

# **PENERAPAN TEORI *PECKING ORDER* DALAM STRUKTUR MODAL (STUDI PADA PERUSAHAAN DI INDUSTRI MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2005-2014)**

**Sebastian Yudhatama**

**A. Jatmiko Wibowo**

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Atma Jaya Yogyakarta

Jalan Babarsari No. 43-44, Yogyakarta

## **Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji adanya pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *asset tangibility*, likuiditas, dan *dividend payout* terhadap struktur modal. Penelitian ini juga bertujuan untuk menguji penerapan teori *pecking order* dalam struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh melalui *website* resmi Bursa Efek Indonesia yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Jumlah sampel yang digunakan untuk penelitian yaitu 73 perusahaan. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Selanjutnya, pengujian hipotesis penelitian dilakukan dengan uji regresi berganda dan uji *financial deficit*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas, *asset tangibility*, likuiditas, dan *dividend payout* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sementara variabel pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Adanya penerapan teori *pecking order* dalam struktur modal yang diterapkan oleh sebagian besar (68 perusahaan) perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014.

**Kata Kunci** : teori *pecking order*, struktur modal, *financial deficit*, profitabilitas, ukuran perusahaan.

## **LATAR BELAKANG**

Keputusan-keputusan mendasar yang biasa diambil sebuah perusahaan dalam bidang keuangan biasanya terdiri dari dua bagian, yaitu *investment decision* dan *financing decision*. *Financing decision* adalah keputusan yang dibuat perusahaan dalam mendapatkan pendanaannya (Husnan, 1998). Keputusan pendanaan sangat erat hubungannya dengan struktur modal yang bakal terbentuk, yang pada akhirnya akan mempengaruhi biaya modal yang merupakan bagian terpenting dalam pembentukan nilai perusahaan (Jumono *et al*, 2013). Ada dua sumber dana bagi perusahaan, yaitu sumber internal dan sumber eksternal.

Ada beberapa teori yang membahas komposisi struktur modal yang baik, salah satunya yaitu teori *Pecking Order*. Teori *Pecking Order* dalam struktur modal adalah salah satu teori struktur modal yang paling berpengaruh (Bundala, 2012). Teori yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf pada tahun 1984 (dalam SEN dan Eda, 2008) ini menjelaskan urutan prioritas para manajer dalam menentukan sumber pendanaannya. Preferensi manajer dinyatakan dalam urutan sumber pendanaan yang dimulai dari pendanaan internal sebagai sumber utama. Pilihan prioritas berikutnya adalah hutang, dan yang terakhir berupa penerbitan saham. Hal yang menarik dari *pecking order theory* ini tidak ada struktur modal yang optimal, namun memiliki susunan hierarki pendanaan.

Menurut Bundala (2012) ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, seperti profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *asset tangibility*, likuiditas dan *dividend payout*. Penelitian terhadap penerapan teori *pecking order*

juga telah dilakukan. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Jumono *et al* (2013), menyatakan bahwa adanya penerapan teori *pecking order* oleh PT Telekomunikasi, Tbk pada tahun 1994-2003 dan 2008-2010. Hasil berbeda muncul pada penelitian yang dilakukan oleh Bundala (2012), dimana pada perusahaan yang terdaftar di *Dar Es Salaam Stock Exchange* tidak memiliki dukungan penerapan teori *pecking order*.

Sehubungan dengan uraian di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan pengujian empiris dengan judul “Penerapan Teori *Pecking Order* dalam Struktur Modal (Studi pada Perusahaan di Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014)”.

### **RUMUSAN MASALAH**

1. Apakah Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan, *Asset Tangibility*, Likuiditas dan *Dividend Payout* berpengaruh terhadap Struktur Modal (*financial leverage*) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014?
2. Apakah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014 menerapkan teori *pecking order* melalui *financial deficit* dalam menentukan kebijakan struktur modalnya?

### **TUJUAN PENELITIAN**

1. Untuk menganalisis hubungan Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan, *Asset Tangibility*, Likuiditas dan *Dividend Payout* terhadap Struktur Modal (*financial leverage*) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014
2. Untuk menganalisis kebijakan struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014 berdasarkan teori *pecking order* melalui *financial deficit*.

