

DETERMINAN KEPUTUSAN PENDANAAN PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA

(Pengujian *Pecking Order Theory* dan *Trade Off Theory*)

Ni Putu Ayu Darmayanti
Ni Putu Santi Suryantini

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Udayana, Bukit Jimbaran, Badung
Telp/Fax :0361 224133, r_yudarma@yahoo.com

Abstrak. Kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *tradeoff* antara risiko dengan tingkat pengembalian dimana peningkatan hutang dapat menyebabkan peningkatan risiko perusahaan namun di sisi lain juga meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham. Pengelolaan hutang yang kurang optimal bahkan dapat menyebabkan kebangkrutan perusahaan. Penelitian terdahulu yang dilakukan di pasar modal Indonesia menemukan hasil yang berbeda-beda terkait pengaruh beberapa variabel yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Hasil penelitian empiris membuktikan adanya penerapan *pecking order theory* (POT) dan *trade off theory* (TOT) pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Penelitian ini dilakukan untuk menguji kembali apakah variabel kebijakan dividen (diproksikan dengan *dividend payout ratio*), profitabilitas (diproksikan dengan *return on assets*), struktur aktiva (diproksikan dengan komposisi aktiva tetap), dan variabilitas tingkat keuntungan (diproksikan dengan *variability of EBIT*) berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan (diproksikan dengan *debt ratio*) pada perusahaan publik di Indonesia periode 2012-2014. Dari hasil analisis regresi linier berganda terhadap data 48 sampel perusahaan yang diteliti, diperoleh kesimpulan bahwa kebijakan dividen dan struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan perusahaan publik di Indonesia periode 2012-2014. Pengaruh variabel profitabilitas dan variabilitas tingkat keuntungan terhadap keputusan pendanaan dalam penelitian ini ditemukan negatif tetapi tidak signifikan.

Kata kunci : *debt ratio, pecking order theory, trade off theory*

Abstract. Policy regarding capital structure involves a tradeoff between risk rate of return which the increase in debt can cause an increased risk of the company, but on the other hand also increased the level of return expected by shareholders. Less than optimal debt management can even lead to bankruptcy of the company. Previous studies conducted in the Indonesian capital market find different results related to the effect of several variables that affect corporate financing decisions. The results of empirical research to prove the existence of the application of the pecking order theory (POT) and trade off theory (TOT) to firms in Indonesia. This study was conducted to examine again whether variable dividend policy (proxied by the dividend payout ratio), profitability (proxied by return on assets), asset structure (proxied by the composition of fixed assets), and the variability of the rate of profit (proxied by variability of EBIT) significantly against the funding decision (diproksikan to debt ratio) at public companies in Indonesia 2012-2014. From the results of multiple linear regression analysis of the data 36 samples studied company, the conclusion that the dividend policy and the structure of assets and a significant positive effect on financing decisions of public companies in Indonesia 2012-2014. Profitability and variability of EBIT to the funding decisions in this study found to be negative but not significant.

Key words : debt ratio, pecking order theory, trade off theory

PENDAHULUAN

Dalam suatu perusahaan, keputusan pendanaan memegang peranan yang penting untuk kelanjutan usahanya. Dengan pendanaan yang cukup, perusahaan dapat membiayai aktivitas operasi maupun investasinya. Pendanaan perusahaan pada umumnya berupa hutang dan modal sendiri, sedangkan sumbernya dapat berasal dari internal perusahaan seperti laba ditahan dan depresiasi, ataupun yang berasal dari eksternal perusahaan seperti hutang dan modal saham.

Komposisi jumlah hutang dengan modal sendiri yang digunakan perusahaan disebut sebagai struktur modalnya. Menurut Weston dan Brigham (2005:150), kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade-off* antara risiko dengan tingkat pengembalian dimana peningkatan hutang dapat menyebabkan peningkatan risiko perusahaan namun di sisi lain juga meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham. Pengelolaan hutang yang kurang optimal bahkan dapat menyebabkan kebangkrutan perusahaan.

