

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada bagian dari penelitian ini akan menguji permodelan dengan panel data, pengujian asumsinya, serta pembahasan analisis atas regresi panel data tersebut.

IV.1. Sampel Data

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini harus sesuai dengan kriteria sampel yang sudah dijelaskan pada BAB III. Pada bab sebelumnya, dinyatakan bahwa perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2001 sampai 2007. Sehingga, perusahaan yang termasuk dalam sampel harus merupakan perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2000 atau sebelum tahun 2000 dan memiliki laporan keuangan yang lengkap sejak tahun 2000 sampai dengan tahun 2007. Dari 396 perusahaan yang terdaftar di BEI hingga tahun 2009, yang termasuk dalam kriteria tersebut dan bukan perusahaan yang bergerak di bidang keuangan adalah sebanyak 220 perusahaan. Selanjutnya, perusahaan yang tersisa tersebut mengalami seleksi kembali berdasarkan data laporan keuangannya, yaitu perusahaan harus memiliki nilai laba bersih dan laba ditahan yang positif selama periode penelitian, yaitu tahun 2000 hingga 2007. Sehingga, didapatkan 53 perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Setelah itu, setiap perusahaan dibagi kedalam beberapa industri yang terdapat di BEI untuk mengetahui perilaku dari masing-masing industri. Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel dari penelitian ini yaitu:

Tabel 4.1.

Daftar Perusahaan Sampel

No.	Kode	Nama Perusahaan	Industri
1.	AALI	Astra Agro Lestari Tbk PT	JAKARTA AGRICULTURAL IDX
2.	ARNA	Arwana Citramulia Tbk PT	JAKARTA BASIC IND & CHEM
3.	BTON	Betonjaya Manunggal Tbk PT	JAKARTA BASIC IND & CHEM
4.	EKAD	Ekadharma International Tbk PT	JAKARTA BASIC IND & CHEM
5.	LION	Lion Metal Works Tbk PT	JAKARTA BASIC IND & CHEM

6.	SMGR	Semen Gresik Persero Tbk PT	JAKARTA BASIC IND & CHEM
7.	CTRS	Ciputra Surya Tbk PT	JAKARTA CNSTR PRP RL EST
8.	GMTD	Gowa Makassar Tourism Development Tbk PT	JAKARTA CNSTR PRP RL EST
9.	JAKA	Jaka Inti Realtindo Tbk PT	JAKARTA CNSTR PRP RL EST
10.	JRPT	Jaya Real Property Tbk PT	JAKARTA CNSTR PRP RL EST
11.	LAMI	Lamicitra Nusantara Tbk PT	JAKARTA CNSTR PRP RL EST
12.	AQUA	Aqua Golden Mississippi Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
13.	DLTA	Delta Djakarta Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
14.	GGRM	Gudang Garam Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
15.	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
16.	KAEF	Kimia Farma Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
17.	MERK	Merck Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
18.	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
19.	MRAT	Mustika Ratu Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
20.	MYOR	Mayora Indah Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
21.	PYFA	Pyridam Farma Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
22.	STTP	Siantar Top Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
23.	TCID	Mandom Indonesia Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
24.	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
25.	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry & Trading Co Tbk	JAKARTA CONSUMER GOODS
26.	UNVR	Unilever Indonesia Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
27.	HMSB	HM. Sampoerna Tbk PT	JAKARTA CONSUMER GOODS
28.	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk PT	JAKARTA INFRA UTIL TRANS
29.	HITS	Humpuss Intermoda Transportasi Tbk PT	JAKARTA INFRA UTIL TRANS
30.	ISAT	Indosat Tbk PT	JAKARTA INFRA UTIL TRANS
31.	PTRO	Petrosea Tbk PT	JAKARTA INFRA UTIL TRANS
32.	RIGS	Rig Tenders Indonesia Tbk PT	JAKARTA INFRA UTIL TRANS
33.	SMDR	Samudera Indonesia Tbk PT	JAKARTA INFRA UTIL TRANS
34.	INCO	International Nickel Indonesia Tbk PT	JAKARTA MINING INDEX
35.	TINS	Timah Tbk PT	JAKARTA MINING INDEX
36.	BATA	Sepatu Bata Tbk PT	JAKARTA MISC INDUSTRIES
37.	BRAM	Indo Kordsa Tbk PT	JAKARTA MISC INDUSTRIES
38.	PBRX	Pan Brothers Tbk PT	JAKARTA MISC INDUSTRIES
39.	SMSM	Selamat Sempurna Tbk PT	JAKARTA MISC INDUSTRIES
40.	AIMS	Akbar Indo Makmur Stimec Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
41.	ALFA	Alfa Retailindo Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
42.	BMTR	Global Mediacom Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
43.	FAST	Fastfood Indonesia Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
44.	HERO	Hero Supermarket Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
45.	HEXA	Hexindo Adiperkasa Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
46.	INTA	Intraco Penta Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
47.	LTLS	Lautan Luas Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
48.	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
49.	PANR	Panorama Sentrawisata Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
50.	PLIN	Plaza Indonesia Realty Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
51.	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
52.	TGKA	Tigaraksa Satria Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE
53.	TURI	Tunas Ridean Tbk PT	JAKARTA TRADE & SERVICE