### **KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

#### **Asimetri Informasi**

*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).

#### **Teori Signalling**

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. 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.

Teori sinyal 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).

### **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).

### **Teori Pecking Order**

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan lebih suka pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal, utang yang aman dibandingkan utang yang berisiko serta yang terakhir adalah saham biasa (Myers, 1984). *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 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. Maka dari itu, teori *pecking order* ini membuat hirarkhi 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.

### **Profitabilitas**

Menurut G. Sugiyarso dan F. Winarni (2005) profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungan dengan penjualan total aktiva maupun modal sendiri. Perusahaan yang *profitable* akan memungkinkan untuk memiliki *retained earnings* yang lebih banyak. Perusahaan yang *profitable* kurang membutuhkan pendanaan eksternal yang berlebihan (Myers, 1984).

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

### **Pertumbuhan Perusahaan**

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.

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

### **Ukuran Perusahaan**

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).

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).

Penelitian yang dilakukan oleh Al Sakran (2001) 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

### **Asset Tangibility**

*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

### **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 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

### ***Dividend Payout***

Pengertian *dividend payout* menurut Gitman (2006) adalah indikator yang menunjukkan persentase setiap dollar yang dibagikan kepada pemilik perusahaan dalam bentuk uang kas. 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 ditanggung dalam hutang (surat janji hutang) yang akan menyebabkan jumlah hutang yang lebih tinggi di dalam struktur modal (Bundala, 2012).

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

### ***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), deteksi penerapan teori *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 *retained earning* lebih besar daripada *net asset*, ini menandakan bahwa pendanaan internal telah mampu menutupi semua kebutuhan dana dan dapat dikatakan adanya penerapan teori *pecking order*. Jika jumlah *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 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 yang dilakukan oleh Jumono *et al* (2013) menemukan adanya penerapan teori *pecking order* dalam struktur modal PT Telekomunikasi, Tbk pada tahun 1994-2003 dan 2008-2010. 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).

**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.**

## **METODE PENELITIAN**

### **Jenis Penelitian**

Jenis penelitian ini adalah penelitian empiris dengan data sekunder (laporan keuangan).

### **Objek Penelitian**

Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014

## Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*.

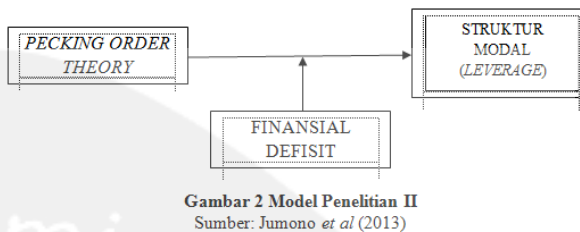
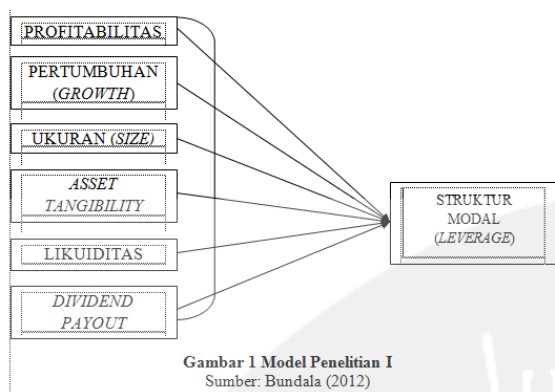
## Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal. Variabel independen dalam penelitian ini adalah profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *asset tangibility*, likuiditas dan *dividend payout*.

