

SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN DAN TEORI *PECKING ORDER*

Yulia Pebrianti
Politeknik Negeri Sriwijaya
yuliapch@yahoo.co.id

Abstract

This research is aimed to test the correlation of product life cycle on pecking order theory. The research uses a data set consist of 14 companies listed as Jakarta Islamic Index in 2011-2015 period. Purposive sampling is used as sampling method. Regression analysis is used to compute the parameters. The results show that product life cycle has no significant correlation with pecking order theory.

Key words: industry life cycle and pecking order theory.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan antara siklus hidup perusahaan dengan teori *pecking order*. Penelitian ini menggunakan data yang terdiri dari 14 perusahaan yang tercatat sebagai saham syaria'ah di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara siklus hidup perusahaan dengan teori *pecking order*.

Kata kunci: siklus hidup perusahaan dan teori *pecking order*.

PENDAHULUAN

Siklus hidup perusahaan merupakan kajian dalam ilmu manajemen strategik yang membahas tentang perkembangan atau karakteristik hidup perusahaan. Setiap perusahaan akan mengalami lima tahap siklus kehidupan yaitu tahap pendirian, ekspansi, pertumbuhan tinggi, kedewasaan, dan penurunan. Penekanan dasar teori siklus hidup perusahaan adalah bahwa perusahaan sebagaimana halnya terjadi pada makhluk hidup berkembang melalui beberapa tahapan yang dimulai dari lahir dan diakhiri dengan kematian (Arifin: 2009).

Pada setiap tahap siklus kehidupan perusahaan ini, kebutuhan akan besarnya modal akan berbeda. Guna memenuhi kebutuhan tersebut perusahaan akan menggunakan strategi pendanaan berbeda pula. Damodaran (2001) dalam teori analisis siklus kehidupan pendanaan (*life cycle analysis of financing*) menggambarkan kerangka strategi pendanaan yang dipilih perusahaan dihubungkan dengan tahap siklus hidup perusahaan.

Salah satu strategi keuangan yang sangat diterapkan terkait dengan siklus hidup perusahaan adalah dalam hal keputusan pendanaan atau struktur modal. Di setiap siklus hidup perusahaan, ada perbedaan pemilihan alternatif pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan. Di dalam teori struktur modal, dikenal salah satu teori yang menggambarkan urutan kebutuhan pendanaan perusahaan yaitu teori *pecking order*.

Konsep *pecking order* merupakan konsep yang pertama kali diuraikan oleh Gordon Donaldson pada tahun 1961 dengan penelitian yang berjudul *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and Determination of Corporate Debt Capacity*. Pada konsep awalnya, dikemukakan bahwa perusahaan cenderung mendahulukan pendanaan dari sumber

internal guna membayar deviden dan mendanai investasi, bila kebutuhan dana kurang maka dipergunakan dana dari sumber eksternal sebagai tambahannya.

Teori *pecking order* yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) menggunakan dasar pemikiran bahwa tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu dan tentang hirarkhi sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan. Esensi teori ini adalah adanya dua jenis modal *external financing* dan *internal financing*. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* umumnya menggunakan utang dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu; (1) dana internal tidak mencukupi, dan (2) utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

Damodaran (2001) berpendapat kebutuhan sumber dana yang berasal dari internal maupun eksternal pada setiap tahap siklus hidup perusahaan sangat ditentukan oleh kemampuan perusahaan memperoleh aliran kas dan tingkat preferensi risiko. Secara umum pada tahap pendirian, sumber dana perusahaan banyak berasal dari pendiri perusahaan (sumber dana internal) dan utang bank. Pada tahap ekspansi, peningkatan kebutuhan dana dipenuhi dari modal ventura. Pada tahap pertumbuhan tinggi, perusahaan menjadi perusahaan publik (sumber dana eksternal). Pada tahap kedewasaan, kebutuhan dana eksternal mulai menurun karena sumber dana internal yang relatif cukup. Pada tahap terakhir, tahap penurunan, kebutuhan akan dana eksternal dan internal menurun drastis.

Weston dan Brigham (1981) memberi argumentasi untuk menjelaskan keputusan struktur modal perusahaan dengan pendekatan siklus hidup. Perusahaan kecil yang baru berdiri akan menggunakan modal dari pemilik (modal internal). Jika perusahaan sukses melewati tahap awal, ia akan mencari sumber dana lain seperti hutang dagang atau mengambil kredit jangka pendek dari bank. Pada tahap pertumbuhan tinggi, perusahaan ini akan mengalami masalah likuiditas karena terlalu mengandalkan sumber pembiayaan jangka pendek akibat terbatasnya dana jangka panjang. Pilihannya ketika masalah ini muncul adalah mengurangi tingkat pertumbuhan sesuai dengan besarnya dana internal atau mencari sumber pembiayaan yang agak *elusive* seperti *venture capital*.