Sumber: Bursa Efek Indonesia

IV.2. Model Penelitian

Ada dua model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini, sesuai dengan model yang digunakan pada penelitian yang dilakukan oleh Martin dan Udego (2005) pada saat mereka menguji keberadaan teori *pecking order* pada perusahaan Spanyol. Kedua permodelan tersebut adalah:

1. Watson dan Wilson (2002)

Model ini menganalisis evolusi dari tiga sumber pendanaan secara akuntansi dari suatu perusahaan terhadap kenaikan atau penurunan nilai harta perusahaan.

$$\left(\frac{TA_{i(t)} - TA_{i(t-1)}}{TA_{i(t-1)}}\right) = \alpha + \beta_1 \left(\frac{RE_{i(t)}}{TA_{i(t-1)}}\right) + \beta_2 \left(\frac{EI_{i(t)}}{TA_{i(t-1)}}\right) + \beta_3 \left(\frac{D_{i(t)} - D_{i(t-1)}}{TA_{i(t-1)}}\right) + u_{i(t)} \quad (4.1)$$

Dari persamaan di atas, jika didapatkan bahwa $\beta_{1(RE)} > \beta_2 > \beta_{3(EI)}$ atau dengan kata lain sensitivitas perubahan laba ditahan, lebih besar dari sensitivitas perubahan hutang, lebih besar dari sensitivitas penerbitan ekuitas terhadap perubahan harta perusahaan; maka dapat disimpulkan bahwa teori *pecking order* berlaku untuk menjelaskan pembentukan struktur modal pada suatu perusahaan.

Dengan notasi yang digunakan, yaitu:

Tabel 4.2.

Interpretasi Variabel Pemodelan Watson dan Wilson (2002)

Variabel	Interpretasi Variabel
TA	Total Asset Merupakan jumlah dari harta lancar dan harta tidak lancar yang dimiliki oleh perusahaan.
RE	Saldo Laba Ditahan Merupakan jumlah laba perusahaan yang tidak didistribusikan kepada pemegang saham sebagai dividen.
EI	Penerbitan Saham Merupakan jumlah saham baru yang diterbitkan perusahaan untuk menambah modal perusahaan.
D	Hutang Merupakan jumlah <i>financial debt</i> yang dimiliki oleh perusahaan.

	Terdiri dari <i>short term</i> dan <i>long term financial debt</i> .
--	--

2. Syham- Sunder dan Myers (1999)

Model ini akan melihat kecenderungan perusahaan dalam mendanai deficit yang terjadi dengan menggunakan pendanaan dari luar perusahaan, apakah cenderung menggunakan hutang atau ekuitas.

$$LTD_{it} = a + bDEF_{it} + u_{it} \quad (4.2)$$

Nilai deficit pendanaan didapatkan dari pembayaran dividend ditambah kenaikan belanja modal ditambah kenaikan modal kerja dikurang kas bersih dari aktivitas operasi setelah pajak dan beban bunga.