## Operasionalisasi Variabel

- a. Profitabilitas (X1)  
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 (Harahap, 2008). Profitabilitas diukur melalui *return on asset*.
- b. Pertumbuhan Perusahaan (X2)  
Rasio pertumbuhan merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan mempertahankan posisi ekonominya di tengah pertumbuhan perekonomian dan sektor usahanya (J. Fred Weston dalam Kasmir, 2008). Pertumbuhan perusahaan diukur melalui  $(TA_n - TA_{n-1}) / TA_{n-1}$ .
- c. Ukuran Perusahaan (X3)  
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 (Odgen, 1987). Ukuran perusahaan diukur melalui nilai log dari total aset.
- d. *Asset Tangibility* (X4)  
Aset tetap adalah aset berwujud yang masa manfaatnya lebih dari satu tahun, digunakan dalam kegiatan perusahaan, dimiliki tidak untuk dijual kembali dalam kegiatan normal perusahaan, serta nilainya cukup besar (Soemarso, 2005). *Asset Tangibility* diukur melalui nilai total aset tetap dibagi total aset.
- e. Likuiditas (X5)  
Likuiditas adalah sebuah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek (Weston dalam Kasmir, 2012). Likuiditas diukur melalui *current ratio*.
- f. *Dividend Payout* (X6)  
*Dividend payout* adalah indikator yang menunjukkan persentase setiap dollar yang dibagikan kepada pemilik perusahaan dalam bentuk uang kas (Gitman, 2006). *Dividend Payout* diukur melalui jumlah dividen dibagi *net income*.
- g. *Financial Deficit* (X7)  
*Financial deficit* merupakan kondisi dimana jumlah pengeluaran yang dilakukan oleh perusahaan melebihi jumlah pendapatan yang dimiliki oleh perusahaan (Jadhav dan Neelankavil, 2011). *Financial deficit* diukur dengan dua tahap. Tahap pertama  $\Delta NA - \Delta RE$  dan tahap kedua  $\Delta LTD - \Delta TE$ .
- h. Struktur Modal (Y)  
Struktur modal adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri (Martono dan Agus Harjito, 2010).

## Model Penelitian



## Jenis dan Teknik Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah studi literatur. Data dikumpulkan dengan mencari catatan laporan keuangan di *website* resmi Bursa Efek Indonesia yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

## ANALISIS DATA

### Gambaran Tempat dan Waktu Penelitian

Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014. Penelitian ini melibatkan 73 perusahaan pada setiap tahunnya. Pencarian data sekunder melalui laporan keuangan dengan mengakses *website* resmi Bursa Efek Indonesia yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Pengumpulan data dilakukan dari 1 April 2016 hingga 11 April 2016.

## Deskriptif Statistik

Tabel 1  
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FINANCIAL LEVERAGE	623	,0054	1,1363	,495539	,2131298
PROFITABILITAS	623	-,6713	,8886	,116031	,1299720
GROWTH	623	-,9990	1,9959	,121310	,2359321
SIZE	623	4,4883	8,3730	6,082060	,6990352
ASSET TANGIBILITY	623	,0039	,8227	,353697	,1966424
LIKUIDITAS	623	,2130	13,6545	2,230706	1,7944148
DIVIDEND PAYOUT	623	-4,4427	3,9817	,209901	,4876793
Valid N (listwise)	623				

Sumber : Data Sekunder yang diolah dengan SPSS

## Uji Normalitas

Pendeteksian normalitas residual dapat menggunakan analisis statistik berupa uji statistik Kolmogorov-Smirnov (K-S) (Ghozali, 2011). Hasil uji normalitas dengan SPSS menunjukkan data sudah terdistribusi secara normal.

**Tabel 2**  
**Hasil Uji Normalitas Menggunakan Kolmogorov-Smirnov**

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		623
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	-,0781485
	Std. Deviation	,16336875
Most Extreme Differences	Absolute	,054
	Positive	,054
	Negative	-,030
Kolmogorov-Smirnov Z		1,340
Asymp. Sig. (2-tailed)		,055

Sumber : Data sekunder yang diolah dengan SPSS

### Uji Asumsi Klasik

#### 1. Uji Multikolinieritas

Ada tidak multikolinieritas dalam model regresi ini akan dilihat dari nilai VIF (*variance inflation factor*). Jika nilai VIF berada di antara 1-10 maka dapat disimpulkan tidak terdapat multikolinieritas. Nilai VIF di tabel berikut menunjukkan tidak terdapat multikolinieritas.

