

BAB II

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Asimetri Informasi

Asymmetric Information atau ketidaksamaan informasi adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai kondisi atau prospek perusahaan dari pada yang dimiliki investor (Brigham, 1999). Asimetri informasi ini terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak dari pada para investor (Husnan, 1996).

Kurangnya informasi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal kepada pihak luar tentang informasi keuangan yang dapat dipercaya yang akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan yang akan datang (Wolk, 2000). Dengan demikian, penerbitan laporan arus kas sebagai salah satu bagian dari laporan keuangan akan menyebabkan investor dapat menilai kondisi keuangan perusahaan dan mengurangi informasi asimetris.

Pengertian asimetri informasi menurut Jensen dan Meckling (1976) menambahkan bahwa jika kedua kelompok (agen dan prinsipal) tersebut adalah orang-orang yang berupaya memaksimalkan utilitasnya sehingga terdapat alasan yang kuat untuk meyakini bahwa agen tidak akan selalu bertindak yang terbaik

untuk kepentingan prinsipal. Prinsipal dapat membatasinya dengan menetapkan insentif yang tepat bagi agen dan melakukan monitor yang didesain untuk membatasi aktivitas agen yang menyimpang.

Laporan keuangan merupakan sarana pengkomunikasian informasi keuangan kepada pihak-pihak di luar korporasi. Laporan keuangan memiliki kelemahan tertentu, sekalipun pembuatan laporan keuangan diatur oleh suatu standar yang telah ditetapkan, namun perlu disadari bahwa laporan keuangan mengandung banyak asumsi, penilaian, serta pemilihan metode perhitungan yang dapat digunakan oleh pembuatnya. Adanya asimetri informasi memungkinkan adanya konflik antara *principal* dan *agent* untuk saling mencoba memanfaatkan. Eisenhardt (1989) mengemukakan tiga asumsi sifat dasar manusia yaitu:

1. Manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*).
2. Manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*).
3. Manusia selalu menghindari resiko (*risk adverse*).

2.1.1 Macam Asimetri Informasi

Menurut Scott (2000), terdapat dua macam asimetri informasi yaitu:

1. *Adverse selection*, yaitu bahwa para manajer serta orang-orang dalam lainnya biasanya mengetahui lebih banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan dibandingkan investor pihak luar. Fakta yang mungkin dapat mempengaruhi keputusan yang akan diambil oleh pemegang saham tersebut tidak disampaikan informasinya kepada pemegang saham.

2. *Moral hazard*, yaitu bahwa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham maupun pemberi pinjaman. Sehingga manajer dapat melakukan tindakan diluar pengetahuan pemegang saham yang melanggar kontrak dan sebenarnya secara etika atau norma mungkin tidak layak dilakukan.

2.2 Teori Signalling

Menurut Wolk (2001) teori sinyal menjelaskan alasan perusahaan menyajikan informasi untuk pasar modal. Teori sinyal menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pihak-pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut. Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal-sinyal pada pengguna laporan keuangan.

Menurut Jama'an (2008) *signaling theory* mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Teori sinyal menjelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan oleh manajer untuk mengurangi asimetri informasi. Manajer memberikan informasi melalui laporan keuangan bahwa mereka menerapkan kebijakan akuntansi konservatisme yang menghasilkan laba yang lebih berkualitas karena prinsip ini mencegah perusahaan melakukan tindakan

membesar-besarkan laba dan membantu pengguna laporan keuangan dengan menyajikan laba dan aktiva yang tidak *overstate*.

Menurut Maria Immaculatta (2006) kualitas *investor decision* dipengaruhi oleh kualitas informasi yang diungkapkan perusahaan dalam laporan keuangan. Kualitas informasi tersebut bertujuan untuk mengurangi asimetri informasi yang timbul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa mendatang dibanding pihak eksternal perusahaan. Informasi yang berupa pemberian peringkat obligasi perusahaan yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi sinyal kondisi keuangan perusahaan tertentu dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki.

Teori signal juga dapat membantu pihak perusahaan (agen), pemilik (prinsipal), dan pihak luar perusahaan mengurangi asimetri informasi dengan menghasilkan kualitas atau integritas informasi laporan keuangan. Untuk memastikan pihak-pihak yang berkepentingan meyakini keandalan informasi keuangan yang disampaikan pihak perusahaan (agen), perlu mendapatkan opini dari pihak lain yang bebas memberikan pendapat tentang laporan keuangan (Jama'an, 2008).

2.3 Struktur Modal

Pengertian struktur modal menurut Martono dan Agus Harjito (2010) menyatakan bahwa struktur modal adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri.

Menurut Riyanto (2008) struktur modal adalah pembelanjaan permanen dimana mencerminkan pengimbangan antar hutang jangka panjang dan modal sendiri. Modal sendiri adalah modal yang berasal dari perusahaan itu sendiri (cadangan laba) atau berasal dari mengambil bagian, peserta, atau pemilik (modal saham, modal peserta dan lain-lain).

Dari beberapa pengertian di atas maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan bauran atau perbandingan antara modal asing dengan modal sendiri yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitya.

2.3.1 Teori Struktur Modal

1. Teori Modigliani Miller

Menurut Modigliani dan Miller (dalam Karadeniz *et al*, 2009), besarnya nilai perusahaan tergantung pada besarnya penggunaan hutang dalam struktur modal. Semakin besar penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan maka akan semakin besar pula nilai perusahaan. Dengan pendekatan ini, ada anggapan bahwa struktur modal yang didominasi dana eksternal berupa hutang akan semakin meningkatkan nilai sebuah perusahaan. Hutang yang meningkat tentu akan menimbulkan biaya bunga yang besar. Namun, dengan adanya biaya bunga ini, justru akan menurunkan jumlah *Earning Before Tax* sehingga jumlah beban pajak yang harus dibayarkan akan semakin kecil.