Uji empiris hubungan antara siklus hidup perusahaan dengan struktur modal telah dilakukan, diantaranya, oleh Zaenal Arifin (2009) yang menemukan bahwa adanya pengaruh daur hidup perusahaan terhadap keputusan struktur modal hanya berlaku untuk perusahaan ukuran besar. Selain itu ditemukan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan tentang porsi hutang dari perusahaan pada level siklus hidup yang berbeda.

Jakarta Islamic Index atau JII adalah salah satu indeks saham yang ada di Indonesia yang menghitung index harga rata-rata saham untuk jenis saham-saham yang memenuhi kriteria syariah. Tujuan pembentukan JII adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di bursa efek. JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia. JII menjadi jawaban atas keinginan investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah. Dengan kata lain, JII menjadi pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi. Selain itu, JII menjadi tolak ukur kinerja (*benchmark*) dalam memilih portofolio saham yang halal (www.wikipedia.com).

Jadi dapat disimpulkan, saham-saham yang masuk kriteria JII adalah saham-saham halal, yang operasionalnya tidak mengandung unsur *ribawi* dan struktur permodalan perusahaan bukan mayoritas dari hutang. Selain halal, saham-saham yang masuk dalam JII juga merupakan saham-saham yang paling besar kapitalisasi pasarnya, dan paling likuid.

Maka saham-saham JII ini pada umumnya mempunyai struktur modal yang sehat dan tidak terbebani bunga hutang berlebihan, dengan kata lain *debt-to equity* rasionya masih proporsional. Rasio DER yang lebih wajar berpotensi meningkatkan keuntungan emiten dan terhindar dari beban keuangan jangka panjang.

Berdasarkan uraian diatas, peneliti tertarik untuk meneliti bagaimana hubungan antara siklus hidup perusahaan dengan teori *pecking order* pada perusahaan yang terdaftar di JII.

TINJAUAN PUSTAKA

Modal merupakan salah satu faktor produksi terpenting yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasi perusahaan. Strategi pemenuhan modal perusahaan berhubungan dengan kebijakan struktur modal. Sumber modal perusahaan berasal dari dua sumber yaitu dari dalam perusahaan (internal) dan dari luar perusahaan (eksternal). Sumber modal internal berasal dari laba (kas), biaya penyusutan, dan suntikan modal dari pemilik perusahaan. Sedangkan sumber modal eksternal berasal dari utang dan saham.

Keputusan apakah modal dipenuhi dari sumber internal atau eksternal merupakan suatu keputusan yang tidak mudah. Penggunaan sumber eksternal tidak menjadi masalah selama perusahaan mengalami pertumbuhan, karena perusahaan mempunyai harapan memperoleh laba dan arus kas yang cukup tinggi untuk menutupi kewajiban terhadap pemilik modal. Namun tidak demikian dengan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan, penggunaan sumber eksternal akan menambah beban dalam bentuk kewajiban membayar bunga dan turunny nilai perusahaan.

Setiap perusahaan akan mengalami lima tahap siklus kehidupan yaitu tahap pendirian, ekspansi, pertumbuhan tinggi, kedewasaan dan penurunan. Pada setiap tahap siklus kehidupan ini kebutuhan akan besarnya modal akan berbeda. Guna memenuhi kebutuhan tersebut perusahaan akan menggunakan strategi pendanaan berbeda pula. Damodaran (2001) dalam teori analisis siklus kehidupan pendanaan (*life cycle analysis of financing*) menggambarkan kerangka strategi pendanaan yang dipilih perusahaan dihubungkan dengan tahap siklus hidup perusahaan.

Tahapan siklus hidup perusahaan yang dikemukakan oleh Damodaran ini tidak berbeda dengan siklus hidup produk dalam pemasaran yang terkenal itu. Pada teori siklus hidup produk Kotler (1985) berpendapat bahwa bila produk mempunyai siklus hidup berarti ada empat hal yang harus diperhatikan. Pertama, setiap produk mempunyai batas umur, kedua, penjualan produk melewati tahap-tahap yang jelas dan setiap tahap memberi tantangan berbeda, ketiga, keuntungan yang diperoleh akan meningkat dan menurun pada tahap berbeda, dan terakhir perusahaan dituntut menetapkan strategi yang berbeda dalam hal pemasaran, keuangan, produksi, personalia maupun pembelian pada setiap tahap siklus hidup produk. Dari keempat hal tersebut salah satu yang terpenting adalah menetapkan strategi keuangan.