**Tabel 3**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	PROFITABILITAS	,753	1,328
	GROWTH	,948	1,054
	SIZE	,848	1,179
	ASSET TANGIBILITY	,808	1,237
	LIKUIDITAS	,799	1,251
	DIVIDEND PAYOUT	,888	1,126

Sumber : Data sekunder yang diolah dengan SPSS

#### 2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dapat dilakukan dengan melihat nilai durbin watson. Selain itu juga dibutuhkan nilai  $d_u$ . Jika nilai durbin watson berada di antara nilai  $d_u$  dan  $4-d_u$  ( $d_u < d < 4-d_u$ ), maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi. Nilai durbin watson menunjukkan tidak ada autokorelasi ( $d_u = 1,84913$ ).

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Autokorelasi**

**Model Summary<sup>d</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,705 <sup>a</sup>	,497	,493	,15182478	
2	,705 <sup>b</sup>	,497	,493	,15171646	
3	,704 <sup>c</sup>	,496	,493	,15182658	2,012

Sumber : Data sekunder yang diolah dengan SPSS



### 3. Uji Heteroskedastisitas

Cara memprediksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan melalui uji park. Jika nilai signifikansi koefisien parameter variabel independen  $> 0,05$  mengindikasikan tidak ada heteroskedastisitas. Model penelitian yang baik seharusnya tidak terdapat heteroskedastisitas.

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**

Variabel	Signifikansi
PROFITABILITAS	0,05197537
PERTUMBUHAN	0,32574308
UKURAN	0,957635645
ASSET TANGIBILITY	0,436957348
LIKUIDITAS	0,766542187
DIVIDEND PAYOUT	0,831974224

Sumber : Data sekunder yang diolah dengan SPSS

### Uji Hipotesis

#### 1. Hipotesis Statistika

Ha1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Ha2 : Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

Ha3 : Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

Ha4 : *Asset Tangibility* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Ha5 : Likuiditas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Ha6 : *Dividend Payout* berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

Ha7 : 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

#### 2. Pengujian Statistik

Hasil uji regresi berganda penelitian dengan metode *backward* adalah :

$$Y = 0,785 - 0,346X_1 - 0,184X_4 - 0,080 X_5 - 0,027X_6$$

Keterangan :

Y : struktur modal (*financial leverage*)

a : konstanta

X1 : profitabilitas

X4 : *asset tangibility*

X5 : likuiditas

X6 : *dividend payout*

#### 3. Pengujian Koefisien Determinasi (*Adjusted R-Squared*)

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) digunakan untuk mengukur seberapa baik garis regresi sesuai dengan data aktualnya (*goodness of fit*).

**Tabel 6**  
**Hasil Uji Koefisien Determinasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,705 <sup>a</sup>	,497	,493	,15182478	
2	,705 <sup>b</sup>	,497	,493	,15171646	
3	,704 <sup>c</sup>	,496	,493	,15182658	2,012

Sumber : Data sekunder yang diolah dengan SPSS

Berdasarkan tabel 6 di atas, diperoleh *adjusted R2* sebesar 49,3%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel struktur modal (*financial leverage*) dapat dijelaskan oleh profitabilitas,

petumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *asset tangibility*, likuiditas, dan *dividend payout* yang dinilai sebesar 49,3 %.

#### 4. Pengujian F-Statistik

Kriteria yang digunakan dalam pengambilan keputusan menurut Ghozali (2011) adalah:

Jika F hitung > F tabel, maka H<sub>0</sub> ditolak

Jika sig < 0,05, maka H<sub>0</sub> ditolak

**Tabel 7**  
**Hasil Uji F-Statistik**

ANOVA <sup>d</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	14,055	6	2,342	101,621	,000 <sup>a</sup>
	Residual	14,199	616	,023		
	Total	28,254	622			
2	Regression	14,052	5	2,810	122,095	,000 <sup>b</sup>
	Residual	14,202	617	,023		
	Total	28,254	622			
3	Regression	14,008	4	3,502	151,924	,000 <sup>c</sup>
	Residual	14,246	618	,023		
	Total	28,254	622			

Sumber : Data sekunder yang diolah dengan SPSS

Dari tabel 7 di atas, dapat dilihat nilai F sebesar 151,924 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih rendah daripada 0,05 dan nilai F- hitung > f – tabel (151,924 > 2,12) sehingga dapat disimpulkan model regresi penelitian ini layak digunakan. Variabel independen dalam penelitian ini mampu menjadi penjelas yang signifikan atas variabel dependen.

