negatif antara aliran kas bersih dengan penerbitan utang baru, maka hipotesisnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

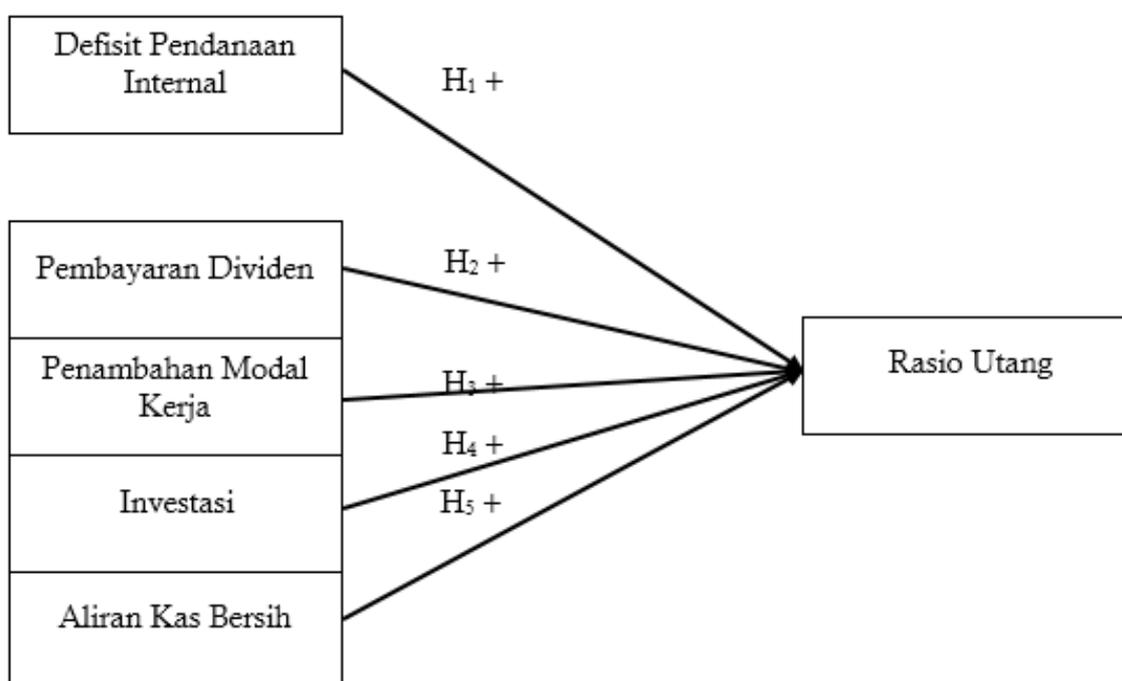
H₅ : Aliran kas bersih berpengaruh negatif dengan penambahan rasio utang.

Model Penelitian

Penelitian ini didasarkan pada variabel defisit pendanaan internal yang dilihat lebih jauh bahwa variabel tersebut terjadi karena 4 aktivitas yang dapat dijadikan sebagai 4 faktor

yang mempengaruhi perubahan struktur modal yang meliputi pembayaran dividen, investasi, penambahan modal kerja, dan aliran kas bersih sebagai variabel X atau independen. Variabel tersebut akan diteliti untuk melihat seberapa besar pengaruhnya terhadap variabel perubahan struktur modal (*leverage*) serta bagaimana hubungannya. Gambar 1 menyajikan model penelitian yang diuji pada penelitian ini.

Gambar 1. Model Penelitian



3. METODE PENELITIAN

Sampel dan Data

Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling* yaitu memilih perusahaan *consumer goods* sesuai dengan kriteria yang harus dipenuhi, antara lain: perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2017, perusahaan mengeluarkan laporan keuangan tahunan selama tahun 2013-2017, dan perusahaan tersebut memiliki data lengkap yang berkaitan dengan pengukuran variabel-variabel dalam penelitian ini. Data yang memenuhi persyaratan dihimpun berdasarkan laporan tahunan yang dikeluarkan oleh masing-masing perusahaan setiap tahunnya. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel. Data panel merupakan

gabungan antara dua jenis data, yaitu *cross section* dan *time series*. Data *cross section* meliputi rasio dan data keuangan. Data *time series* berupa data tahunan selama periode penelitian.

Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Kode	Proksi
A. Variabel Dependen:		
Struktur Modal	DR	Perubahan <i>Debt Ratio</i> = $Debt Ratio_t - Debt Ratio_{t-1}$
B. Variabel Independen:		
Defisit Pendanaan Internal	DEF	$DEF = DIV + \Delta WC + \Delta I + CFO$
Pembayaran Dividen	DIV	$Dividends = Net Income - Retained Earnings Required$
Penambahan Modal Kerja	ΔWC	$\Delta Current Assets = Current Assets_t - Current Assets_{t-1}$
Investasi	ΔINV	$\Delta Fixed Asset = Fixed Asset_t - Fixed Asset_{t-1}$
Aliran Kas Bersih	CFO	$Cash Flow from Operations = EAT + Depreciation and Amortitation$

Metode Analisis Data

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda digunakan oleh peneliti karena tujuan penelitian adalah meramalkan bagaimana Bergeraknya variabel dependen, bila dua atau lebih variabel independen sebagai faktor prediktor digerakkan nilainya. Analisa regresi linier berganda digunakan karena jumlah variabel independen-nya terdiri dari 5 variabel.

$$\text{Model: } DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DEF_{it} + \beta_2 DIV_{it} + \beta_3 \Delta WC_{it} + \beta_4 \Delta INV_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

DR_{it} = Struktur Modal perusahaan i pada periode t

DEF_{it} = Defisit Pendanaan Internal perusahaan i pada periode t

DIV_{it} = Pembayaran Dividen perusahaan i pada periode t

ΔWC_{it} = Penambahan Modal Kerja perusahaan i pada periode t

ΔINV_{it} = Investasi perusahaan i pada periode t

CFO_{it} = Aliran Kas Bersih perusahaan i pada periode t

Uji-t Parsial

Uji Statistik t digunakan untuk menguji secara individu pengaruh setiap variabel independen terhadap variabel dependen. Hipotesis dapat dinilai untuk diterima atau ditolak sebagai berikut: probabilitas signifikansi jika kurang dari 5% atau $Prob < 0,05$ atau jika nilai $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$ maka hipotesis diterima. Sebaliknya, probabilitas signifikansi jika lebih dari 5% atau $Prob > 0,05$ atau jika nilai $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$ maka hipotesis ditolak.

Uji F

Uji Statistik F digunakan untuk menguji secara bersama-sama atau simultan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Dengan mengambil keputusan berdasarkan pada kriteria sebesar 5% maka hipotesis dapat dikatakan diterima atau ditolak berdasarkan: probabilitas signifikansi jika kurang dari 5% atau $Prob < 0,05$ atau jika nilai $F\text{-hitung} > F\text{-tabel}$ maka hipotesis diterima. Sebaliknya, probabilitas signifikansi jika lebih dari 5% atau $Prob > 0,05$ atau jika nilai $F\text{-hitung} < F\text{-tabel}$ maka hipotesis ditolak.

Koefisien Determinasi

Penelitian ini akan menggunakan koefisien determinasi untuk model regresi pertama dan koefisien determinasi yang disesuaikan untuk model regresi kedua.

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Pengumpulan data berdasarkan pada laporan keuangan masing-masing perusahaan yang diperoleh pada tahun 2013-2017 pada industri barang konsumsi yang *go public* di BEI. Kriteria sampel pada penelitian ini adalah barang konsumsi yang telah mengeluarkan laporan keuangan per 31 Desember pada saat penelitian dan diperoleh 20 perusahaan dan total sampel adalah 100.

Penambahan rasio utang memiliki rata-rata sebesar 0,064 yang artinya bahwa perusahaan yang dijadikan sampel memiliki kenaikan rasio utang 6,4% dari total rasio utang tahun sebelumnya. Variabel independen berupa defisit pendanaan internal memiliki rata-rata 0,214 dan standar deviasi 0,187 yang artinya bahwa *cash flow* tidak cukup untuk membayar dividen, perubahan *working capital* dan investasi sehingga muncul defisit pendanaan internal. Variabel defisit pendanaan internal ini dipilih dari kriteria perusahaan

yang mengalami defisit pendanaan internal saja sehingga yang mengalami surplus tidak dimasukkan ke dalam sampel.