Damodaran (2001) berpendapat kebutuhan sumber dana yang berasal dari internal maupun eksternal pada setiap tahap siklus hidup perusahaan sangat ditentukan oleh kemampuan perusahaan memperoleh aliran kas dan tingkat preferensi risiko. Secara umum pada tahap pendirian, sumber dana perusahaan banyak berasal dari pendiri perusahaan (sumber dana internal) dan utang bank. Pada tahap ekspansi, peningkatan kebutuhan dana dipenuhi dari modal ventura. Pada tahap pertumbuhan tinggi, perusahaan menjadi perusahaan publik (sumber dana eksternal). Pada tahap kedewasaan, kebutuhan dana eksternal mulai menurun karena sumber dana internal yang relatif cukup. Pada tahap terakhir, tahap penurunan, kebutuhan akan dana eksternal dan internal menurun drastis.

Studi tentang struktur modal perusahaan telah banyak dilakukan, diantaranya teori struktur modal tradisional, teori Modigliani dan Miller (1958), *Static Trade-Off* yang dikemukakan oleh Miller (1977) dan teori *Pecking Order Hypothesis* oleh Myers dan Majluf (1984). Penggunaan alternatif sumber dana perusahaan dengan teori *Static Trade-Off* didasarkan pada *cost* dan *benefit*-nya antara biaya modal dan keuntungan penggunaan utang yaitu, biaya kebangkrutan dan keuntungan pajak. Penentuan struktur modal perusahaan dengan *Pecking Order Hypothesis* didasarkan pada keputusan pendanaan secara hierarki.

Myers dan Majluf (1984) mengemukakan bahwa manajer yang mengetahui jika nilai perusahaan mereka tinggi maka akan menerbitkan saham tetapi jika nilai perusahaan rendah maka akan menggunakan kas yang berasal dari laba atau dengan kata lain perusahaan mengutamakan sumber dana internal yang berasal dari kas, dan apabila sumber dana internal tidak mencukupi maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman yaitu obligasi, kemudian sekuritas yang berkarakteristik opsi, apabila belum mencukupi baru menerbitkan saham.

Damodaran (2001) yang diterjemahkan bebas oleh Gumanti (2001) membagi lima tahap siklus hidup produk yang dihubungkan dengan keputusan pendanaan. Tahap pertama adalah Tahap Pendirian (*start up*). Tahap ini adalah tahap permulaan bagi setiap perusahaan baru. Segala sesuatu yang mendukung operasi perusahaan bersifat baru, misalnya tenaga kerja, tempat, dan fasilitas lainnya. Biasanya perusahaan yang baru didirikan berbentuk perusahaan perorangan dimana kebutuhan modalnya dipenuhi oleh pemilik (pendiri) ditambah dana pinjaman dari bank. Sifat dari perusahaan yang baru berdiri adalah keengganan mereka untuk mengandalkan pinjaman dana dari pihak luar karena kemampuan infrastuktur masih belum memungkinkan.

Tahap kedua adalah Tahap Ekspansi. Pada tahap ini perusahaan sudah memiliki pelanggan dan cukup mampu memposisikan keberadaannya di pasar. Manajemen termotivasi untuk melakukan pengembangan, untuk itu dibutuhkan dana yang tidak sedikit. Pada tahap ini kebutuhan dana eksternal sangat tinggi karena aliran kas masuk relatif kecil. Pilihan awal biasanya berasal dari dana privat atau perorangan (*private equity*) dan modal venture (*venture capital*). Tidak jarang perusahaan akan mengambil keputusan untuk menjadi perusahaan publik (*go public*).