Teori yang mendukung adanya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan diantaranya adalah *pecking order theory* (POT) dan *trade-off theory* (TOT) yang signifikan implikasinya dalam bidang keuangan perusahaan. Perbedaan antara TOT dan POT yaitu POT lebih menekankan pada hirarki pendanaan. Dasar dari urutan pendanaan menurut POT yaitu atas mahal atau tidaknya biaya modal, sedangkan TOT didasarkan pada optimalitas pendanaan. Meskipun terdapat perbedaan mencolok, kedua teori tersebut memiliki kemiripan yaitu tetap fokus pada *cost of capital* (COC). POT memfokuskan pada COC murah sedangkan TOT bertitik berat pada COC minimum (Fuady, 2013).

Banyak pengujian empiris terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal dilakukan di dalam maupun di luar negeri untuk menguji penerapan POT maupun TOT dalam suatu perusahaan. Mayangsari (2001), Fama dan French (2002), dan Adedeji (1998) menemukan kaitan antara kebijakan dividen dengan penggunaan hutang dimana pembayaran dividen yang semakin tinggi menyebabkan penggunaan hutang dalam struktur modal meningkat karena sumber dana internal berkurang akibat pembayaran dividen. Menurut POT, semakin tinggi rasio pembayaran dividen, maka jumlah laba yang ditahan akan semakin rendah sehingga apabila perusahaan membutuhkan tambahan dana, perusahaan akan menggunakan tambahan hutang. Erkaningrum (2008) menemukan bahwa dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap penggunaan hutang. Dalam kerangka TOT, jika rasio pembayaran dividen rendah dan laba ditahan meningkat, penggunaan hutang akan meningkat bila perusahaan dapat meminimumkan biaya modal dengan adanya penghematan pajak akibat penggunaan hutang.

Penggunaan hutang juga dapat dikaitkan dengan tingkat profitabilitas yang diperoleh. Jika perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi maka kemungkinan untuk menggunakan dana eksternal menjadi semakin kecil, sehingga profitabilitas berpengaruh negatif terhadap penggunaan hutang (Bundala, 2012; Philippe dan Jani, 2005; Erkaningrum, 2008; Serrasqueiro dan Caetano, 2013). Dalam POT, dinyatakan suatu asumsi yang berkaitan dengan keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan yaitu bahwa perusahaan cenderung lebih mengutamakan menggunakan sumber dana internal yang berasal dari laba dan depresiasi, namun jika dana internal tidak mencukupi, perusahaan bisa menggunakan dana eksternal. Perusahaan akan berusaha menggunakan dana eksternal seminimum mungkin dengan pertimbangan bahwa biaya dari dana eksternal seperti hutang atau penerbitan saham lebih besar daripada sumber dana eksternal. Dalam penggunaan sumber dana eksternal, perusahaan akan lebih mendahulukan penggunaan hutang mulai dari yang paling aman hingga yang paling berisiko, dan menerbitkan saham sebagai alternatif yang terakhir (Myers, 1984).

Berbeda dengan POT, TOT mempertimbangkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) dalam penentuan struktur modal, tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan informasi simetris sebagai imbalan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang paling tinggi terhadap biaya kesulitan keuangan. 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. Jadi dalam hal ini profitabilitas dapat berpengaruh positif terhadap penggunaan hutang, seperti penelitian yang dilakukan oleh Oolderink (2013).

Brigham dan Houston (2011: 250) menyatakan bahwa struktur aktiva juga mempengaruhi keputusan perusahaan untuk mendanai kegiataannya dengan hutang. Perusahaan yang aktivasnya layak

untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak berhutang. Harjito (2011) dan Yau, *et al* (2008) menemukan bahwa struktur aset memiliki hubungan positif dan signifikan, dengan struktur modal, yang berarti mendukung TOT. Sebaliknya, Bundala (2012) dan Dwiningsih (2014) menemukan struktur aktiva mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki struktur aset dengan komposisi aset fisik lebih besar akan memiliki kemampuan meminjam lebih besar karena memiliki jaminan aset yang lebih tinggi. Adanya jaminan aset yang tinggi juga dapat digunakan untuk menutupi biaya-biaya yang timbul bila terjadi kesulitan keuangan. Tetapi sesuai teori POT, selama dana internal masih mencukupi, perusahaan tidak akan menambah penggunaan hutangnya walaupun memiliki jaminan aset yang cukup.