#### 5. Pengujian t-Statistik

Kriteria pengambilan keputusan untuk melihat pengaruh masing-masing variabel independen dapat dilakukan dengan dua cara (Ghozali, 2011) yaitu jika sig > 0.05, maka H<sub>0</sub> diterima, jika sig < 0.05, maka H<sub>0</sub> ditolak. Kemudian, jika  $\beta < 0.00$ , maka Ha<sub>1</sub>, Ha<sub>4</sub>, dan Ha<sub>5</sub> diterima, jika  $\beta > 0.00$ , maka Ha<sub>2</sub>, Ha<sub>3</sub>, dan Ha<sub>6</sub> diterima.

**Tabel 8**  
**Hasil Uji t-Statistik**

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,797	,058		13,674	,000		
	PROFITABILITAS	-,350	,054	-,213	-6,482	,000	,753	1,328
	GROWTH	,037	,026	,041	1,408	,160	,948	1,054
	SIZE	-,003	,009	-,011	-,346	,729	,848	1,179
	ASSET TANGIBILITY	-,177	,034	-,164	-5,149	,000	,808	1,237
	LIKUIDITAS	-,080	,004	-,669	-20,950	,000	,799	1,251
	DIVIDEND PAYOUT	-,026	,013	-,060	-1,978	,048	,888	1,126
2	(Constant)	,778	,020		39,667	,000		
	PROFITABILITAS	-,355	,051	-,217	-6,905	,000	,827	1,210
	GROWTH	,036	,026	,040	1,377	,169	,962	1,040
	ASSET TANGIBILITY	-,179	,034	-,165	-5,236	,000	,821	1,218
	LIKUIDITAS	-,079	,004	-,668	-21,152	,000	,817	1,223
	DIVIDEND PAYOUT	-,026	,013	-,061	-2,001	,046	,890	1,123
3	(Constant)	,785	,019		41,269	,000		
	PROFITABILITAS	-,346	,051	-,211	-6,777	,000	,842	1,188
	ASSET TANGIBILITY	-,184	,034	-,170	-5,418	,000	,831	1,203
	LIKUIDITAS	-,080	,004	-,673	-21,486	,000	,831	1,203
	DIVIDEND PAYOUT	-,027	,013	-,062	-2,034	,042	,891	1,123

a. Dependent Variable: FINANCIAL LEVERAGE

Sumber : Data sekunder yang diolah dengan SPSS

Hasil signifikansi profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *asset tangibility*, likuiditas, dan *dividend payout* berturut-turut adalah 0,000; 0,169; 0,729; 0,000;

0,000; dan 0,042. Hasil koefisien beta profitabilitas, *asset tangibility*, likuiditas, dan *dividend payout* berturut-turut adalah -0,346; -0,184; -0,080; -0,027. Hal ini berarti **H1, H4 dan H5 diterima** yang berarti profitabilitas, *asset tangibility* dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. **H6 ditolak** yang berarti *dividend payout* tidak berdampak positif terhadap struktur modal. **H2 dan H3 ditolak** yang berarti pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

#### 6. Penerapan teori *pecking order* dengan defisit keuangan

Tabel 9  
Jumlah Penerapan Teori *Pecking Order* periode 2006-2014

PENERAPAN POT	JUMLAH PERUSAHAAN	NAMA PERUSAHAAN
9	13	AMFG, GGRM, HDTX, JKSW, KAEF, KICI, LION, PICO, PYFA, RMBA, TBMS, TIRT, VOKS
8	17	ADES, CEKA, CNTX, DLTA, DPNS, DVLA, HMSP, IMAS, JECC, KLBF, LPIN, MERK, MRAT, SCCO, SIPD, TSPC, UNVR
7	14	BRPT, CPIN, CTBN, KBLM, KDSI, LMSH, MAIN, MLIA, SCPI, SKLT, SMGR, SPMA, STTP, TOTO
6	17	ADMG, ALKA, ALMI, BRNA, FASW, IKAI, INDF, INDR, INTP, KBLI, MYOR, NIPS, POLY, SMSM, SRSN, UNIC, UNIT
5	7	BUDI, GJTL, IGAR, MLBI, PSDN, TRST, ULTJ

Sumber : Data sekunder yang diolah dengan Ms.Excel

Jumlah perusahaan yang menerapkan teori *pecking order* lebih dari 5 kali sebesar 68 perusahaan. Disimpulkan **H7 diterima**, yang berarti 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.