Seperti yang dibicarakan oleh teori *pecking order* bahwa penerbitan ekuitas merupakan pilihan terakhir bagi perusahaan, maka Shyam-Sunder dan Myers menjelaskannya dengan satu variabel, yaitu *the flow of funds deficit*. Jika diasumsikan teori *pecking order* terjadi, maka koefisien dari a harus mendekati 0 (nol), dan koefisien b harus mendekati 1 (satu).

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Martin dan Udego (2005), permodelan yang dilakukan oleh Syham- Sunder dan Myers mengalami sedikit modifikasi menjadi:

$$LTD_{it}/Na_{it} = a + b_{PO}DEF_{it}/Na_{it} + b_I(t_{it} - t_{it-1}) + v_i + u_{it} \quad (4.3)$$

Menurutnya, karena variabel terikat dari permodelan adalah hutang jangka panjang (LTD), maka dalam permodelan ini juga harus memasukkan variabel penjelas tambahan yang merepresentasikan biaya dari pendanaan yang berupa LTD. Selain itu, untuk menghindari adanya *individual effect* maka variabel LTD dan deficit diskalakan dengan menggunakan nilai aktiva bersih.

Dengan notasi yang digunakan, yaitu:

Tabel 4.3.

Interpretasi Variabel Pemodelan Shyam-Sunder dan Myers (1999)

Variabel	Interpretasi Variabel
LTD	Hutang Jangka Panjang Merupakan jumlah <i>long term financial debt</i> yang dimiliki oleh perusahaan.
DEF	Defisit

	Merupakan hasil perhitungan dari pembayaran dividend ditambah kenaikan belanja modal ditambah kenaikan modal kerja dikurang kas bersih dari aktivitas operasi setelah pajak dan beban bunga. Nilai defisit menunjukkan jumlah kekurangan modal internal perusahaan dalam membiayai nilai asset bersih perusahaan.
NA	Asset Bersih Merupakan jumlah total harta dikurangi dengan total kewajiban yang dimiliki oleh perusahaan.
T	Tingkat Suku Bunga Merupakan tingkat suku bunga pinjaman yang dikenakan pada suatu perusahaan atas pinjaman untuk modal kerja perusahaan. Dalam penelitian kali ini, tingkat suku bunga yang digunakan adalah tingkat suku bunga rata-rata dari bank pemerintah dan bank swasta untuk pinjaman modal kerja.

Analisis model dilakukan untuk memilih pendekatan estimasi model regresi panel data dengan tujuan untuk memastikan bahwa model tidak punya masalah-masalah yang dapat membuat bias dan tidak efisien.

IV.3. Metode Permodelan dan Pengolahan Data

Dalam melakukan pengujian secara statistik untuk mengetahui metode estimasi panel data apa yang akan dipilih penulis akan menggunakan *Hausman Test*. Dimana dalam uji ini dihipotesiskan bahwa:

- H0 : Tidak ada perbedaan secara substansial antara metode *fixed effect* dengan *random effect* (menggunakan metode *random effect*).
- H1 : Terdapat perbedaan secara substansial antara metode *fixed effect* dengan *random effect* (menggunakan metode *fixed effect*).

Hasil *Hausman Test* untuk kedua betuk permodelan:

1. Model Watson dan Wilson (2002)

Hausman Test yang telah dilakukan menunjukkan bahwa untuk permodelan ini lebih cocok menggunakan metode *random effect* dalam prmodelan data panel, dengan hasil dari *Hausman Test* sebagai berikut:

Tabel 4.4.
Hasil Hausman Test Model Watson dan Wison (2002)

Chi-Sq Statistic	0.943206
Chi-Sq. d.f.	3
Prob.	0.8150

Dari table di atas dapat dilihat bahwa nilai probabilitas dari Chi- sq adalah sebesar 0.8150. Dengan tingkat keyakinan sebesar 95% berarti probabilitas tersebut berada di daerah tidak menolak H0. Sehingga, metode yang dilakukan dalam permodelan ini adalah metode *random effect*.