Sebuah perusahaan yang struktur modalnya didominasi oleh hutang, akan memunculkan beberapa kelemahan, salah satunya adalah risiko perusahaan akan meningkat. Risiko yang dimaksud adalah jika pada saat tertentu perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba perusahaan tidak mampu mencukupi

beban bunga, maka akan merugikan pemegang saham perusahaan karena harus menutupi kekurangan biaya bunga tersebut.

2. Teori *Pecking Order*

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan lebih suka pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal, hutang yang aman dibandingkan hutang yang berisiko serta yang terakhir adalah saham biasa (Myers, 1984). Teori *pecking order* yang dibangun berdasarkan beberapa asumsi menekankan pada pentingnya *financial slack* yang cukup di perusahaan guna mendanai proyek-proyek bagus dengan dana internal. *Internal equity* diperoleh dari laba ditahan. Hutang diperoleh dari pinjaman kreditur, sedangkan eksternal *equity* diperoleh karena perusahaan menerbitkan saham baru.

Pecking order theory yang dikemukakan oleh Myers (1984) menggunakan dasar pemikiran bahwa tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu dimana hanya ada tentang hierarki 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 hutang 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 hutang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu; (1) dana internal tidak mencukupi, dan (2) utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Maka dari itu, teori *pecking order* ini membuat hierarki sumber dana, yaitu dari internal (laba ditahan), dan eksternal (utang dan saham).

Ada juga pendapat dari Myers (1984) bahwa pemilihan sumber eksternal disebabkan karena adanya asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham. Asimetri informasi terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemegang saham.

3. Teori *Agency Cost*

Menurut Jensen dan Meckling (1976), *agency cost* terbagi menjadi tiga, yaitu : Pertama, *the monitoring expenditure by the principal* berarti biaya yang harus dikeluarkan dan ditanggung oleh prinsipal (pemilik) untuk memonitoring perilaku agen. Kedua, *the bonding cost* merupakan biaya yang harus ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan principal. Ketiga, *the residual cost* merupakan pengorbanan sebagai akibat berkurangnya kemakmuran principal dari perbedaan keputusan antara principal dan agen.

4. Teori *Trade Off*

Menurut *trade-off theory* yang diungkapkan oleh Myers *et al* (2001), “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)”. Biaya kesulitan keuangan (*Financial distress*) adalah biaya kebangkrutan dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat turunnya kredibilitas suatu perusahaan. *Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan asimetri

informasi sebagai imbalan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*). *Trade-off theory* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak.

2.3.2 Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Menurut Bundala (2012) ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu :

1. Profitabilitas

Profitabilitas akan memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal. Perusahaan akan lebih mengutamakan pendanaan internal dan memberikan kebijakan dividen yang tetap. Maka dari itu, profitabilitas yang tinggi akan menunjukkan ketergantungan terhadap pendanaan internal daripada pendanaan eksternal.

2. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan akan memberikan pengaruh positif terhadap struktur modal. Semakin besar perusahaan maka akan semakin besar juga pendanaan yang dibutuhkan, sehingga perusahaan akan mulai menggunakan pendanaan dari luar. Perusahaan kecil umumnya akan memiliki jumlah hutang yang kecil, sementara perusahaan besar akan memiliki jumlah hutang yang lebih tinggi.

3. Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan akan memberikan pengaruh positif terhadap struktur modal. Jika perusahaan hanya mengandalkan pendanaan internal, akan menyebabkan pertumbuhan perusahaan terbatas karena jumlah dana yang terbatas juga. Maka dari itu, semakin bertumbuhnya perusahaan, biasanya akan diikuti dengan semakin banyaknya penggunaan dana eksternal.

4. *Asset Tangibility*

Asset Tangibility akan memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki *tangible asset* lebih banyak, maka akan menghasilkan informasi asimetri yang lebih kecil sehingga kemungkinan penerbitan dana eksternal juga akan menurun.

5. Likuiditas

Likuiditas akan memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi menunjukkan jumlah dana internalnya juga tinggi. Maka dari itu, semakin likuid perusahaan maka pendanaan internal akan lebih digunakan dalam struktur modal perusahaan.

6. *Dividend Payout*

Dividend payout akan memberikan pengaruh positif terhadap struktur modal. Semakin tinggi jumlah dividen yang akan dibagikan, akan memicu perusahaan untuk mencari dana eksternal. Tidak semua dana internal dapat digunakan untuk membayar dividen. Maka dari itu, perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal untuk membayar dividen

Menurut Riyanto (2001) ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu :

1. Tingkat bunga

Tingkat bunga yang berlaku saat manajemen akan menentukan struktur modal akan mempengaruhi jenis modal yang akan digunakan antara obligasi atau saham.

2. Stabilitas *earning*

Stabilitas dan besarnya *earning* yang diperoleh perusahaan akan menentukan apakah perusahaan dibenarkan menggunakan utang tetap atau aktiva.

3. Susunan aktiva

Pada kebanyakan industri atau manufaktur dimana sebagian besar modalnya tertanam pada aktiva tetap akan cenderung menggunakan modal sendiri dibandingkan modal luar atau hutang hanya sebagai pelengkap.

4. Risiko aktiva

Risiko yang melekat pada setiap aktiva belum tentu sama. Semakin panjang jangka waktu penggunaannya maka risiko semakin besar.