Tahap ketiga adalah Tahap Pertumbuhan (*high growth*). Begitu memasuki masa transisi untuk menjadi perusahaan publik, pilihan sumber pendanaan menjadi semakin terbuka. Pada tahap ini, kebutuhan dana eksternal bersifat moderat relatif terhadap nilai perusahaan. Kecenderungan perilaku aliran kas pada tahap ini masih tidak jauh berbeda dengan tahap kedua dimana laba yang diperoleh masih belum seimbang dibandingkan dengan pendapatan usaha (penjualan dan aliran kas yang masuk juga belum banyak sementara kebutuhan investasi relatif tinggi). Biasanya perusahaan yang sudah menjadi perusahaan publik dan berada pada tahap pertumbuhan akan mencari alternatif pendanaan lain selain menambah saham yang ditawarkan ke publik melalui mekanisme *right issue* atau opsi ekuitas (*equity options*). Bila perusahaan memilih untuk menggunakan sumber dana utang, ada kecenderungan untuk memilih bentuk utang yang dapat dikonversi (*convertible debt*).

Tahap keempat adalah Tahap Kedewasaan (*mature*). Perusahaan yang memasuki tahap ini mempunyai dua ciri. Ciri yang pertama adalah adanya peningkatan laba dan aliran kas yang cepat sebagai cermin dari keberhasilan investasi masa lalu. Ciri kedua yaitu kebutuhan dana untuk investasi pada produk dan proyek baru akan mulai menurun. Tingkat pertumbuhan perusahaan akan mulai mendatar. Pada tahap ini kebutuhan dana eksternal mulai menurun dan sebagai gantinya, karena perusahaan telah mampu mencukupi kebutuhan dana dari dalam, dana internal akan lebih menarik untuk dijadikan alternatif pendanaan.

Jenis kebutuhan dana dari luar mulai berubah. Perusahaan akan lebih menyukai dana utang, khususnya dari bank atau dengan menerbitkan obligasi.

Kemudian tahap terakhir dalam siklus hidup produk ini adalah tahap Penurunan (*decline*). Pada tahap ini ciri utama yang ditemui adalah penurunan yang stabil terhadap pendapatan dan laba sebagai konsekuensi dari kedewasaan perusahaan dan masuknya pesaing-pesaing baru. Walaupun investasi yang ada masih mampu menghasilkan aliran kas, tetapi jumlahnya relatif tidak banyak. Disamping itu, kebutuhan perusahaan untuk investasi baru mulai menurun. Pada tahap ini kebutuhan dana eksternal menurun drastis karena proyek-proyek atau investasi baru juga menurun dan jumlah dana internal yang tersedia di perusahaan sangat besar. Perusahaan berpikir bahwa penjualan saham atau obligasi sudah bukan alternatif yang menarik lagi bahkan dengan kelebihan dana internal perusahaan mulai berpikir untuk melunasi semua kewajibannya atau membeli balik sahamnya. Pada tahap ini dapat dikatakan bahwa perusahaan secara bertahap mengalami apa yang disebut sebagai *melikuidasi diri sendiri*.

Tabel 1
Analisis Siklus Kehidupan Pendanaan

Kebutuhan Dana Luar	Tinggi, tetapi dibatasi oleh infrastuktur	Tinggi, relatif terhadap nilai perusahaan.	Moderat, relatif terhadap nilai perusahaan.	Menurun, sebanding presentase nilai perusahaan	Rendah, karena proyek menyusut
Pendanaan Internal	Negatif atau rendah	Negatif atau rendah	Rendah, relatif terhadap kebutuhan pendanaan	Tinggi, relatif terhadap kebutuhan pendanaan	Lebih dari kebutuhan pendanaan
Pendanaan Eksternal	Modal pemilik, utang bank	Modal ventura, saham biasa	Saham biasa, warran, <i>convertibles</i>	Utang	Bayar utang, beli kembali saham
Tahap Pertumbuhan	Tahap 1 Pendirian	Tahap 2 Ekspansi	Tahap 3 Pertumbuhan	Kedewasaan	Penurunan

(Sumber: Damodaran, 2001)

Hipotesis

Berdasarkan kajian dan temuan empiris tersebut maka Hipotesis yang diajukan adalah terdapat hubungan yang signifikan antara siklus hidup perusahaan dengan teori *pecking order*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) pada tahun 2015. Namun, karena pengukuran siklus hidup perusahaan memerlukan data pertumbuhan lima tahun terakhir, maka data akan diambil sejak tahun 2011.

Variabel dan Pengukuran

Teori Pecking Order. Dalam penelitian ini teori *pecking order* dalam struktur modal diukur dengan membandingkan rasio antara hutang jangka panjang dan modal sendiri atau rasio DER (*Debt to Equity Ratio*). Rasio ini dianggap lebih tepat menggambarkan struktur modal karena hanya membandingkan komponen modal jangka panjang.