1. Model Syham-Sunder dan Myers (1999)

Sedangkan, untuk model ini metode permodelan yang lebih cocok untuk digunakan adalah metode *fixed effect*, dengan hasil dari *Hausman Test* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.5.
Hasil Hausman Test Model Shyam-Sunder dan Myers (1999)

Chi-Sq Statistic	14.85558
Chi-Sq. d.f.	2
Prob.	0.0006

Dari table di atas dapat dilihat bahwa nilai probabilitas dari Chi- sq adalah sebesar 0.0006. Dengan tingkat keyakinan sebesar 95% berarti probabilitas tersebut berada di daerah menolak H0. Sehingga, metode yang dilakukan dalam permodelan ini adalah metode *fixed effect*.

IV.4. Pengujian Hipotesis

Dalam penelitian ini terdapat dua hipotesis yang akan diuji dengan menggunakan dua bentuk permodelan yang digunakan. Dimana, hipotesis tersebut adalah:

1. Apakah teori *pecking order* dapat menjelaskan perilaku struktur modal perusahaan non-keuangan yang tercatat di BEI periode 2001-2007?
2. Apakah perusahaan lebih memilih hutang jangka panjang atau penerbitan ekuitas dalam membiayai deficit perusahaan untuk pendanaan harta bersihnya?
3. Apakah terjadi perbedaan pola struktur modal dari industri yang berbeda?

Maka, hasil pengujian hipotesis tersebut adalah:

1. Apakah teori *pecking order* dapat menjelaskan perilaku struktur modal perusahaan non-keuangan yang tercatat di BEI periode 2001-2007?

Pengujian hipotesis ini menggunakan permodelan Watson dan Wilson (2002), dengan hipotesis:

H0: Selain $\beta_{1(RE)} > \beta_2 > \beta_{1(EI)}$ (struktur modal tidak mengikuti pola teori *pecking order*)

H1: $\beta_{1(RE)} > \beta_2 > \beta_{1(EI)}$ (struktur modal mengikuti pola teori *pecking order*)

Tabel 4.6.

Hasil Regresi Panel Data Model Watson dan Wilson (2002)

	Seluruh Sampel				
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	0.042178	4.494366*	0.0000	√	+
$\beta_{1(RE)}$	1.090255	8.821821*	0.0000	√	+
β_2	1.130521	20.26315*	0.0000	√	+
$\beta_{1(EI)}$	0.875312	6.083139*	0.0000	√	+

Keterangan: *, ** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

Tabel di atas memperlihatkan bahwa seluruh variable bebas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variable terikatnya. Selain itu, ditunjukkan pula bahwa setiap variable bebas memiliki pengaruh positif terhadap variable terikat. Interpretasi dari permodelan yang didapatkan adalah:

1. Kenaikan pada perubahan laba ditahan atas perubahan harta sebesar Rp. 1,00 akan menyebabkan kenaikan jumlah harta tahun ke-n atas perubahan harta sebesar Rp. 1,090.

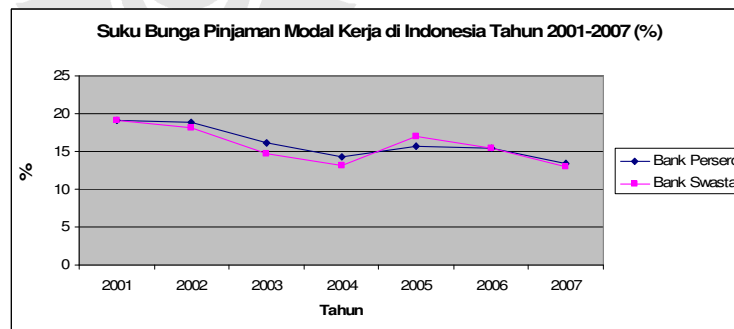
2. Kenaikan pada perubahan hutang atas perubahan harta sebesar Rp. 1,00 akan menyebabkan kenaikan jumlah harta tahun ke-n atas perubahan harta sebesar Rp. 1,1305.
3. Kenaikan pada perubahan hutang atas perubahan harta sebesar Rp. 1,00 akan menyebabkan kenaikan jumlah harta tahun ke-n atas perubahan harta sebesar Rp. 0,875.

Namun, dari hasil uji yang telah dilakukan didapatkan bahwa nilai dari β_2 (sensitivitas hutang) > $\beta_{1(RE)}$ (sensitivitas laba ditahan) > $\beta_{1(EI)}$ (sensitivitas penerbitan ekuitas), hal ini menunjukkan bahwa sebenarnya untuk keseluruhan sampel teori *pecking order* tidak dapat menjelaskan struktur modal pada perusahaan non-keuangan yang tercatat di BEI periode 2001-2007.