5. Jumlah modal yang dibutuhkan

Jumlah modal yang diperlukan akan mempengaruhi struktur modal. Jika modal yang dibutuhkan besar maka dirasakan perlu bagi perusahaan untuk menggunakan sekuritas secara bersamaan.

6. Keadaan pasar modal

Kondisi pasar modal sering mengalami perubahan yang disebabkan oleh berbagai factor. Dalam rangka memperoleh dana dari penjualan sekuritas perusahaan harus memperhatikan kondisi pasar modal.

7. Sifat manajemen

Bagi manajemen yang optimis akan masa depan perusahaan akan berani menanggung risiko besar sehingga akan lebih menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan.

8. Besarnya perusahaan

Suatu perusahaan besar dimana sahamnya tersebar sangat luas, penambahan saham untuk memenuhi kebutuhan dana tidak banyak mempengaruhi kekuasaan atau pengendalian pemegang saham mayoritas. Perusahaan besar pada umumnya lebih menyukai penerbitan saham baru dalam memenuhi kebutuhan pendanaanya.

2.3.3 Rasio Modal / Rasio *Financial Leverage*

Rasio *leverage* merupakan rasio untuk mengukur seberapa bagus struktur permodalan perusahaan. Struktur permodalan merupakan pendanaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham (Wahyono, 2002).

Menurut Brigham dan Houston (2006) menyebutkan adanya tiga implikasi penting dalam *leverage* yaitu :

1. Dengan memperoleh dana melalui hutang, para pemegang saham dapat mempertahankan kendali mereka atas perusahaan tersebut dengan sekaligus membatasi investasi yang mereka berikan.
2. Kreditor akan melihat pada ekuitas, atau dana yang diperoleh sendiri, sebagai suatu batas keamanan, sehingga semakin tinggi proporsi dari jumlah modal yang diperoleh dari pemegang saham, maka semakin kecil resiko yang harus dihadapi kreditor.
3. Jika perusahaan mendapatkan hasil dari investasi yang didanai dengan dana hasil pinjaman lebih besar daripada bunga yang dibayar, maka pengembalian dari modal pemilik akan diperbesar.

Rumus untuk mengetahui nilai *financial leverage* :

$$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

Sumber : Bundala (2012)

2.4 Profitabilitas

Menurut Harahap (2008) profitabilitas adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan di dalam mendapatkan laba melalui semua kemampuan dan juga sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang dan lain-lain.

Menurut G. Sugiyarso dan F. Winarni (2005) profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungan dengan penjualan total aktiva maupun modal sendiri.

Menurut Harahap (2008) profitabilitas yang digunakan sebagai kriteria penilaian hasil operasi perusahaan mempunyai manfaat yang sangat penting dan dapat dipakai sebagai berikut :

1. Analisis kemampuan menghasilkan laba ditunjukan untuk mendeteksi penyebab timbulnya laba atau rugi yang dihasilkan oleh suatu objek informasi dalam periode akuntansi tertentu.
2. Profitabilitas dapat dimanfaatkan untuk menggambarkan kriteria yang sangat diperlukan dalam menilai sesuatu perusahaan dalam hal kapabilitas dan motivasi dari manajemen.
3. Profitabilitas merupakan suatu alat untuk membuat proyeksi laba perusahaan karena menggambarkan korelasi antara laba dan jumlah modal yang ditanamkan.
4. Profitabilitas merupakan suatu alat pengendalian bagi manajemen, profitabilitas dapat dimanfaatkan oleh pihak intern untuk menyusun target, anggaran, koordinasi, evaluasi hasil pelaksanaan operasi perusahaan dan dasar pengambilan keputusan.

Menurut Harahap (2008), ada beberapa rumus yang dapat digunakan untuk mengetahui tingkat profitabilitas perusahaan :

1. *Profit Margin*

$$\text{Profit Margin} = \text{Pendapatan Bersih} / \text{Penjualan}$$

Angka ini menunjukkan berapa besar persentase pendapatan bersih yang diperoleh setiap penjualan. Semakin besar rasio ini semakin baik karena dianggap kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba cukup tinggi.

2. *Return on Asset (ROA)*

$$\text{ROA} = \text{Earning Before Interest and Tax} / \text{Total Aktiva}$$

Rasio ini menggambarkan perputaran aktiva diukur dari volume penjualan. Semakin besar rasio ini semakin baik. Hal ini berarti bahwa aktiva dapat lebih cepat berputar dan meraih laba.

3. *Return On Equity (ROE)*

$$\text{ROE} = \text{Earning Before Interest and Tax} / \text{Total Ekuitas}$$

Rasio ini menunjukkan berapa persen diperoleh laba bersih bila diukur dari modal pemilik. Semakin besar nilai ROE akan semakin bagus bagi perusahaan.

4. *Earning Per Share (EPS)*

$$\text{Earning Per Share} = \text{Laba bagian saham bersangkutan} / \text{Jumlah saham}$$

Rasio ini menunjukkan seberapa besar kemampuan perlembar saham menghasilkan laba.

5. *Contribution Margin*

$$\text{Contribution Margin} = \text{Laba Kotor} / \text{Penjualan}$$

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan melahirkan laba yang akan menutupi biaya-biaya tetap atau biaya operasi lainnya. Dengan pengetahuan atas

rasio ini kita dapat mengontrol pengeluaran untuk biaya tetap atau biaya operasi sehingga perusahaan dapat menikmati laba.