Variabel lain yang terbukti berpengaruh terhadap keputusan pendanaan adalah adanya risiko bisnis. Risiko bisnis terjadi karena ketidakpastian yang terjadi dalam kegiatan operasional perusahaan sehingga mengakibatkan pendapatan yang diperoleh menjadi berfluktuasi dan berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya termasuk kewajiban membayar hutang. Harjanti dan Tandelilin (2007) serta Joni dan Lina (2010) menemukan bahwa risiko bisnis berhubungan positif dan tidak signifikan terhadap *leverage* (hutang). Berlawanan dengan hasil penelitian Erkaningrum (2008) yang menemukan hubungan yang negatif dan signifikan antara risiko bisnis yang dilihat dari *variability of earning* dengan penggunaan hutang. Hubungan negatif menandakan perusahaan yang risiko bisnisnya tinggi cenderung menggunakan hutang yang lebih sedikit. Perusahaan dengan *variability of earning* yang tinggi cenderung memiliki lebih sedikit kesempatan untuk memperoleh hutang berkaitan dengan berkurangnya kepercayaan kreditur karena ketidakyakinan bahwa perusahaan dapat menghasilkan laba yang cukup untuk membayar kewajibannya.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui signifikansi pengaruh kebijakan dividen (diproksikan dengan *dividend payout ratio*), profitabilitas (diproksikan dengan *return on assets*), struktur aktiva (diproksikan dengan komposisi aktiva tetap), dan variabilitas tingkat keuntungan (diproksikan dengan *variability of EBIT*) berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan (diproksikan dengan *debt ratio*) pada perusahaan publik di Indonesia periode 2012-2014. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam bentuk empiris terhadap manajer keuangan maupun akademis mengenai determinan dari keputusan pendanaan dan memberikan bukti empiris penerapan teori struktur modal terutama *pecking order theory* dan *trade off theory* di Indonesia.

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal menurut Brigham dan Houston (2011:287) yaitu struktur aktiva, tingkat pertumbuhan, dan profitabilitas. Menurut Sartono (2012:248) manajer keuangan dalam menentukan struktur modal perlu mempertimbangkan beberapa faktor yaitu: tingkat penjualan, struktur aset, tingkat pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, ukuran perusahaan, variabilitas labadan perlindungan pajak, skala perusahaan, kondisi interen perusahaan dan ekonomi makro. Erkaningrum (2008) meneliti perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menemukan bahwa kebijakan dividen, profitabilitas, dan variabilitas tingkat keuntungan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan Ruslim (2009) menemukan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu defisit pendanaan internal, profitabilitas dan *long term debt*. Seftianne (2011) menemukan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu: profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, kepemilikan manajerial dan struktur aktiva.

Berdasarkan berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal tersebut, dapat diklasifikasikan dua tipe perusahaan dalam menentukan keputusan struktur modalnya, yaitu perusahaan yang mengikuti *Balance Theory* dan perusahaan yang mengikuti *Pecking Order Theory*. Hal ini sesuai dengan yang dikemukakan Myers (1984). Oleh karena itu keputusan struktur modal secara teoritis didasarkan pada kerangka *Trade off* atau *Balance Theory* dan *Pecking Order Theory*. Dalam penelitian ini akan dikaji beberapa variabel yang mempengaruhi keputusan pendanaan seperti kebijakan dividen, profitabilitas, struktur aktiva, dan variabilitas tingkat keuntungan.

Besarnya jumlah dividen yang dibayarkan dalam suatu periode menyebabkan dana internal yang tersedia untuk investasi menjadi berkurang, sehingga dapat menyebabkan peningkatan kebutuhan terhadap hutang atau ekuitas pada periode selanjutnya (Fumey, 2013). Mayangsari (2001) menemukan

pengaruh positif antara dividen terhadap penggunaan hutang dimana penggunaan dana untuk pembayaran dividen menyebabkan perusahaan akan membutuhkan dana lebih untuk kegiatan operasional dan investasinya sehingga dapat memicu peningkatan jumlah hutang. Perilaku *pecking order* dalam menentukan sumber pendanaan dapat disebabkan karena kebijakan dividen perusahaan yang akan mempengaruhi penggunaan *retained earning* (Wibowo dan Erkaningrum, 2002). Pengujian oleh Kaweny (2007) memperoleh hasil terdapat hubungan yang positif antara *dividend payout ratio* dengan *financial leverage*. Berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya maka dapat disusun hipotesis adanya pengaruh positif signifikan antara *dividend payout ratio* dan struktur modal.