Penggunaan hutang lebih besar dari pada laba ditahan dalam mendanai kenaikan harta perusahaan pada struktur modal perusahaan dapat dijelaskan karena semakin menurunnya tingkat suku bunga pinjaman, yang dilakukan oleh pemerintah guna menggerakkan roda perekonomian negara setelah krisis ekonomi yang terjadi di tahun 1997 (Kompas, 2009). Penurunan tingkat suku bunga pinjaman untuk modal kerja perusahaan dapat dilihat pada gambar 4.1 di bawah ini. Turunnya tingkat suku bunga akan menguntungkan perusahaan, karena akan menurunkan *cost of debt* dari perusahaan.

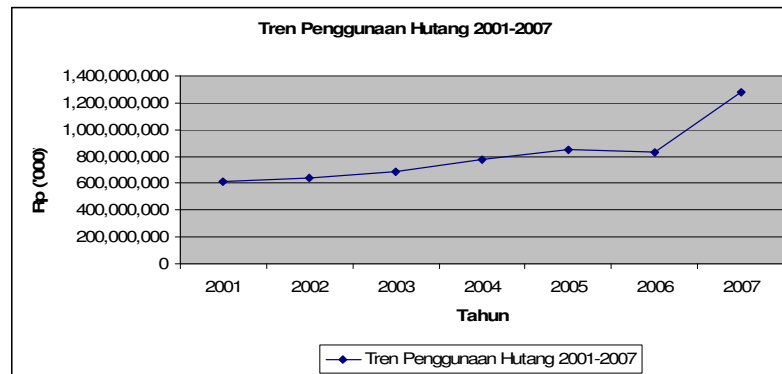
Gambar 4.1.

Tren Suku Bunga Pinjaman Modal Kerja 2001-2007



Sumber: Statistik Ekonomi dan Perbankan Indonesia, Bank Indonesia

Gambar 4.2.
Tren Penggunaan Hutang 2001-2007



Sumber: Olahan Penulis

2. Apakah perusahaan lebih memilih hutang jangka panjang atau penerbitan ekuitas dalam membiayai defisit perusahaan untuk pendanaan harta bersihnya?

Pengujian hipotesis ini menggunakan permodelan Syham-Sunder dan Myers (1999), dengan hipotesis:

H0: a mendekati 1, b mendekati 0 (perusahaan lebih banyak menggunakan penerbitan ekuitas dibandingkan dengan hutang untuk mendanai defisit pendanaan harta bersih perusahaan).

H1: a mendekati 0, b mendekati 1 (perusahaan lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan dengan ekuitas untuk mendanai defisit pendanaan harta bersih perusahaan).

Tabel 4.7.

Hasil Regresi Panel Data Model Syham-Sunder dan Myers (1999)

	Seluruh Sampel				
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	-0.07063	-3.08968	0.0022*	√	-
b _{PO}	0.454909	4.283443	0.0000*	√	+
b _I	-0.81341	-1.34282	0.1803	-	-