6. Rasio Rentabilitas

Rasio Rentabilitas = Jumlah laba / Jumlah karyawan

Ini biasa juga digambarkan dari segi kemampuan karyawan, cabang, aktiva tertentu dalam meraih laba, misalnya: kemampuan karyawan per kepala meraih laba. Rasio ini dapat juga digolongkan sebagai rasio produktivitas.

7. *Basic Earning Power*

Basic Earning Power = Laba sebelum bunga dan pajak / Total Aktiva

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba diukur dari jumlah laba sebelum dikurangi bunga dan pajak dibandingkan dengan total aktiva.

Semakin besar rasio semakin baik.

2.5 Pertumbuhan Perusahaan

Kesempatan bertumbuh dapat didefinisikan sebagai suatu usaha untuk mengelola uang dengan cara menanamkan uang tersebut pada bidang-bidang tertentu dengan harapan untuk mendapatkan keuntungan di masa mendatang Benito (2003). Namun, kesempatan bertumbuh dapat diartikan juga sebagai pengkaitan sumber-sumber dalam jangka panjang untuk menghasilkan laba di masa yang akan datang.

Menurut J. Fred Weston dalam Kasmir (2008) rasio pertumbuhan merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan mempertahankan posisi ekonominya di tengah pertumbuhan perekonomian dan sektor usahanya.

Rumus pertumbuhan perusahaan di dapat dari :

$$\frac{TA_n - TA_{n-1}}{TA_{n-1}}$$

Sumber : Bundala (2012)

2.6 Ukuran Perusahaan

Menurut Ferry dan Jones (1979) dalam Panjaitan (2004), ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara, antara lain total aktiva, penjualan, *log size*, nilai pasar saham, kapitalisasi pasar, dan lain - lain yang semuanya berkorelasi tinggi. Semakin besar total aktiva, penjualan, *log size*, nilai pasar saham, dan kapitalisasi pasar maka semakin besar pula ukuran perusahaan tersebut.

Ukuran perusahaan merupakan pengukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan total aset, penjualan, dan ekuitas total utang dan ukuran perusahaan memiliki korelasi kuat dan positif (Ogden, 1987).

Sedangkan menurut Yusuf dan Soraya (2004), ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan, ditunjukkan oleh natural logaritma dari total aktiva. Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi (Ariyanto, 2002).

Rumusan untuk mengetahui nilai ukuran perusahaan :

$$\text{LOG (Total Asset)}$$

Sumber : Bundala (2012)

2.7 Asset Tangibility

Menurut Soemarso (2005), aset tetap adalah aset berwujud yang masa manfaatnya lebih dari satu tahun, digunakan dalam kegiatan perusahaan, dimiliki dan tidak untuk dijual kembali dalam kegiatan normal perusahaan, serta nilainya cukup besar.

Aktiva tetap adalah kekayaan yang dimiliki dan digunakan untuk beroperasi dan memiliki masa manfaat dimasa yang akan datang lebih dari satu periode anggaran serta tidak dimaksudkan untuk dijual (Halim, 2001).

Salah satu rumus yang dapat digunakan untuk menghitung tingkat *asset tangibility* perusahaan adalah :

$$\frac{\text{Total Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

Sumber : Bundala (2012)

2.8 Likuiditas

Menurut Weston dalam Kasmir (2012), likuiditas adalah sebuah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek. Artinya apabila perusahaan ditagih, maka akan mampu memenuhi hutang tersebut terutama hutang yang sudah jatuh tempo.

Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang segera dibayar. Alat pemenuhan kewajiban keuangan jangka pendek ini berasal dari unsur-unsur aktiva yang bersifat likuid, yakni aktiva lancar dengan perputaran kurang dari satu tahun, karena lebih mudah dicairkan daripada aktiva tetap yang perputarannya lebih dari satu tahun (Harahap, 2008)

Salah satu rumus yang dapat digunakan untuk menghitung tingkat likuiditas perusahaan adalah :

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$

Sumber : Butt *et al* (2013)

2.9 Dividend Payout

Pengertian Dividen menurut Gitman (2006) adalah sumber dari aliran kas untuk pemegang saham dan memberikan informasi tentang kinerja perusahaan saat ini dan yang akan datang.

Menurut Brigham (2006) dividen adalah pembagian uang tunai yang dilakukan untuk pemegang saham dari laba perusahaan, baik laba yang dihasilkan pada periode berjalan atau dalam periode sebelumnya.

Pengertian *dividend payout* menurut Gitman (2006) adalah indikator yang menunjukkan persentase setiap dollar yang dibagikan kepada pemilik perusahaan dalam bentuk uang kas.

Menurut Agus Sartono (2001) rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, atau rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham.

Rumusan untuk mengetahui nilai dividen :

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Income available to shareholder (NI)}}$$

Sumber : Bundala (2012)

2.10 Financial Deficit

Financial deficit merupakan kondisi dimana jumlah pengeluaran yang dilakukan oleh perusahaan melebihi jumlah pendapatan yang dimiliki oleh perusahaan (Jadhav dan Neelankavil, 2011).

Menurut Jumono *et al* (2013), *financial deficit* dapat digunakan sebagai alat pengujian penerapan teori *pecking order*. Penghitungan finansial defisit ini akan menggunakan dua tahapan. Tahapan pertama akan membandingkan nilai *net asset* dengan *retained earning*. Jika nilai delta *retained earning* lebih besar daripada delta *net asset*, ini menandakan bahwa pendanaan internal telah mampu menutupi semua kebutuhan dana dan dapat dikatakan adanya penerapan teori *pecking order*. Jika jumlah delta *retained earning* lebih kecil, maka diperlukan pengujian tahap kedua.