H1: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Struktur modal selain dipengaruhi *dividend payout ratio* juga dipengaruhi oleh profitabilitas. Profitabilitas akan mempengaruhi laba ditahan yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana. Perusahaan yang dapat menghasilkan laba yang besar akan menyebabkan potensi laba ditahan yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana juga semakin besar. Demikian pula sebaliknya, perusahaan yang hanya dapat menghasilkan laba yang kecil akan menyebabkan terbatasnya laba ditahan yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana. Hubungan antara profitabilitas dan *financial leverage* dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada. Titman dan Wesels (1988), Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990), Allen (1993), Rajan dan Zingales (1995), Pandey (2001), Shumi (2005), Hyesung, dkk (2006), Tran dan Neelakantan (2006) menemukan profitabilitas berhubungan negatif pada *leverage*.

H2: Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Perusahaan dengan struktur aktiva yang semakin besar bagian aktiva tetapnya, perusahaan tersebut berpotensi memiliki aset dengan nilai jaminan yang tinggi. Perusahaan tersebut akan dapat mengurangi biaya *financial distress* dibandingkan dengan perusahaan dengan aset dengan nilai jaminan yang rendah. Nilai jaminan yang tinggi dapat digunakan untuk menutupi kewajibannya apabila terjadi kesulitan keuangan. Peminjaman yang lebih besar akan mengarah pada rasio hutang yang lebih tinggi. Dengan demikian, terlihat adanya hubungan antara struktur aktiva dan struktur modal. Hubungan antara struktur aktiva dan struktur modal dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada. Adedeji (1998), Wibowo dan Erkaningrum (2002), Philippe dan Jani (2005), serta Erkaningrum (2008) menemukan struktur aktif berhubungan positif dan signifikan dengan hutang.

H3: Struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Perusahaan dapat memprediksi tingkat keuntungannya di masa yang akan datang dengan lebih tepat apabila secara historis perusahaan memiliki tingkat keuntungan yang stabil. Perusahaan dengan tingkat keuntungan yang stabil biasanya lebih mudah memperoleh kepercayaan dari kreditur, sedangkan perusahaan dengan tingkat keuntungan yang tidak stabil (*variability of earning*), memiliki sedikit kesempatan memperoleh pinjaman karena akan meningkatkan risiko dari pihak yang akan memberipinjaman. Ketidakpercayaan disebabkan karena ketidakyakinan pemberi pinjaman akan kemampuan perusahaan dalam mencapai laba yang diharapkan pada tahun-tahun mendatang. Hubungan antara *variability of earnings* dan *financial leverage* dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada. Erkaningrum (2008) mengemukakan bahwa *variability of earnings* berpengaruh negatif pada *financial leverage*.

H4: Variabilitas tingkat keuntungan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan di perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2014. Variabel independen dalam penelitian ini adalah variabel kebijakan dividen (diproksikan dengan *dividend payout ratio*), profitabilitas (diproksikan dengan *return on assets*), struktur aktiva (diproksikan dengan komposisi aktiva tetap), dan variabilitas tingkat keuntungan (diproksikan dengan

variability of EBIT). Variabel dependen adalah variabel keputusan pendanaan (diprosikan dengan *debt ratio*).