Variabel pembayaran dividen memiliki rata-rata sebesar 0,052 dan nilai standar deviasi sebesar 0,089 yang artinya bahwa perusahaan yang dijadikan sampel mengalami kenaikan atas pembayaran dividen sebesar 5,2% dari *total asset*. Variabel penambahan modal kerja memiliki nilai rata-rata sebesar 0,173 dan nilai standar deviasi sebesar 0,098 yang memiliki arti bahwa perusahaan sampel memiliki rata-rata kenaikan atas penambahan modal kerja sebesar 17,3% dari *total asset*. Variabel investasi memiliki rata-rata sampel sebesar 0,086 dan standar deviasi sebesar 0,095 yang memiliki arti bahwa rata-rata perusahaan sampel mengalami kenaikan investasi sebesar 8,6% dari *total asset*. Terakhir yaitu variabel aliran kas bersih dari kegiatan operasional memiliki rata-rata sebesar 0,079 dan nilai standar deviasi sebesar 0,112 yang memiliki arti bahwa rata-rata sampel mengalami kenaikan aliran kas bersih sebesar 7,9% dari *total asset* dan kenaikan tersebut masih tidak mencukupi untuk membayar dividen, penambahan modal kerja dan investasi yang pada akhirnya menyebabkan adanya defisit pendanaan internal.

Hasil Uji Asumsi Klasik Regresi

Uji Normalitas

Berdasarkan hasil uji normalitas dengan *Jarque-Bera* menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0,15 atau nilai $p > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini telah memiliki data yang berdistribusi normal.

Uji Multikolinieritas

Berdasarkan perhitungan seluruh variabel bebas yang digunakan pada model regresi memiliki nilai VIF di bawah 10. Hal ini dapat diartikan bahwa variabel-variabel dalam penelitian ini tidak mengalami multikolinieritas.

Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan ARCH, dapat diketahui bahwa nilai probabilitas adalah 0,26 dan lebih dari 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada model regresi tidak terdapat heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Hasil analisis uji *Breusch-Godfrey* diperoleh nilai $Obs \cdot R\text{-Squared}$ pada model regresi sebesar 0,2845. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 sehingga tidak terjadi gejala autokorelasi.

Hasil Pengujian Hipotesis

Hasil analisis regresi dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,004424	0,007829	0,547832	0,5413
DEF	0,150282	0,038271	4,492813	0,0000
DIV	0,197248	0,073864	2,328914	0,0021
Δ WC	0,326792	0,037383	6,738368	0,0000
Δ INV	0,172635	0,043728	4,297632	0,0000
CFO	-0,213621	0,054582	-2,384729	0,0068
R-squared	0,548917	Mean dependent var	0,034728	
Adjusted R-squared	0,538916	var	0,035729	
S.E. of Regression	0,028363	S.D dependent var	-3,792731	
Sum squared resid	0,160286	Akaike info criterion	-3,682632	
Log likelihood	241,2914	Schwarz criterion	-3,879874	
F-statistic	10,72682	Hannan-Quinn criter.	1,783764	
Prob(F-statistic)	0,000000	Durbin Watson stat		

Hasil analisis regresi yang disajikan pada Tabel 2 menunjukkan bahwa setiap kenaikan 1 poin dari pendanaan internal maka penambahan rasio utang akan diprediksi naik sebesar 0,150 poin. Setiap kenaikan 1 poin dari pembayaran dividen akan meningkatkan penambahan rasio utang sebesar 0,197 poin dengan asumsi variabel lainnya dianggap konstan. Setiap kenaikan 1 poin pada penambahan modal kerja akan membuat meningkatnya penambahan rasio utang bertambah sebesar 0,327 poin dengan asumsi variabel lainnya dianggap konstan. Untuk penambahan investasi sebesar 1 poin diprediksi akan membuat kenaikan penambahan rasio utang bertambah sebesar 0,172 poin dengan

asumsi variabel lainnya dianggap konstan dan setiap kenaikan aliran kas bersih sebesar 1 poin diprediksi akan menurunkan rasio utang sebesar 0,214 poin dengan asumsi variabel lainnya dianggap konstan. Pembayaran dividen, penambahan modal kerja, investasi dan aliran kas bersih dalam hasil regresi tersebut berupa rasio yang didapat dengan membagi variabel independen tersebut dengan total aset sesuai dalam penjelasan definisi operasional variabel.

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 2, didapat nilai probabilitas dari F-Statistik adalah 0,0000 sehingga dengan menggunakan nilai alpha sebesar 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa pada seluruh variabel independen yaitu defisit pendanaan internal, pembayaran dividen, penambahan modal kerja, investasi dan aliran kas bersih dari kegiatan operasional berpengaruh secara bersama-sama terhadap variabel penambahan rasio utang.