Pada tahap kedua ini, akan membandingkan dua sumber dana eksternal yaitu hutang jangka panjang dan modal saham. Jika delta jumlah hutang jangka

panjang positif maka artinya ada penambahan hutang sebagai sumber dana eksternal pertama dan sesuai dengan hierarki pendanaan teori *pecking order*. Maka dari itu, situasi ini menggambarkan adanya penerapan teori *pecking order*.

2.11 Studi Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai teori *pecking order* sudah beberapa kali dilakukan. Pertama, penelitian yang dilakukan oleh Jinlan Ni dan Miaomiao Yu (2008) dengan judul *Testing the Pecking Order Theory : Evidence from Chinese Listed Companies*. Dalam penelitian ini, ada beberapa variabel yang digunakan seperti *Company size, growth, dividend, ROA, dan leverage*. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa tidak ada bukti perusahaan pada China's Listed Companies menerapkan teori *pecking order* saat membutuhkan dana dalam investasi proyek.

Kedua, penelitian yang dilakukan oleh Ntogwa Ng'habi Bundala (2012) dengan judul *Do Tanzanian Companies Practice Pecking Order Theory, Agency Cost Theory or Trade Off Theory? An Empirical Study in Tanzanian Listed Companies*. Variabel penelitian yang digunakan adalah *size, profitability, growth, asset tangibility, liquidity, dividend payout, dan financial leverage*. Hasil penelitian mengatakan bahwa tidak ada bukti kuat penggunaan teori *trade off*, sedikit dukungan dalam teori *pecking order*, dan teori *agency cost* terkonfirmasi secara valid digunakan di Tanzania.

Ketiga, penelitian yang dilakukan oleh Ben Amor Atiyet (2012) dengan judul *The Pecking Order Theory and The Static Trade Off Theory : Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms*. Variabel penelitian yang

digunakan adalah *financial deficit* dan *capital structure*. Hasil penelitian mengatakan bahwa dari estimasi penggunaan dua model empiris tersebut, terlihat bahwa teori *pecking order* lebih favorit digunakan oleh perusahaan di Prancis. Bukti pendukung model *pecking order* memperlihatkan bahwa *internal fund deficit* paling penting dalam menjelaskan kebutuhan dana baru.

Keempat, penelitian yang dilakukan oleh Vusani Moyo, Hendrik Wolmarans, dan Leon Brummer (2013) dengan judul *Trade-Off or Pecking Order : Evidence from South African Manufacturing, Mining, and Retail Firms*. Variabel penelitian yang digunakan adalah *firm size*, *asset tangibility*, *growth rate*, *profitability*, *non-debt tax shield*, *dividend paid*, dan *leverage*. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa *Leverage* berkorelasi positif dengan profitabilitas dan hal itu akan mendukung teori *trade off*. Sesuai dengan teori *pecking order*, bahwa *capital expenditure* berkorelasi positif dengan *leverage*, sementara tangibilitas aset berkorelasi negatif dengan *leverage*. Kemudian korelasi positif yang ada pada dividen dan korelasi negatif pada *financial distress* mendukung kedua teori yang ada.

Kelima, penelitian yang dilakukan oleh Sapto Jumono, Abdurrahman, Lia Amalia (2013) dengan judul *Deteksi Praktis Aplikasi POT (Pecking Order Theory)*. Variabel penelitian yang digunakan adalah finansial defisit. Hasil penelitian mengatakan bahwa hasil deteksi *pecking order* PT Telekomunikasi Tbk terjadi pada tahun 1994-2003, dan 2008-2010.

Keenam, penelitian yang dilakukan oleh Sulaiman A. Al-Sakran (2001) dengan judul *Leverages Determinants in the Absences of Corporate Tax System :*

The Case of Non-Financial Publicly Traded Corporations in Saudi Arabia.

Variabel penelitian yang digunakan adalah *size*, *growth*, *ROA*, *profitability margin*, *share of government ownership*, dan *leverage ratio*. Hasil penelitian mengatakan bahwa adanya hubungan negatif antara *growth*, *profitability*, dan ROA terhadap *leverage*. Sementara itu juga ada hubungan positif antara *size* dan *government share* terhadap *leverage*.

Ketujuh, penelitian yang dilakukan oleh Mohammed Amidu (2007) dengan judul *Determinants of Capital Structure of banks in Ghana : an empirical approach*. Variabel penelitian yang digunakan adalah profitabilitas, pajak, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, ukuran perusahaan, dan struktur modal. Hasil penelitian mengatakan bahwa adanya lebih 87% aset bank didanai oleh hutang, kemudian profitabilitas, pajak, pertumbuhan, struktur aset, dan ukuran perusahaan mempengaruhi keputusan pendanaan bank.

Kedelapan, penelitian yang dilakukan oleh Dimitrios Vasiliou, Nikolaos Eriotis, Nikolaos Daskalakis (2009) dengan judul *Testing the Pecking Order Theory : the Importance of Methodology*. Variabel penelitian yang digunakan adalah *asset structure*, *size*, *profitability*, dan *debt ratio*. Hasil penelitian mengatakan bahwa adanya hubungan negatif antara profitabilitas dan *leverage*.

Kesembilan, penelitian yang dilakukan oleh Murray Frank dan Vidhan Goyal (2003) dengan judul *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*. Variabel penelitian yang digunakan adalah *growth*, *dividend*, *size*, *financial deficit*, dan *capital structure*. Hasil penelitian mengatakan bahwa

financial deficit tidak terlalu dominan/penting dalam menjelaskan *net debt* dalam segala ukuran perusahaan.