Struktur modal dapat diukur dengan *debt ratio*, merupakan rasio yang membandingkan total hutang yang dimiliki perusahaan dengan total aset perusahaan sampel dari tahun 2012-2014. *Debt ratio* dinyatakan dalam satuan persentase dan dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$Debt\ ratio = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Aset} \times 100\% \dots\dots\dots(1)$$

Kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur menggunakan *dividend payout ratio* periode sebelumnya, merupakan perbandingan antara jumlah dividen yang dibagikan dengan laba bersih yang diperoleh perusahaan sampel dari tahun 2011-2013. *Dividend payout ratio* dinyatakan dalam satuan persentase dan dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$Dividend\ payout\ ratio = \frac{Dividen\ per\ lembar}{Laba\ per\ lembar} \times 100\% \dots\dots\dots(2)$$

Profitabilitas dalam penelitian ini diukur menggunakan *return on assets*, merupakan perbandingan antara jumlah laba bersih dengan total aset perusahaan sampel dari tahun 2012-2014. *Return on assets* dinyatakan dalam satuan persentase dan dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$Return\ on\ assets = \frac{Laba\ bersih}{Total\ aset} \times 100\% \dots\dots\dots(3)$$

Struktur aktiva dalam penelitian ini diukur menggunakan *fixed assets to total assets ratio*, merupakan perbandingan antara jumlah aktiva tetap dengan total aset perusahaan sampel dari tahun 2012-2014. *Fixed assets to total assets ratio* dinyatakan dalam satuan persentase dan dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$Total\ assets\ ratio = \frac{Aktiva\ tetap}{Total\ Aktiva} \times 100\% \dots\dots\dots(4)$$

Variabilitas tingkat keuntungan dalam penelitian ini diukur menggunakan *variability of earning before interest and tax (EBIT)*, sesuai dengan Wibowo dan Erkaningrum (2002) merupakan standar deviasi dari EBIT dibagi total aset perusahaan sampel dari tahun 2012-2014. *Variability of EBIT* dinyatakan dalam satuan persentase dan dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$Variability\ of\ EBIT = \frac{Standar\ deviasi\ EBIT}{Total\ Aktiva} \times 100\% \dots\dots\dots(5)$$

Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data kuantitatif berupa angka yaitu laporan tahunan dari perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2014. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik di Indonesia yang terdaftar di BEI. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *sampling purposive*, yaitu penentuan sampel dengan mempertimbangkan kriteria tertentu (Sugiyono, 2013:122) Adapun kriteria yang mendasarkan pemilihan sampel penelitian ini adalah perusahaan sektor non keuangan di Bursa Efek Indonesia yang terdaftar selama periode 2010-2014, perusahaan yang membagikan dividen kas berturut-turut selama tahun 2012-2014, perusahaan yang melaporkan laba selama tahun 2012-2014 dan perusahaan yang menyajikan data penelitian secara lengkap selama periode penelitian. Dari hasil pengumpulan data, diperoleh sampel sebanyak 48 perusahaan, dengan periode pengamatan 3 tahun, sehingga jumlah pengamatan adalah 144. Setelah dilakukan pengujian normalitas, ternyata terdapat data *outlier* yang menyebabkan penyebaran data tidak normal. Oleh karena itu data *outlier* tidak digunakan dalam penelitian ini sehingga jumlah pengamatan menjadi 136. Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu metode observasi nonpartisipan.

Penelitian ini menggunakan teknik analisis statistik deskriptif dan analisis regresi linier berganda. Teknik analisis regresi berganda dapat menjelaskan pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan secara parsial ataupun secara bersama-sama.

Model regresi yang digunakan :

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + e_i$$

Keterangan :

Y = Keputusan Pendanaan (*Debt Ratio*)

- a = Konstanti = Koefisien regresi
 Xi = *Dividend payout ratio* (X1), *return on assets* (X2), *fixed assets to total assets* (X3),
variability of EBIT (X4)
 ei = *Standard error*

Berdasarkan hasil analisis regresi, selanjutnya dapat diamati *Goodness of Fit*-nya, yaitu koefisien determinasi (R^2), uji kelayakan model (uji F), dan uji hipotesis (uji t).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran mengenai variabel-variabel yang diteliti, berdasarkan hasil pengolahan data dengan SPSS, didapatkan deskripsi mengenai nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan nilai standar deviasi dari masing-masing variabel. Tabel 1 menampilkan hasil statistik deskriptif.