## PEMBAHASAN

### Hasil Uji Hipotesis 1 : Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini berarti semakin tinggi laba perusahaan yang dihasilkan akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Laba yang tinggi juga akan memungkinkan perusahaan untuk mencadangkan laba ditahan yang lebih besar. Maka dari itu perusahaan yang profitabilitasnya tinggi akan menggunakan pendanaan internal lebih besar daripada dana eksternal (Myers, 1984).

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Al-Sakran (2001) dan Vasiliou *et al* (2009) yang menemukan hasil yang sama yaitu profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Moyo *et al* (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

### Hasil Uji Hipotesis 2 : Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Pada dasarnya, semakin bertumbuhnya sebuah perusahaan, permintaan terhadap kebutuhan pendanaan pun meningkat. Jika perusahaan hanya bergantung pada pendanaan internal saja, maka pertumbuhan akan terbatas. Menambah pendanaan dari pihak eksternal pun menjadi pilihan

untuk terus mendukung pertumbuhan (Sinha, 1992 dalam Bundala, 2012). Namun, tidak semua perusahaan yang bertumbuh didukung dengan hutang. Perusahaan yang dapat tumbuh pasti memiliki laba dan laba ini dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan dana dalam mendukung pertumbuhan. Jika laba ini memang sudah cukup untuk memenuhi kebutuhan, maka tidak akan ada kebutuhan akan hutang

Hasil penelitian ini tidak menunjukkan kesamaan hasil dengan penelitian yang dilakukan oleh Bundala (2012). Penelitian yang dilakukan oleh Bundala (2012) juga menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Ada juga penelitian yang berlawanan dengan paham teori *pecking order* lainnya dimana pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Al Sakran, 2001).

### **Hasil Uji Hipotesis 3 : Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal**

Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal (*financial leverage*). Ukuran perusahaan yang besar pasti didukung dengan adanya pertumbuhan yang tinggi. Pertumbuhan perusahaan bisa terjadi karena perusahaan menghasilkan laba yang tinggi. Jadi, belum tentu perusahaan yang besar akan selalu menggunakan hutang dalam memenuhi kebutuhan dana, karena bisa saja perusahaan bisa menghasilkan laba yang tinggi. Laba ini yang akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan. Jika laba ini bisa mencukupi kebutuhan dana, maka tidak akan ada kebutuhan akan hutang.

Hasil ini penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan Amidu (2007) dan Al-Sakran (2001) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan memang memiliki peran penting dalam struktur modal perusahaan. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Butt *et al* (2013) yang mengatakan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

### **Hasil Uji Hipotesis 4 : Pengaruh *Asset Tangibility* Terhadap Struktur Modal**

*Asset tangibility* berpengaruh negatif terhadap struktur modal (*financial leverage*).). Pada dasarnya, *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)

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Moyo *et al* (2013) dan Bundala (2012) yang menemukan bahwa tangibilitas aset berkorelasi negatif dengan *leverage*.

### **Hasil Uji Hipotesis 5 : Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal**

Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini berarti 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 ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Butt *et al* (2013) yang menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil yang ditemukan oleh Bundala (2012) dimana likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

### **Hasil Uji Hipotesis 6 : Pengaruh *Dividend Payout* Terhadap Struktur Modal**

*Dividend payout* berpengaruh negatif terhadap struktur modal (*financial leverage*). Hal ini berarti tingkat pembagian dividen yang diberikan oleh perusahaan justru menurunkan tingkat *leverage* perusahaan. Pada dasarnya, 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 ditanggihkan dalam hutang (surat janji hutang) yang akan menyebabkan jumlah hutang yang lebih tinggi di dalam struktur modal (Bundala, 2012).