Kesepuluh, penelitian yang dilakukan oleh Sehris Butt, Ahmad Khan, Bilal Nafees (2013) dengan judul *Static Trade Off Theory or Pecking Order Theory Which One Suits Best to the Financial Sector : Evidence from Pakistan*. Variabel penelitian yang digunakan adalah *size of firm, capital intensity, liquidity, profitability, tangibility of asset*, dan *financial leverage*. Hasil penelitian mengatakan bahwa *size* berdampak negatif terhadap *leverage*. *Liquidity, tangibility*, dan *profitability* tidak secara signifikan berdampak pada *leverage*. Untuk lebih ringkas dapat dilihat pada tabel 2 di halaman berikutnya.

Tabel 2
Studi Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Jinlan Ni dan Miaomiao Yu (2008) <i>The Chinese Economy</i> , vol. 41, no.1, pp 97-113	<i>Testing the Pecking Order Theory : Evidence from Chinese Listed Companies</i>	<i>Company size, growth, dividend, ROA, dan leverage</i>	Tidak ada bukti perusahaan pada China's Listed Companies menerapkan teori <i>pecking order</i> saat membutuhkan dana dalam investasi proyek.
2.	Ntogwa Ng'habi Bundala (2012) <i>International Journal of Economics and Financial Issues</i> , vol.2, no.4, pp.401-422	<i>Do Tanzanian Companies Practice Pecking Order Theory, Agency Cost Theory or Trade Off Theory? An Empirical Study in Tanzanian Listed Companies</i>	<i>Size, profitability, growth, asset tangibility, liquidity, dividend payout, dan financial leverage</i>	Tidak ada bukti kuat penggunaan teori trade off, sedikit dukungan dalam teori <i>pecking order</i> , dan teori <i>agency cost</i> terkonfirmasi secara valid digunakan di Tanzania.

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
3.	Ben Amor Atiyet (2012) <i>Journal of Business Studies Quarterly</i> , vol.4 no.1, pp 1-14	<i>The Pecking Order Theory and The Static Trade Off Theory : Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms</i>	<i>Financial deficit dan capital structure</i>	Dari estimasi penggunaan dua model empiris tersebut, terlihat bahwa teori <i>pecking order</i> lebih favorit digunakan oleh perusahaan di Prancis. Bukti pendukung model <i>pecking order</i> memperlihatkan bahwa <i>internal fund deficit</i> paling penting dalam menjelaskan kebutuhan dana baru.
4.	Vusani Moyo, Hendrik Wolmarans, dan Leon Brummer (2013) <i>International Business and Economics Research Journal</i> , vol. 12, no.8	<i>Trade-Off or Pecking Order : Evidence from South African Manufacturing, Mining, and Retail Firms</i>	<i>Firm size, asset tangibility, growth rate, profitability, non-debt tax shield, dividend paid, dan leverage</i>	<i>Leverage</i> berkorelasi positif dengan profitabilitas dan hal itu akan mendukung teori <i>trade off</i> . Sesuai dengan teori <i>pecking order</i> , bahwa <i>capital expenditure</i> berkorelasi positif dengan <i>leverage</i> , sementara tangibilitas aset berkorelasi negatif dengan <i>leverage</i> . Kemudian korelasi positif yang ada pada dividen dan korelasi negatif pada <i>financial distress</i> mendukung kedua teori yang ada.

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
5.	Sapto Jumono, Abdurrahman, Lia Amalia (2013) Jurnal Ekonomi, vol.4, no.1	Deteksi Praktis Aplikasi POT (<i>Pecking Order Theory</i>)	Finansial defisit	Hasil deteksi <i>pecking order</i> PT Telekomunikasi Tbk terjadi pada tahun 1994-2003, 2008-2010.
6	Sulaiman A. Al-Sakran (2001) <i>Managerial Finance</i> , vol. 27, Iss 10/11, pp 58-86	<i>Leverages Determinants in the Absences of Corporate Tax System : The Case of Non-Financial Publicly Traded Corporations in Saudi Arabia</i>	<i>Firm size, growth, return on asset, profitability margin, share of government ownership, dan leverage ratio</i>	Studi ini memberikan hasil bahwa adanya hubungan negatif antara <i>growth, profitability</i> , dan ROA terhadap <i>leverage</i> . Sementara itu juga ada hubungan positif antara <i>size</i> dan <i>government share</i> terhadap <i>leverage</i> .
7	Mohammed Amidu (2007) <i>Baltic Journal of Management</i> , vol. 2 Iss 1 pp. 67-79	<i>Determinants of Capital Structure of banks in Ghana : an empirical approach</i>	Profitabilitas, pajak, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, ukuran perusahaan, dan struktur modal	Adanya lebih 87% aset bank didanai oleh hutang. Kemudian profitabilitas, pajak, pertumbuhan, struktur aset, dan ukuran perusahaan mempengaruhi keputusan pendanaan bank.
8	Dimitrios Vasiliou, Nikolaos Eriotis, Nikolaos Daskalakis (2009) <i>Qualitative Research in</i>	<i>Testing the Pecking Order Theory : the Importance of Methodology</i>	<i>Asset structure, size, profitability, dan debt ratio</i>	Adanya hubungan negatif antara profitabilitas dan <i>leverage</i>

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
	<i>Financial Markets</i> , vol. 1 Iss 2 pp 85-96			
9	Murray Frank dan Vidhan Goyal (2003) <i>Journal of Financial Economics</i> 67, 217-248	<i>Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure</i>	<i>Growth, dividend, size, financial deficit, dan capital structure</i>	<i>Financial Deficit</i> tidak terlalu dominan/penting dalam menjelaskan <i>net debt</i> dalam segala ukuran perusahaan
10	Sehris Butt, Ahmad Khan, Bilal Nafees (2013) <i>European Journal of Business Management</i> , vol.5, no. 23	<i>Static Trade Off Theory or Pecking Order Theory Which One Suits Best to the Financial Sector : Evidence from Pakistan</i>	<i>Size of firm, capital intensity, liquidity, profitability, tangibility of asset, dan financial leverage</i>	<i>Size</i> berdampak negatif terhadap leverage. <i>Liquidity, tangibility, dan profitability</i> tidak secara signifikan berdampak pada leverage.