Tabel 1 Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
<i>Debt ratio</i>	136	0,0085	0,8869	0,328635	0,1956639
<i>Dividend payout ratio</i>	136	0,0007	3,7215	0,483835	0,4127539
<i>Return on assets</i>	136	0,0078	0,4038	0,122874	0,0889869
<i>Fixed assets to total assets</i>	136	0,0030	0,8869	0,297200	0,2008716
<i>Variability of EBIT</i>	136	0,0011	0,3737	0,032388	0,0352883

Sumber: Lampiran 4

Adapun rangkuman hasil analisis regresi dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini:

Tabel 2 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

	Unstandardized Coefficient B	Nilai Signifikansi	t	Kesimpulan	
<i>Constant</i>	0,115	0,00			
<i>Dividend payout ratio</i>	0,056	0,02	1,938	Signifikan	
<i>Return on assets</i>	-0,041		0,385	-0,294	Tidak signifikan
<i>Fixed assets to total</i>	0,648		0,000	11,518	Signifikan
<i>Variability of EBIT</i>	-0,349	0,160		-0,998	Tidak signifikan

$R^2 = 0,525$
 Sig. F Change = 0,000

Sumber : Lampiran 5

Berdasarkan Tabel 2 dapat dijelaskan yaitu hasil uji kelayakan model (*Godness of Fit*) berdasarkan nilai signifikansi F (*Sig. F Change*) sebesar 0,000 lebih kecil dibandingkan nilai $\alpha = 0,05$ hal ini menunjukkan bahwa seluruh variabel bebas secara bersama-sama mampu memprediksi atau menjelaskan struktur modal atau berarti bahwa model yang digunakan layak. Nilai koefisien determinasi yang ditunjukkan oleh R^2 sebesar 0,525 berarti bahwa 52,5 persen perubahan struktur modal mampu dijelaskan oleh perubahan kebijakan dividen, profitabilitas, struktur aset dan variabilitas tingkat keuntungan. Persamaan regresi yang diperoleh setelah melakukan analisis data yaitu sebagai berikut :

$$Y = 0,115 + 0,056 X_1 - 0,041 X_2 + 0,648 X_3 - 0,349 X_4 + e$$

Melalui persamaan tersebut maka dapat diinterpretasikan yaitu Nilai konstanta sebesar 0,115 menunjukkan bahwa, apabila *dividend payout ratio* (X_1), *return on assets* (X_2), *fixed assets to total*

assets (X_3) dan *variability of EBIT* (X_4) sama dengan nol, maka besarnya *debt ratio* (Y) sebesar 0,115. Nilai koefisien *dividend payout ratio* (β_1) sebesar 0,056 menunjukkan bahwa, apabila variabel *dividend payout ratio* meningkat 1 persen, maka variabel *debt ratio* akan meningkat sebesar 0,056 persen dengan asumsi variabel bebas lainnya dianggap konstan. Nilai koefisien *return on assets* (β_2) sebesar 0,041 menunjukkan bahwa, apabila variabel *return on assets* meningkat 1 persen, maka variabel *debt ratio* akan menurun sebesar 0,041 persen dengan asumsi variabel bebas lainnya dianggap konstan. Nilai koefisien regresi *fixed assets to total assets* (β_3) sebesar 0,648 menunjukkan bahwa, apabila variabel *fixed assets to total assets* meningkat 1 persen, maka variabel *debt ratio* akan meningkat sebesar 0,648 persen dengan asumsi variabel bebas lainnya dianggap konstan. Nilai koefisien regresi *variability of EBIT* (β_4) sebesar -0,349 menunjukkan bahwa, apabila variabel *variability of EBIT* meningkat 1 persen maka variabel *debt ratio* akan turun sebesar 0,349 dengan asumsi variabel bebas lainnya dianggap konstan.