Uji Signifikansi Individual (Uji Statistik t)

Tabel 2 dapat dinilai uji t dengan menilai koefisien dari variabel DEF adalah 0,150 dengan nilai positif dan nilai probabilitasnya 0,0000 dibawah 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel defisit pendanaan internal berpengaruh signifikan terhadap variabel penambahan rasio utang. Jika dihubungkan dengan hipotesis yang telah dibuat sebelumnya maka hipotesis 1 telah dapat dibuktikan dengan melihat hasil uji signifikansi individual diatas.

Nilai koefisien dari variabel DIV bernilai positif dan nilai probabilitasnya 0,0021 dibawah nilai alpha 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel pembayaran dividen berpengaruh positif signifikan terhadap penambahan rasio utang. Nilai koefisien dari variabel penambahan modal kerja adalah positif dan nilai probabilitasnya adalah 0,0000 dibawah nilai alpha 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel penambahan modal kerja berpengaruh positif signifikan terhadap penambahan rasio utang. Nilai koefisien variabel investasi bernilai positif dan nilai probabilitasnya 0,0000 dibawah nilai alpha, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel investasi berpengaruh positif signifikan terhadap variabel penambahan rasio utang. Nilai koefisien variabel aliran kas bersih bernilai negatif yaitu -0,214 dan nilai probabilitasnya 0,0068 dibawah nilai alpha 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel aliran kas bersih dari kegiatan operasional berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel penambahan rasio utang.

Jika dihubungkan dengan hipotesis yang telah dibuat sebelumnya maka seluruh hipotesis pada model regresi yaitu hipotesis variabel pembayaran dividen, hipotesis penambahan modal kerja, hipotesis investasi, dan hipotesis aliran kas bersih telah dapat dibuktikan dan diterima dengan melihat hasil uji signifikansi individual pada Tabel 2.

Koefisien Determinasi

Tabel 2 menunjukkan nilai *adjusted R²* adalah 0,5389 atau 53,89%, maka dapat dijelaskan bahwa kemampuan variabel defisit pendanaan internal, pembayaran dividen, penambahan modal kerja, investasi, dan aliran kas bersih dari kegiatan operasional dalam menjelaskan varians variabel penambahan rasio utang sebesar 53,89% dan sisanya 46,11% dapat dijelaskan oleh variabel lain diluar model regresi.

Pembahasan dan Temuan

Berdasarkan hasil pengujian regresi, dapat disimpulkan bahwa desifit pendanaan internal berpengaruh positif signifikan terhadap rasio penambahan utang. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya bahwa adanya pengaruh yang positif dari defisit pendanaan internal dengan perubahan *leverage* pada perusahaan di Perancis (Atiyet, 2012) dan pada perusahaan di Malaysia (Ahmed dan Hisham, 2009). Variabel defisit pendanaan internal juga memiliki pengaruh terhadap perubahan *leverage* untuk perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara positif (Marseila, 2010; Pratiwi, 2011; Primasari, 2009).

Pembayaran dividen memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap rasio perubahan utang. Penjelasan diatas maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis yang dibuat dapat diterima. Hipotesis tersebut sama dengan penelitian sebelumnya untuk sampel perusahaan-perusahaan di Perancis yang memiliki pengaruh yang positif antara pembayaran dividen terhadap perubahan *leverage* (Atiyet, 2012). Variabel pembayaran dividen juga berpengaruh terhadap perubahan *leverage* secara positif untuk perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode pengamatan tahun 2004 sampai tahun 2009 (Pratiwi, 2011) dan periode pengamatan tahun 2004 sampai 2008 (Primasari, 2009).

Penambahan modal kerja berpengaruh positif dan signifikan terhadap penambahan rasio utang. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya bahwa adanya pengaruh penambahan modal kerja pada perubahan *leverage* secara positif (Marseila, 2010; Pratiwi, 2011) dan hal yang sama juga dialami oleh perusahaan-perusahaan di Perancis (Atiyet, 2012).

Investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap penambahan rasio utang. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis yang dibuat dapat diterima dan hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya untuk perusahaan di Bursa Efek Indonesia (Marseila, 2010; Pratiwi, 2011) dan juga perusahaan-perusahaan di Perancis (Atiyet, 2012).

Aliran kas bersih dari kegiatan operasional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perubahan rasio utang. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis yang dibuat dapat diterima. Penelitian sebelumnya juga memberikan kesimpulan yang sama mengenai pengaruh aliran kas bersih secara negatif terhadap perubahan *leverage* di Bursa Efek Indonesia (Primasari, 2009; Pratiwi, 2011).