Sumber : Penelitian Terdahulu

2.12 Pengembangan Hipotesis

2.12.1 Hubungan Variabel Profitabilitas dengan Struktur Modal

Perusahaan yang *profitable* akan memungkinkan untuk memiliki *retained earnings* yang lebih banyak. Perusahaan yang memiliki *retained earning* tinggi dapat digunakan untuk sumber dana internal sehingga kebutuhan terhadap pendanaan eksternal akan berkurang (Myers, 1984). Sudah ada beberapa penelitian yang mendukung pendapat dalam teori *pecking order* tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Al-Sakran (2001) menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Hasil yang sama juga dijumpai dalam penelitian yang dilakukan oleh serta Vasiliou *et al* (2009).

Namun, ada juga penelitian yang berlawanan dengan teori *pecking order*. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Moyo *et al* (2013) yang menemukan bahwa profitabilitas berhubungan positif dengan struktur modal.

H1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

2.12.2 Hubungan Variabel Pertumbuhan Perusahaan dengan Struktur Modal

Semakin bertumbuhnya sebuah perusahaan, permintaan terhadap kebutuhan pendanaan pun meningkat. Jika perusahaan hanya bergantung pada pendanaan internal saja, maka pertumbuhan akan terbatas. Maka dari itu, tuk mendukung pertumbuhan, kemungkinan penggunaan hutang sebagai tambahan dana akan meningkat. (Sinha, 1992 dalam Bundala, 2012).

Beberapa penelitian sudah menunjukkan kesamaan hasil dengan teori *pecking order* seperti penelitian yang dilakukan oleh Bundala (2012). Ada juga penelitian yang berlawanan dengan paham teori *pecking order* dimana pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Al Sakran, 2001).

H2 : Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

2.12.3 Hubungan Variabel Ukuran Perusahaan dengan Struktur Modal

Perusahaan yang lebih besar akan memiliki kebutuhan dana yang lebih besar daripada perusahaan kecil. Maka, untuk memenuhi kebutuhan tersebut, kemungkinan penggunaan hutang sebagai tambahan dana akan lebih tinggi

daripada perusahaan kecil. Oleh karena itu, terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan *financial leverage* (Bundala, 2012).

Sudah ada beberapa penelitian sebelumnya yang telah membuktikan bahwa ukuran perusahaan memang memiliki peran penting dalam struktur modal perusahaan. Penelitian ini dilakukan oleh Amidu (2007). Penelitian yang dilakukan oleh Al Sakran (2001) juga membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Namun, ada juga penelitian yang dilakukan Butt *et al* (2013) yang mengatakan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H3 : Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

2.12.4 Hubungan Variabel *Asset Tangibility* dengan Struktur Modal

Asset Tangibility memiliki pengaruh yang negatif terhadap struktur modal (Harris dan Raviv, 1991 dalam Frank dan Goyal, 2003). Aset *tangible* memegang peranan penting dalam perusahaan manufaktur dalam kegiatan operasional perusahaan sehingga pengadaan aset *tangible* ini akan lebih mengandalkan dana internal dan dana eksternal hanya sebagai pelengkap. Kegiatan operasional akan lebih mengandalkan dana internal dibandingkan dana eksternal (Riyanto, 2008)

Sudah ada beberapa penelitian sebelumnya yang menemukan bahwa tangibilitas aset berkorelasi negatif dengan *leverage* (Moyo *et al*, 2013). Hasil penelitian yang sama juga ditemukan oleh Bundala (2012).

H4 : *Asset Tangibility* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

2.12.5 Hubungan Variabel Likuiditas dengan Struktur Modal

Likuiditas akan memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi menunjukkan jumlah dana internalnya juga tinggi (Butt *et al*, 2013). Maka dari itu, semakin likuid perusahaan maka pendanaan internal akan lebih digunakan dalam struktur modal perusahaan. Hasil penelitian yang bertolak belakang ditemukan oleh Bundala (2012) dimana likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

H5 : Likuiditas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

2.12.6 Hubungan Variabel *Dividend Payout* dengan Struktur Modal

Manajemen lebih memilih menggunakan pendanaan internal daripada eksternal dalam struktur modalnya. Tidak semua laba akan dibagikan dalam dividen, dimana manajemen akan lebih memilih menyimpan dalam laba ditahan. Maka dari itu, dividen yang terlalu tinggi akan memungkinkan laba atau kas tidak cukup untuk membayarnya. Kekurangan pembayaran dividen akan ditangguhkan dalam hutang (surat janji hutang) yang akan menyebabkan jumlah hutang yang lebih tinggi di dalam struktur modal (Bundala, 2012).

Ada hasil penelitian terdahulu yang menyatakan dividen memiliki hubungan positif dengan struktur modal yaitu penelitian yang dilakukan Moyo *et al* (2013). Hasil penelitian yang berbeda ditemukan oleh Bundala (2012) dimana *dividend payout* memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal.