Dapat dilihat bahwa rata-rata *dividend payout* sebesar 20,99%. Ini menunjukkan bahwa dari total *net income* perusahaan, hanya 20,9% yang digunakan untuk pembagian dividen. Jumlah dividen yang dibagikan terbilang masih rendah tetapi dengan adanya pembagian *dividend* ini justru menyebabkan penggunaan hutang berkurang. Pembagian dividen yang dilakukan perusahaan akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham serta menimbulkan ekspektasi positif. Hal ini akan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan dana melalui penerbitan sekuritas modal, sehingga berpotensi menurunkan porsi hutang perusahaan (Paramu, 2006).

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Moyo *et al* (2013) yang menyatakan dividen memiliki hubungan positif dengan struktur modal, tetapi konsisten dengan penelitian oleh Bundala (2012) yang menyatakan *dividend payout* memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal.

### **Hasil Uji Hipotesis 7 : Penerapan Teori *Pecking Order* dengan Defisit Keuangan**

Penghitungan *financial deficit* dalam penelitian ini dilakukan selama 9 tahun pada periode 2006-2014. Hasil penelitian menemukan bahwa jumlah perusahaan yang menerapkan teori *pecking order* lebih dari atau sama dengan 5 tahun adalah 68 perusahaan dari total 73 perusahaan. Hal ini menunjukkan adanya penerapan teori *pecking order* oleh perusahaan di industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014.

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

### **Perbandingan Hasil Teori *Pecking Order* Berdasarkan Uji Regresi Berganda dan Defisit Keuangan**

Berdasarkan hasil uji regresi berganda, dari total enam variabel independen ada empat variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal, yaitu profitabilitas, *asset tangibility*, likuiditas dan *dividend payout*. Namun, arah pengaruh tiga variabel saja yang sejalan dengan teori *pecking order* sehingga hipotesis yang dapat diterima yaitu :

H1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

H4 : *Asset Tangibility* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

H5 : Likuiditas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Tiga dari empat variabel tersebut berpengaruh dan arah pengaruhnya sesuai dengan teori *pecking order*, maka dapat dikatakan bahwa adanya penerapan teori *pecking order* dalam struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014. Hal ini juga didukung oleh hasil penghitungan *financial deficit*.

Penghitungan *financial deficit* dalam penelitian ini dilakukan selama 9 tahun pada periode 2006-2014. Hasil penelitian menemukan bahwa jumlah perusahaan yang menerapkan teori *pecking order* lebih dari atau sama dengan 5 tahun adalah 68 perusahaan dari total 73

perusahaan. Hal ini menunjukkan adanya penerapan teori *pecking order* oleh perusahaan di industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014.

## PENUTUP

### Kesimpulan

1. **H1 diterima.** Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Al-Sakran (2001) dan Vasiliou *et al* (2009). **H4 diterima.** *Asset tangibility* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Moyo *et al* (2013) dan Bundala (2012). **H5 diterima.** Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Butt *et al* (2013). **H7 diterima.** Sebagian besar perusahaan di industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014 menerapkan teori *pecking order* dalam menentukan perilaku kebijakan struktur modalnya, yaitu sebesar 68 perusahaan dari 73 sampel. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Atiyet (2012).
2. **H2 ditolak.** Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini tidak menunjukkan kesamaan hasil dengan penelitian yang dilakukan oleh Bundala (2012). **H3 ditolak.** Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil ini penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan Amidu (2007), Al-Sakran (2001), dan Butt *et al* (2013). **H6 ditolak.** *Dividend payout* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Bundala (2012) tetapi tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Moyo *et al* (2013).

### Implikasi

1. Bagi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia diharapkan menerapkan teori *pecking order* dalam kebijakan struktur modalnya agar dapat meningkatkan kepercayaan *stakeholder*, *shareholder*, dan pihak luar lainnya terhadap perusahaan.
2. Bagi calon investor, hasil penelitian ini dapat digunakan untuk memperhatikan kondisi struktur modal perusahaan yang baik dan dapat dipercaya untuk menjadi lahan investasi. Bagi para investor, hasil penelitian ini dapat digunakan untuk mengkaji ulang kondisi struktur modal perusahaan yang telah menjadi lahan investasi agar tetap dapat dipercaya dan terus memberi sinyal positif bagi investor.

### Keterbatasan

1. Sampel penelitian ini terbatas pada 73 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014.
2. Terdapat beberapa variabel independen lain yang dapat digunakan untuk dilakukan uji pengaruh terhadap variabel struktur modal.