Keterangan: *,** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

Kenaikan pada biaya dari hutang jangka panjang dapat mengurangi jumlah pendanaan dari hutang. Sehingga nilai koefisien negatif dari b_1 sudah diekspektasikan. Namun, tingkat suku bunga tidak mempengaruhi secara signifikan pemilihan hutang jangka panjang dalam pendanaan defisit yang dialami oleh perusahaan. Dari table di atas dapat dilihat bahwa untuk seluruh *flow of funds deficit* didanai dengan menggunakan hutang jangka panjang dibandingkan dengan penerbitan ekuitas. Hal ini sebenarnya konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Martin dan Udego (2005) pada perusahaan yang ada di Spanyol. Seperti yang dikatakan oleh Watson dan Wilson (2002) bahwa permodelan yang dilakukan oleh Syham-Sunder dan Myers memiliki kelemahan dalam menjelaskan keberadaan teori *pecking order*, maka kesimpulan yang didapatkan dalam permodelan ini hanyalah bahwa pada estimasi persamaan *flow of funds deficit* didapatkan bahwa defisit pendanaan yang terjadi di dalam perusahaan lebih didanai oleh hutang jangka panjang.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Yilmaz (2001) disebutkan bahwa sejak awal tahun 1990, pasar modal Indonesia bertumbuh secara signifikan dari sebuah *under-developed stock market* di akhir tahun 1980 menjadi *more developed stock market* berdasarkan kapitalisasi yang dilakukan oleh pasar modal dan likuiditasnya, berada posisi yang sama dengan Thailand. Kunt dan Levine (1996), menyatakan bahwa pada negara berkembang yang pasar modalnya sudah berkembang memang cenderung memiliki rasio hutang terhadap ekuitas yang lebih besar ketimbang negara-negara berkembang yang pasar modalnya tidak terlalu berkembang atau yang sangat berkembang. Hal ini disebabkan karena pada negara berkembang yang pasar modalnya sudah berkembang cukup baik, perusahaan yang sudah terdaftar pada bursa efek akan memiliki kemampuan lebih untuk memberikan informasi yang lebih baik kepada para kreditor dan membantu kreditor dalam mengontrol gerak perusahaan. Sehingga, selain mendapatkan modal dari penerbitan ekuitas, perusahaan yang berada pada kondisi pasar modal seperti ini di negara berkembang akan mendapatkan pinjaman yang lebih banyak dari kreditor.

3. Apakah terjadi perbedaan pola struktur modal dari industri yang berbeda?

H0 : Tidak ada perbedaan pola struktur modal antar industri

H1 : Ada perbedaan pola struktur modal antar industri

Untuk melihat apakah terdapat perbedaan pola struktur modal dari setiap industri dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, maka akan dilakukan pengelompokan perusahaan berdasarkan industrinya, dimana setiap industri minima terdiri dari lima perusahaan yang dijadikan sampel. Perbedaan pola struktur modal dapat dilihat dari dua sisi yaitu dari bagaimana pengaruh perubahan setiap sumber pendanaan terhadap perubahan harta perusahaan dan bagaimana cara perusahaan melakukan pendanaan atas defisit pendanaan yang terjadi. Berikut adalah hasil dari uji yang dilakukan terhadap setiap industri atas struktur modalnya:

a. Industri Dasar dan Kimia

Sampel yang digunakan untuk industri ini adalah:

1. ARNA Arwana Citramulia Tbk PT
2. BTON Betonjaya Manunggal Tbk PT
3. EKAD Ekadharma International Tbk PT
4. LION Lion Metal Works Tbk PT
5. SMGR Semen Gresik Persero Tbk PT

Hasil yang didapatkan dari dua permodelan yang dilakukan terhadap sampel pada industri ini adalah:

Tabel 4.8.

**Hasil Regresi Panel Data Model Watson dan Wilson (2002)
Industri Dasar dan Kimia**

Model Watson dan Wilson (2002)					
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	0.060193	4.650559*	0.0000	√	+
$\beta_{1(RE)}$	0.671249	5.129281*	0.0000	√	+
β_2	1.185816	8.897802*	0.0000	√	+
$\beta_{1(EI)}$	0.323061	2.067252**	0.0437	√	+

Keterangan: *,** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

Tabel 4.9.
Hasil Regresi Panel Data Model Syham-Sunder dan Myers (1999)
Industri Dasar dan Kimia

	Model Syham-Sunder dan Myers (1999)				
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	-0.01761	0.023415	0.4583	-	-
b_{PO}	0.203964	0.18364	0.2762	-	+
b_I	2.192444	0.787444*	0.0095	√	+

Keterangan: *,** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

b. Industri Konstruksi, Properti dan *Real Estate*

Sampel yang digunakan untuk industri ini adalah:

1. CTRS Ciputra Surya Tbk PT
2. GMTD Gowa Makassar Tourism Development Tbk PT
3. JAKA Jaka Inti Realtindo Tbk PT
4. JRPT Jaya Real Property Tbk PT
5. LAMI Lamicitra Nusantara Tbk PT

Hasil yang didapatkan dari dua permodelan yang dilakukan terhadap sampel pada industri ini adalah:

Tabel 4.10.
Hasil Regresi Panel Data Model Watson dan Wilson (2002)
Industri Konstruksi, Properti, dan *Real Estate*

Model Watson dan Wilson (2002)					
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	0.023961	2.274640**	0.0300	√	+
$\beta_{1(RE)}$	2.649144	3.729885*	0.0008	√	+
β_2	1.759024	7.459988*	0.0000	√	+
$\beta_{1(EI)}$	1.176583	0.980393	0.3345	-	+

Keterangan: *,** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

Tabel 4.11.
Hasil Regresi Panel Data Model Syham-Sunder dan Myers (1999)
Industri Konstruksi, Properti, dan *Real Estate*

	Model Syham-Sunder dan Myers (1999)				
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	-0.00253	-0.38109	0.706	-	-
b _{PO}	0.0391	1.903817	0.0673**	√	+
b _I	-0.72579	-1.90971	0.0665**	√	-

Keterangan: *, ** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

c. Industri Barang Konsumsi

Sampel yang digunakan untuk industri ini adalah:

1. AQUA Aqua Golden Mississippi Tbk PT
2. DLTA Delta Djakarta Tbk PT
3. GGRM Gudang Garam Tbk PT
4. INDF Indofood Sukses Makmur Tbk PT
5. KAEF Kimia Farma Tbk PT
6. MERK Merck Tbk PT
7. MLBI Multi Bintang Indonesia Tbk PT
8. MRAT Mustika Ratu Tbk PT
9. MYOR Mayora Indah Tbk PT
10. PYFA Pyridam Farma Tbk PT
11. STTP Siantar Top Tbk PT
12. TCID Mandom Indonesia Tbk PT
13. TSPC Tempo Scan Pacific Tbk PT
14. ULTJ Ultrajaya Milk Industry & Trading Co Tbk
15. UNVR Unilever Indonesia Tbk PT
16. HMSP HM. Sampoerna Tbk PT

Hasil yang didapatkan dari dua permodelan yang dilakukan terhadap sampel pada industri ini adalah:

Tabel 4.12.
Hasil Regresi Panel Data Model Watson dan Wilson (2002)
Industri Barang Konsumsi

Model Watson dan Wilson (2002)					
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	0.041026	4.194298*	0.0001	√	+
$\beta_{1(RE)}$	0.872579	6.765394*	0.0000	√	+
β_2	0.796515	6.547168*	0.0000	√	+
$\beta_{1(EI)}$	0.673585	2.379012*	0.0191	√	+

Keterangan:*,** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

Tabel 4.13.
Hasil Regresi Panel Data Model Syham-Sunder dan Myers (1999)
Industri Barang Konsumsi

Model Syham-Sunder dan Myers (1999)					
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	-0.0719	-1.96031	0.0529	-	-
b_{PO}	0.451804	2.451272	0.0161*	√	+
b_I	-0.05246	-0.07284	0.9421	-	-

Keterangan:*,** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

d. Industri Infrastruktur, Transportasi, dan Utilitas

Sampel yang digunakan untuk industri ini adalah:

1. BLTA Berlian Laju Tanker Tbk PT
2. HITS Humpuss Intermoda Transportasi Tbk PT
3. ISAT Indosat Tbk PT
4. PTRO Petrosea Tbk PT
5. RIGS Rig Tenders Indonesia Tbk PT
6. SMDR Samudera Indonesia Tbk PT

Hasil yang didapatkan dari dua permodelan yang dilakukan terhadap sampel pada industri ini adalah:

Tabel 4.14.
Hasil Regresi Panel Data Model Watson dan Wilson (2002)
Industri Infrastruktur, Transportasi, dan Utilitas

Model Watson dan Wilson (2002)					
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	0.018377	0.413037	0.6819	-	+
$\beta_{1(RE)}$	1.129226	2.053524**	0.0470	√	+
β_2	1.297226	12.56448*	0.0000	√	+
$\beta_{1(EI)}$	1.101258	1.990865	0.0537	-	+

Keterangan:*,** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

Tabel 4.15.
Hasil Regresi Panel Data Model Syham-Sunder dan Myers (1999)
Industri Infrastruktur, Transportasi, dan Utilitas