H6 : *Dividend Payout* berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

2.12.7 Hubungan Asimetri Informasi, Teori Sinyal, dan *Financial Deficit* dengan Teori *Pecking Order*

Asymmetric Information atau ketidaksamaan informasi adalah situasi di mana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai kondisi atau prospek perusahaan dari pada yang dimiliki investor (Brigham, 1999). Asimetri informasi ini terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak dari pada para investor (Husnan, 1996).

Menurut Jama'an (2008) *signaling theory* mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik.

Adanya asimetri informasi ini menyebabkan adanya ketimpangan informasi dimana pihak manajemen (internal) memiliki informasi yang lebih banyak daripada pihak eksternal perusahaan (*shareholder* dan *stakeholder*), sehingga pihak manajemen seharusnya memberikan sinyal kepada pihak eksternal. Salah satu caranya adalah dengan informasi akuntansi seperti laporan keuangan.

Teori signal juga dapat membantu pihak perusahaan (agent), pemilik (prinsipal), dan pihak luar perusahaan mengurangi asimetri informasi dengan menghasilkan kualitas atau integritas informasi laporan keuangan. Untuk memastikan pihak-pihak yang berkepentingan meyakini keandalan informasi keuangan yang disampaikan pihak perusahaan (agent), perlu mendapatkan opini

dari pihak lain yang bebas memberikan pendapat tentang laporan keuangan (Jama'an, 2008).

Saat ada penerbitan obligasi oleh perusahaan, investor bisa menggunakan laporan keuangan sebagai landasan. Namun, kembali lagi dengan adanya asimetri informasi, bisa saja terdapat *earning management* dalam laporan keuangan tersebut. Maka dari itu, penerbitan obligasi oleh perusahaan harus diikuti dengan ijin resmi dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Setelah mendapat ijin penerbitan, akan lebih baik jika didukung dengan *rating* obligasi yang baik melalui lembaga *rating*, seperti Pevindo.

Dalam kaitannya dengan nilai perusahaan, *pecking order theory* telah memberikan gambaran bahwa penggunaan utang akan memberikan manfaat sekaligus biaya dan risiko sebagaimana dinyatakan oleh Brigham (2006) yang mengemukakan bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan. Sehingga penggunaan utang yang optimal dan dipertimbangkan terhadap karakteristik spesifik perusahaan (*asset*, pangsa pasar dan kemampuan) akan menghindarkan perusahaan dari risiko gagal pemenuhan kewajiban sehingga perusahaan terhindar dari penurunan kepercayaan investor yang berimplikasi pada menurunnya nilai perusahaan.

Pada dasarnya, teori *Pecking Order* berlandaskan kepercayaan dalam penyusunan struktur modalnya. Sumber dana utama tentu saja melalui *retained earnings* sebagai pendanaan internal. Kemudian diikuti melalui hutang/obligasi karena perusahaan dapat menunjukkan bahwa kondisi internal perusahaan

memang baik dan mampu memenuhi kewajiban kepada *bondholder*. Terakhir, sumber pendanaan didapatkan melalui saham.

Perusahaan yang sumber pendanaannya dari internal kemudian langsung menggunakan saham tanpa obligasi terlebih dahulu harus diperhatikan lebih lanjut. Saham bersifat tidak ada kewajiban dan bisa saja sebenarnya kondisi internal perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban jika menerbitkan obligasi. Kemungkinan terjadinya *earning management* pun bisa saja ada dan kemungkinan kerugian investor pun meningkat.

Menurut Jumono *et al* (2013), deteksi penerapan teor *pecking order* dapat menggunakan penghitungan finansial defisit. Penghitungan finansial defisit ini akan menggunakan dua tahapan. Tahapan pertama akan membandingkan nilai *net asset* dengan *retained earning*. Jika nilai delta *retained earning* lebih besar daripada delta *net asset*, ini menandakan bahwa pendanaan internal telah mampu menutupi semua kebutuhan dana dan dapat dikatakan adanya penerapan teori *pecking order*. Jika jumlah delta *retained earning* lebih kecil, maka diperlukan pengujian tahap kedua.

Pada tahap kedua ini, akan membandingkan dua sumber dana eksternal yaitu hutang jangka panjang dan modal saham. Jika delta jumlah hutang jangka panjang positif maka artinya ada penambahan hutang sebagai sumber dana eksternal pertama dan sesuai dengan hierarki pendanaan teori *pecking order*. Maka dari itu, situasi ini menggambarkan adanya penerapan teori *pecking order*.

Penelitian terhadap penerapan teori *pecking order* ini sudah banyak dilakukan. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Jumono *et al* (2013) yang menemukan adanya penerapan teori *pecking order* dalam struktur modal PT Telekomunikasi, Tbk pada tahun 1994-2003 dan 2008-2010. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan Atiyet (2012) yang menemukan adanya penerapan teori *pecking order* pada struktur modal perusahaan di negara Prancis yang terdaftar di SBF 250index selama periode 1999-2005.

Namun, ada juga penelitian yang menyatakan tidak adanya penerapan teori *pecking order* dalam struktur modal di perusahaan Tanzania yang terdaftar di *Dar Es Salam Stock Exchange* periode 2006-2012 (Bundala, 2012). Penelitian serupa juga telah dilakukan Ni dan Yu (2008) yang tidak menemukan bukti penerapan teori *pecking order*.

H7: Perusahaan di industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014 menerapkan teori *pecking order* melalui *financial deficit* dalam menentukan perilaku kebijakan struktur modalnya.