### Saran

1. Penelitian selanjutnya dapat menambah sampel atau mengganti sampel, sehingga tidak hanya industri manufaktur yang menjadi objek penelitian.
2. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel independen lain untuk diuji pengaruhnya terhadap struktur modal, seperti *non-debt tax shield*, *share of government ownership*, dan pajak.

### DAFTAR PUSTAKA

- Al-Sakran, S. (2001). Leverage Determinant In The Absence Of Corporate Tax System : The Case Of Non Financial Publicly Traded Corporation In Saudi Arabia. *Managerial Finance*. 58-86
- Amidu, Mohammed. (2007). Determinants of Capital Structure of Banks in Ghana : an empirical approach. *Baltic Journal of Management*. 2(1). 67-79.

- Ariyanto, T. (2002). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Manajemen Indonesia*. 1(1). 64-71.
- Atiyet, Ben Amor. (2012). The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms. *Journal of Business Studies Quarterly*. 4(1). 1-14.
- Benito, Andrew. (2003). *The Capital Structure Decisions of Firms : Is There a Pecking Order?*. Banco de Espana.
- Brigham, Eugene F., dan Joel F. Houston. (1999). *Manajemen Keuangan*. Jakarta : Erlangga.
- Bundala, N. N. (2012). Do Tanzanian Companies Practice Pecking Order Theory, Agency Cost Theory or Trade Off Theory? An Empirical Study in Tanzanian Listed Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 2. 401-422.
- Butt, Sehrish, Ahmad Khan, Bilal Nafees. (2013). Static Trade Off Theory or Pecking Order Theory which One Suits Best to the Financial Sector Evidence from Pakistan. *European Journal of Business and Management*. 5(23).
- Frank, Murray Z., dan Vidhan K. Goyal. (2003). Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. 67. 217-248.
- Ghozali, Imam. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19* (Edisi 5). Semarang : Universitas Diponegoro.
- Gitman, Lawrence J. (2006). *Principles of Managerial Finance (10th Edition)*. Boston : Pearson Education.
- Harahap, Sofyan Syafri. (2008). *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan*. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persana.
- Harjito, Agus, dan Martono. (2010). *Manajemen Keuangan* (Edisi 3). Yogyakarta : Ekonisia.
- Husnan, Suad. (1996). *Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta : UPP AMP YKPN.
- Husnan, Suad. (1998). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas* (Edisi 2). Yogyakarta : UPP-AMP YKPN.
- Jadhav dan Neelankavil. (2011). Deficit Financing – Causes, Consequences, and Potential Cures. *Journal of Applied Business and Economics*. 12.
- Jama'an. (2008). *Pengaruh Mekanisme Corporate Govenance, dan Kualitas Kantor Akuntan Publik Terhadap Integritas Informasi Laporan Keuangan (Studi Pada Perusahaan Publik di BEJ)*. Tesis Strata-2, Universitas Diponegoro Semarang.
- Jumono, S., Abdurrahman, & Amalia, L. (2013). DETEKSI PRAKTIS APLIKASI POT (PECKING ORDER THEORY). *Jurnal Ekonomi*. 4(1).
- Kasmir. (2008). *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya* (Edisi Revisi). Jakarta: PT. RAJAGRAFINDO PERSADA.
- Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : Rajawali Pers.
- Meckling, Jensen. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4). 305-360.
- Moyo, V., Wolmarans, H., & Brummer, L. (2013). Trade-Off or Pecking Order : Evidence from South African Manufacturing, Mining, and Retail Firms. *International Business and Economics Research Journal*. 12(8).
- Myers, Stewart C., R.A. Brealey, dan A.J. Marcus. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance (3<sup>rd</sup> Edition)*. Singapore : Mc Graw-Hill.
- Myers, Stewart C. (1984). Capital Structure Puzzle.
- Ni, J., dan M. Yu. (2008). Testing The Pecking Order Theory : Evidence From Chinese Listed Companies. *The Chinese Economy*. 4. 97-113.
- Paramu, Hadi. (2006). Determinan Struktur Modal : Studi Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Manajemen Usahawan Indonesia*. 35(11). 48-54