Model Syham-Sunder dan Myers (1999)					
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	-0.16491	-2.8817	0.0068*	√	-
b_{PO}	1.062423	7.960641	0.0000*	√	+
b_I	-2.53793	-1.70336	0.0976**	√	-

Keterangan:*,** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

e. Industri Perdagangan dan Jasa

Sampel yang digunakan untuk industri ini adalah:

1. AIMS Akbar Indo Makmur Stimec Tbk PT
2. ALFA Alfa Retailindo Tbk PT
3. BMTR Global Mediacom Tbk PT
4. FAST Fastfood Indonesia Tbk PT
5. HERO Hero Supermarket Tbk PT
6. HEXA Hexindo Adiperkasa Tbk PT
7. INTA Intraco Penta Tbk PT
8. LTLS Lautan Luas Tbk PT
9. MPPA Matahari Putra Prima Tbk PT
10. PANR Panorama Sentrawisata Tbk PT

11. PLIN Plaza Indonesia Realty Tbk PT
12. RALS Ramayana Lestari Sentosa Tbk PT
13. TGKA Tigaraksa Satria Tbk PT
14. TURI Tunas Ridean Tbk PT

Hasil yang didapatkan dari dua permodelan yang dilakukan terhadap sampel pada industri ini adalah:

Tabel 4.16.

Hasil Regresi Panel Data Model Watson dan Wilson (2002)

Industri Perdagangan dan Jasa

Model Watson dan Wilson (2002)					
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	0.062118	2.052962**	0.0429	√	+
$\beta_{1(RE)}$	0.167108	1.601413	0.1126	-	+
β_2	0.957008	7.534991*	0.0000	√	+
$\beta_{1(EI)}$	1.262790	6.305391*	0.0000	√	+

Keterangan: *, ** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

Tabel 4.17.

Hasil Regresi Panel Data Model Syham-Sunder dan Myers (1999)

Industri Perdagangan dan Jasa

Model Syham-Sunder dan Myers (1999)					
	Coef.	t-stat	Probabilitas	Signifikan	Pengaruh
Constant	-0.08318	-2.38259	0.0195*	√	-
b_{PO}	0.386837	3.624724	0.0005*	√	+
b_I	-2.04983	-1.40931	0.1625	-	-

Keterangan: *, ** signifikan pada tingkat keyakinan 95% dan 90%

Dari pemaparan tabel di atas, maka dapat disimpulkan bahwa:

Tabel 4.18.

Kesimpulan Pola Struktur Modal Industri

Industri	Struktur Modal Mengikuti Pola Teori <i>Pecking Order</i>	Pendanaan Defisit Lebih Banyak Menggunakan Hutang Jangka Panjang
Industri Dasar dan Kimia	Tidak	Ya
Industri Konstruksi, Properti, dan Real Estate	Ya	Ya
Industri Barang Konsumsi	Ya	Ya
Industri Infrastruktur, Transportasi, dan Utilitas	Tidak	Ya
Industri Perdagangan dan Jasa	Tidak	Ya

Hasil uji yang telah dilakukan dapat menjelaskan bahwa dari lima industri yang diteliti, setiap industri memiliki pola struktur modal yang berbeda-beda. Seperti industri barang konsumsi, perdagangan dan jasa, serta konstruksi properti, dan real estate dapat dilihat bahwa pendanaan untuk hartanya lebih banyak menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan yang terakhir adalah penerbitan ekuitas. Pola tersebut mengatakan bahwa teori *pecking order* dapat menjelaskan tentang pola struktur modalnya. Sedangkan untuk industri yang bergerak pada industri infrastruktur, utilitas, dan transportasi, serta industri dasar dan kimia lebih cenderung melakukan pendanaan hartanya dengan lebih banyak menggunakan hutang, kemudian laba ditahan dan yang terakhir adalah penerbitan ekuitas. Hal ini konsisten dengan apa yang dikatakan oleh Megginson (1997) bahwa pada negara berkembang, perusahaan yang bergerak di

industri utilitas, transportasi, dan perusahaan manufaktur memiliki rasio hutang terhadap ekuitas yang cukup tinggi.