Daur Hidup Perusahaan. Pengukuran daur hidup dalam penelitian ini mengacu pada metode Agrawal dan Gup (1996) yang mengelompokkan daur hidup perusahaan berdasarkan pertumbuhan penjualan kumulatif dalam lima tahun terakhir. Pertumbuhan Penjualan adalah perbandingan dari perubahan (kenaikan ataupun penurunan) dalam jumlah total penjualan pada aktiva akhir tahun terhadap awal tahun. Pertumbuhan penjualan dinyatakan dalam satuan persentase. Pertumbuhan penjualan kumulatif diklasifikasikan dengan ketentuan sebagai berikut:

Tabel 1
Pertumbuhan Penjualan Kumulatif

Tahap Daer Hidup	Pertumbuhan Lima Tahun
<i>Start-up/ Pioneering</i>	50% atau lebih
<i>Growth</i>	10% - 49,9%
<i>Maturity</i>	0 – 9,9%
<i>Decline</i>	Kurang dari 0%

Metode Analisis Data

Untuk menguji hipotesis pertama bahwa ada hubungan dan pengaruh daur hidup perusahaan terhadap teori *pecking order* struktur modal perusahaan digunakan persamaan regresi berikut:

$$Y = a + bx$$

Dimana:

Y = Siklus Hidup Perusahaan

x = *Pecking Order*

Berikut ini langkah atau prosedur analisis data penelitian berdasarkan model analisis regresi sederhana (Sunnyoto, 2011):

Uji Asumsi Klasik

Menurut Algifari (2009) uji penyimpangan asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui beberapa penyimpangan yang terjadi pada data yang digunakan untuk penelitian. Hal ini agar model regresi bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimated*). Asumsi klasik yang digunakan pada penelitian ini yaitu: uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

Menghitung Koefisien Korelasi

X_1 (PLC) terhadap Y (DER) digunakan teknik korelasi. Analisis korelasi yang digunakan adalah *Pearson Product Moment* (PPM). Korelasi PPM dilambangkan (r) dengan ketentuan nilai r tidak lebih dari harga $(-1 \leq r \leq + 1)$. Apabila nilai $r = -1$ artinya korelasinya negatif sempurna; $r = 0$ artinya tidak ada korelasi; $r = 1$ berarti korelasinya sangat kuat (Sarwono dan Budiono, 2012). Sedangkan arti harga r akan dikonsultasikan dengan tabel interpretasi nilai r sebagai berikut:

Tabel 2
 Interpretasi Koefisien Korelasi Nilai r

Interval Koefisien	Tingkat Hubungan
0,80 – 1,000	Sangat Kuat
0,60 – 0,799	Kuat
0,40 – 0,599	Cukup Kuat
0,20 – 0,399	Rendah
0,00 – 0,199	Sangat Rendah

Sumber: Riduwan dan Kuncoro (2012)

Pengujian lanjutan yaitu uji signifikansi yang berfungsi untuk mencari makna hubungan variable X terhadap Y. Selanjutnya untuk menyatakan besar kecilnya sumbangan variabel X terhadap Y dapat ditentukan dengan rumus koefisien determinan. Koefisien determinan adalah kuadrat dari koefisien korelasi PPM yang dikalikan 100% (Riduwan dan Kuncoro, 2012).

Uji Hipotesis

Variabel-variabel dalam penelitian ini diuji dengan metode regresi multivariat dengan tingkat probabilitas ($\alpha = 5\%$). Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah perubahan variabel independen mempunyai pengaruh terhadap variabel independen atau tidak (Wibisono, 2009). Hipotesis penelitian ini akan diterima jika variabel independen mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen.

H: Ada kaitan antara siklus hidup perusahaan dengan teori *pecking order*.

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) berguna untuk mengukur seberapa besar peranan variabel bebas (X_1, X_2, X_3) secara bersama-sama menjelaskan perubahan yang terjadi pada dasar variabel terikat (Y). Nilai koefisien determinasi (R^2) antara 0 (nol) dan 1 (satu). Nilai R^2 yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Sarwono dan Budiono, 2012).

PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif dimaksudkan untuk menggambarkan mengenai data yang digunakan dalam penelitian. Analisis ini bertujuan untuk membuat gambaran secara sistematis data yang faktual dan akurat mengenai fakta-fakta serta hubungan antar fenomena yang diteliti.