Setelah melihat dari diterimanya hipotesis pertama yang dibuat maka dapat dikatakan bahwa adanya konsistensi *pecking order theory* dalam perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan adanya penggunaan data terbaru yaitu laporan keuangan periode tahun 2013 sampai 2017. Dengan demikian dapat disimpulkan perubahan struktur modal di perusahaan-perusahaan *consumer goods* tersebut mendukung *pecking order theory*.

5. SIMPULAN

Simpulan

Penelitian ini dibuat untuk melihat konsistensi *pecking order theory* dalam perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil analisis data dari 100 sampel yang diambil, beberapa hal yang dapat disimpulkan adalah pertama, adanya pengaruh defisit pendanaan internal terhadap penambahan rasio utang yang menyebabkan perubahan struktur modal di perusahaan-perusahaan *consumer goods* di Indonesia. Hal ini sesuai teori yang ada bahwa kenaikan defisit pendanaan internal akan memberikan pengaruh pada kenaikan rasio utang. Kedua, pembayaran dividen memiliki pengaruh positif terhadap penambahan rasio utang, perubahan modal kerja memiliki pengaruh positif terhadap penambahan rasio utang, investasi memiliki pengaruh positif terhadap penambahan rasio utang, dan aliran kas bersih memiliki pengaruh negatif terhadap penambahan rasio utang. Semua variabel tersebut sejalan dengan pendugaan yang dilakukan diawal penelitian yang didasari pada teori dan penelitian-penelitian sebelumnya. Pada akhirnya dapat dikatakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan struktur modal adalah pembayaran dividen, penambahan modal kerja, investasi, dan aliran kas bersih. Ketiga, penelitian ini menunjukkan adanya konsistensi *pecking order theory* yang mempengaruhi perubahan struktur modal di perusahaan-

perusahaan *consumer goods* di Indonesia dan konsistensi tersebut diperkuat dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya. Hal ini dapat dilihat dari diterimanya seluruh hipotesis yang diujikan.

Saran

Beberapa saran yang dapat dijadikan pedoman dalam penelitian selanjutnya adalah pertama, penelitian selanjutnya dapat meneliti dengan menggolongkan sampel pada kriteria tertentu, misalnya selain industri *consumer goods*. Kedua, penelitian selanjutnya dapat meneliti *pecking order theory* dengan tidak mengikutsertakan utang jangka pendek sehingga hanya memilih perusahaan yang memiliki penambahan utang jangka panjang saja.

DAFTAR RUJUKAN

- Ahmed, Huson Joher Ali dan Hisham, Nazrul. (2009). Revisiting Capital Structure Theory: A Test of Pecking Order and Static Order Trade-off Model from Malaysian Capital Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 30: 58-65.
- Atiyet, Ben Amor. (2012). The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(1): 1-14.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. (2014). *Essentials of Financial Management*. Second Edition. Singapore: Cengage Learning Asia Pte Ltd.
- Fauziah, Ninik. (2010). Pengujian Pecking Order Theory pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Tesis Magister Manajemen* (tidak dipublikasikan). Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Frank, Murray Z. dan Goyal, Vidhan K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67: 217-248.
- Hanafi, Mamduh M. (2012). *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Marseila, Livannia. (2010). Pengujian Pecking Order Theory versus Static Trade- Off Theory dalam Keputusan Struktur Modal pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi* (tidak dipublikasikan). Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Ni, Jinlan dan Yu, Miaomiao. (2008). Testing the Pecking-Order Theory. *The Chinese Economy*, 41(1): 97-113.
- Pratiwi, Permata Dian. (2011). Struktur Modal Perusahaan-Perusahaan Terbuka Sektor Non Keuangan di Pasar Modal Indonesia. *Skripsi* (tidak dipublikasikan). Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Primasari, Kirana Dewi. (2009). Pengujian Pecking Order Pada Perusahaan Non Keuangan LQ45 Periode 2004-2008. *Skripsi* (tidak dipublikasikan). Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Ruslim, Herman. (2009). Pengujian Struktur Modal (Teori Pecking Order): Analisis Empiris Terhadap Saham di LQ-45. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(3): 209-221.
- Sartono, R. Agus. (2010). *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.

- Sunder, Lakshmi Shyam dan Myers, Stewart C. (1999). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51: 219-244.
- Weston, J. Fred dan Copeland, Thomas E. (2010). *Manajemen Keuangan*. Edisi Revisi, Jilid 2. Bandung: Binarupa Aksara Publisher.