Berdasarkan hasil yang diperoleh dengan melakukan pengujian statistik deskriptif dapat diketahui karakteristik data penelitian yang digunakan. Analisis deskriptif untuk masing-masing variabel dalam penelitian ini yaitu keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan dividen dan nilai perusahaan disajikan pada tabel:

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Siklus Hidup Produk (X)	17,2543	30,94467	70

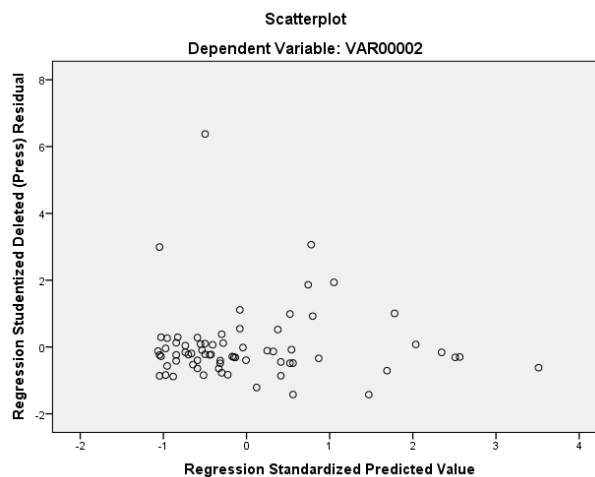
Struktur Modal (Y)	,7337	,54839	70
--------------------	-------	--------	----

Berdasarkan data pada tabel, terlihat jumlah data penelitian sebanyak 70 data yang dikumpulkan per tahun selama lima tahun yaitu dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2015. Variabel X memiliki nilai mean sebesar 17,2543 yang menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan JII berada pada tahap *growth* dari siklus hidup produk dan dapat diketahui bahwa nilai standar deviasi untuk variabel X ini sebesar 30,94467. Variabel Y memiliki nilai mean sebesar 0,7337 dan nilai standar deviasi sebesar 0,54839.

Uji Asumsi Klasik

4.2.1 Uji Heteroskedastisitas

Bila signifikansi hasil korelasi lebih kecil dari 0,05 (5%), maka persamaan regresi tersebut terjadi heteroskedastisitas, dan sebaliknya jika hasil korelasi lebih besar dari 0,05 (5%) berarti terjadi non heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas pada variabel nilai perusahaan (Y) dengan menggunakan grafik scatterplot dapat dilihat pada gambar berikut :



Tampak dari Grafik scatterplot pada Gambar diatas terlihat titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, hasil ini menunjukkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada variabel nilai perusahaan (Y).

Uji Multikolinearitas

Pedoman untuk mengetahui suatu model regresi apakah memiliki problem multikolinearitas atau tidak adalah :

- Bila variabel-variabel yang memiliki angka VIF dibawah 10 dan angka toleransi value dibawah 1, model regresi bebas dari multikolinearitas.
- Bila variabel-variabel memiliki angka VIF lebih besar dari 10 dan mempunyai toleransi value di atas 1. Maka model regresi terjadi problem multikolinearitas.

Hasil menunjukkan nilai VIF dan *tolerance* disajikan pada tabel berikut:

Model		Coefficients ^a				Collinearity Statistics		
		Unstandardized Coefficients B	Std. Error	Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	4,462	,000		.	.		
	VAR00002	,077	,000	1,000	.	.	1,000	1,000

a. Dependent Variable: VAR00001

Pada tabel diatas, diketahui bahwa variabel bebas dalam persamaan regresi ini bebas dari adanya indikasi multikolonieritas karena memiliki angka VIF dibawah 10 dan angka toleransi value dibawah 1.

Uji Autokorelasi

Penyimpangan model regresi klasik yang lain adalah adanya autokorelasi dalam model regresi yaitu adanya korelasi antar anggota sampel. Hasil perhitungan diperoleh nilai Durbin Watson *Test* untuk nilai perusahaan sebagai variabel dependen adalah sebesar 1,917, sedang nilai Durbin Watson tersebut berada pada interval tidak ada autokorelasi yaitu dapat dibuktikan pada tabel berikut ini:

Model	R	R Square	Model Summary ^b		
			Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,054 ^a	,003	-,012	31,12656	1,631

a. Predictors: (Constant), VAR00001

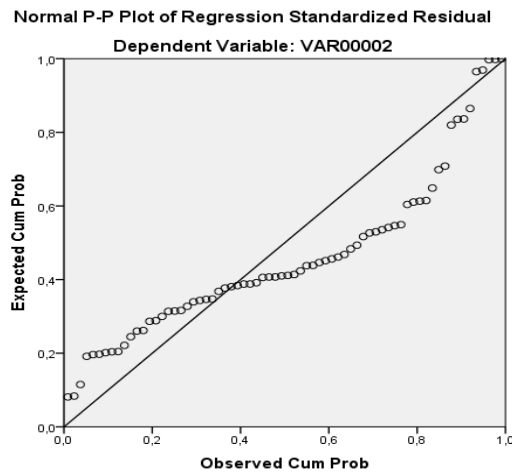
b. Dependent Variable: VAR00002

Nilai Durbin-Watson dilihat pada kolom paling kana sebesar 1,631. Terjadi otokorelasi jika angka Durbin-Watson (DW) sebesar $1 > DW > 3$. Penghitungan didasarkan data observasi menghasilkan nilai sebesar 1,631. Nilai DW: $1 < 1,631 < 3$. Dengan demikian tidak terjadi otokorelasi.

Uji Normalitas

Uji Normalitas ini dilakukan karena data yang diuji dengan statistik parametrik harus berdistribusi normal. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Uji normalitas dapat dilakukan dengan melihat grafik histogram maupun grafik P-P plot.

Berdasarkan grafik normal P-P Plot untuk variabel dependen nilai perusahaan terlihat titik-titik pada grafik masih menyebar disekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data penelitian terdistribusi secara normal. Grafik P-P plot dapat dilihat pada gambar di bawah ini:



Dari gambar tersebut diatas menunjukkan adanya hubungan linier antara varabel jumlah kunjungan dan tingkat kepuasan karena sebaran data mengikuti garis lurus dari kiri bawah ke arah kanan atas. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data penelitian terdistribusi secara normal.

Uji Hipotesis

Korelasi

Berdasarkan hasil korelasi melalui pengolahan data yang dilakukan, maka dapat diketahui seberapa besar hubungan antar variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Hasil korelasi dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut ini:

Correlations

		Y	X
Pearson Correlation	Y (sales growth)	1,000	,054
	X (DER)	,054	1,000
Sig. (1-tailed)	Y	.	,330
	X	,330	.
N	Y	70	70
	X	70	70

Berdasarkan hasil uji korelasi pada tabel 4.4, dapat diketahui bahwa struktur modal memiliki hubungan searah (positif) namun sangat rendah dengan *sales growth* yaitu sebesar 0,054. Tingkat signifikansi sebesar 0,330 yang berarti bahwa struktur modal memiliki hubungan yang tidak signifikan dengan sales growth ($0,330 > 0,05$).

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,054 ^a	,003	-,012	31,12656	1,631

a. Predictors: (Constant), Siklus hidup produk

b. Dependent Variable: Struktur modal

Nilai *R square* dalam tabel diatas ialah sebesar 0,003. Angka *R square* disebut juga sebagai angka koefisien determinasi, yaitu sebesar 0,003 atau sama dengan 0,3%. Angka tersebut berarti bahwa sebesar 0,3% struktur modal dapat dijelaskan dengan menggunakan variabel *sales growth*.

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	189,831	1	189,831	,196	,659 ^b
	Residual	65882,665	68	968,863		
	Total	66072,496	69			

a. Dependent Variable: Struktur modal

b. Predictors: (Constant), Siklus hidup produk

Uji ANOVA menghasilkan angka F sebesar 0,196 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,659 (lebih besar dari 0,05) yang berarti bahwa siklus hidup perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan.

Untuk menguji apakah memang benar variabel bebas siklus hidup produk mempengaruhi variabel tergantung struktur modal, maka akan dilakukan pengujian menggunakan angka F dari keluaran ANOVA diatas dengan langkah sebagai berikut:

- 1) Membuat hipotesis sebagai berikut:
Ho: Siklus hidup produk tidak berpengaruh terhadap struktur modal
H₁: siklus hidup produk berpengaruh terhadap struktur modal
- 2) Menghitung nilai F tabel dengan ketentuan sebagai berikut:
 $\alpha = 0,05$
Nilai F dari tabel untuk N-2 pada penelitian ini adalah sebesar $70-2 = 68$ yaitu didapat nilai degree of freedom (df) sebesar 3,98
- 3) Menentukan kriteria didasarkan pada ketentuan:
Jika F hitung (Fo) > F tabel, maka Ho ditolak dan H₁ diterima
Jika F hitung (Fo) < F tabel, maka Ho diterima dan H₁ ditolak
- 4) Mengambil keputusan, yaitu karena nilai Fo dari tabel ANOVA sebesar 0,196 < nilai F tabel sebesar 3,98; maka Ho diterima dan H₁ ditolak. Artinya siklus hidup produk tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	15,035	6,243		2,408	,019
	VAR00001	3,025	6,833	,054	,443	,659

a. Dependent Variable: VAR00002

Bagian ini menggambarkan persamaan regresi untuk mengetahui angka konstan dan uji hipotesis signifikansi koefisien regresi. Persamaan regresinya adalah:

$$Y = a + b^x$$

Dimana:

Y = struktur modal

X = siklus hidup produk

- a = angka konstan dari unstandardized coefficient yang dalam penelitian ini ialah sebesar 15,035. Angka ini berupa angka konstan yang mempunyai arti: besarnya tingkat kepuasan saat nilai x (siklus hidup produk) sama dengan 0.
- b = angka koefisien regresi sebesar 3,025. Angka tersebut mempunyai arti bahwa setiap penambahan angka siklus hidup produk, maka struktur modal akan meningkat sebesar 3,025. Sebaliknya jika angka ini negatif (-) maka berlaku penurunan pada tingkat kepuasan.

Oleh karena itu, persamaannya menjadi:

$$Y = 15,035 + 3,025 X$$

Untuk mengetahui apakah koefisien regresi signifikan atau tidak, maka akan digunakan uji t untuk menguji signifikansi konstanta dan variabel jumlah kunjungan yang digunakan sebagai predictor untuk variabel tingkat kepuasan.

- 1) Membuat hipotesis sebagai berikut:
Ho = koefisien regresi tidak signifikan
H₁ = koefisien regresi signifikan
- 2) Menghitung nilai t tabel dengan ketentuan sebagai berikut:
 $\alpha / 2 = 0,05/2 = 0,025$
Degree of Freedom (DF) = jumlah data-2 atau 70-2 = 68
Dengan ketentuan tersebut didapat kan nilai t dari tabel sebesar 1,995
- 3) Menentukan kriteria didasarkan pada ketentuan yang ada seperti berikut:
Jika t hitung (t_o) < t tabel, maka Ho diterima dan H₁ ditolak
Jika t hitung (t_o) > t tabel, maka Ho ditolak dan H₁ diterima
- 4) Membuat keputusan sebagai berikut:
Karena nilai t hitung dari keluaran diatas untuk variabel struktur modal (t_o) sebesar 0,443 < t tabel, maka Ho diterima dan H₁ ditolak. Artinya koefisien regresi tidak signifikan.

KESIMPULAN

Berdasarkan pengolahan data yang telah dilakukan menunjukkan bahwa antara teori *pecking order* dengan proksi struktur modal dan siklus hidup perusahaan dengan proksi *sales growth* memiliki hubungan yang sangat rendah dengan nilai keterkaitan tidak lebih dari 0,5%. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada perusahaan (emiten) yang berkategori saham syari'ah pada Jakarta Islamic Index (JII), siklus hidup perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan struktur modalnya. Ini artinya, terdapat hubungan yang tidak signifikan antara siklus hidup perusahaan dengan teori *pecking order*.

DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zaenal, 2009. Teori Keuangan dan Pasar Modal. EKONISIA, Yogyakarta, Indonesia.
- Damodaran, A. 2001. *Corporate Finance: Theory and Practice, Second edition*, Wiley and Sons, New York.
- Gumanti, Tatang Ary, The Indonesian Journal of Accounting Research (Jurnal Riset Akuntansi Indonesia) vol. 10 no. 3 (Sep. 2007)
- Kotler, Philip. 1985, *Manajemen Pemasaran*, Penerbit Erlangga.
- Modigliani F, Miller MH., 1958. *The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment*. *The American Economic Review*, vol.XLVIII, no.3, pp 261-297.
- Myers and Majluf, S.C., 1984, *The Capital Structure Puzzle*, *Journal of Finance*, Vol. XXXIX, July, page 144-155.
- Weston, J.Fred, and Thomas E.Copeland. 1992. *Manajemen Keuangan (Edisi ke-2)*. Terjemahan oleh: Yohanes Lamarto. Erlangga, Jakarta, Indonesia.
- Wikipedia. 2013. *Jakarta Islamic Index (Online)*. (<http://www.wikipedia.com>, diakses 10 Maret 2016).