Pengujian hipotesis 1 diperoleh nilai statistik t sebesar 1,938 dengan signifikansi sebesar 0,028. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa variabel *dividend payout ratio* secara parsial berpengaruh signifikan pada *debt ratio*. Arah koefisien regresi menunjukkan tanda positif. Berdasarkan hasil uji statistik maka hipotesis 1 diterima. Pengujian hipotesis 2 diperoleh nilai statistik t sebesar -0,294 dengan signifikansi sebesar 0,385. Nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa variabel *return on assets* secara parsial tidak berpengaruh signifikan pada *debt ratio*. Arah koefisien regresi menunjukkan tanda negatif. Berdasarkan hasil uji statistik maka hipotesis 2 ditolak. Pengujian hipotesis 3 diperoleh nilai statistik t sebesar 11,518 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 yang menunjukkan bahwa *fixed assets to total assets* secara parsial berpengaruh signifikan pada *debt ratio*. Arah koefisien regresi menunjukkan tanda positif. Berdasarkan hasil uji statistik maka hipotesis 3 diterima. Pengujian hipotesis 4 diperoleh nilai statistik t sebesar -0,998 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,160. Nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 yang menunjukkan bahwa *variability of EBIT* secara parsial tidak berpengaruh signifikan pada *debt ratio*. Arah koefisien regresi menunjukkan tanda negatif. Berdasarkan hasil uji statistik maka hipotesis 4 ditolak.

Uji statistik pengaruh parsial dalam penelitian ini menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Berarti semakin besar jumlah dividen yang dibagikan pada periode sebelumnya, maka makin besar pula porsi hutang dalam struktur modal. Besarnya jumlah dividen yang dibayarkan dalam suatu periode menyebabkan dana internal yang tersedia untuk investasi menjadi berkurang, sehingga dapat menyebabkan peningkatan kebutuhan terhadap hutang atau ekuitas pada periode selanjutnya (Fumey, 2013).

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Mayangsari (2001), Wibowo dan Erkaningrum (2002), Kaweny (2007), Joni dan Lina (2010), serta Fumey dan Doku (2013). Dividen yang besar di masa lalu secara langsung akan meningkatkan kebutuhan kas di masa yang akan datang. Hal ini mendorong perusahaan untuk melakukan pinjaman yang lebih besar untuk memenuhi kebutuhan kas perusahaan. Pembayaran dividen akan mengurangi persediaan dana internal yang dibutuhkan perusahaan untuk beroperasi. Akibat penggunaan dana untuk pembayaran dividen perusahaan akan membutuhkan dana lebih untuk keperluan operasional dan investasinya. Kebutuhan dana ini memicu penambahan hutang perusahaan. perusahaan akan mendahulukan alternatif penggunaan hutang untuk memenuhi tambahan kebutuhan investasi sebelum memutuskan untuk menggunakan tambahan ekuitas. Jadi hasil penelitian ini mendukung teori *pecking order*.

Profitabilitas akan mempengaruhi laba ditahan yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana. Perusahaan yang dapat menghasilkan laba yang besar akan menyebabkan potensi laba ditahan yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana juga semakin besar. Demikian pula sebaliknya, perusahaan yang hanya dapat menghasilkan laba yang kecil akan menyebabkan terbatasnya laba ditahan yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana.

Menurut POT, seberapa besar perusahaan harus melakukan peminjaman untuk memenuhi kebutuhan dana, tergantung pada seberapa besar laba ditahan yang dimiliki perusahaan. Semakin besar laba ditahan sebagai sumber internal membuat penggunaan utang berkurang, sehingga tingkat

leverage perusahaan menjadi semakin rendah. Dengan demikian, terlihat bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Hubungan antara profitabilitas dan *financial leverage* dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada. Titman dan Wesels (1988), Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990), Allen (1993), Rajan dan Zingales (1995), Pandey (2001), Shumi (2005), Hyesung, dkk (2006), Tran dan Neelakantan (2006) menemukan profitabilitas berhubungan negatif pada *leverage*. Dalam penelitian ini, profitabilitas ditemukan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal. Ini berarti bahwa perubahan profitabilitas perusahaan tidak ikut menentukan perubahan dalam struktur modal. Hasil tidak signifikan juga ditemukan oleh Putri (2012) serta Kasozi dan Ngwenya (2010).

Perusahaan dengan struktur aktiva yang semakin besar bagian aktiva tetapnya, perusahaan tersebut berpotensi memiliki aset dengan nilai jaminan yang tinggi. Perusahaan tersebut akan dapat mengurangi biaya *financial distress* dibandingkan dengan perusahaan dengan aset dengan nilai jaminan yang rendah. Nilai jaminan yang tinggi dapat digunakan untuk menutupi kewajibannya apabila terjadi kesulitan keuangan. Peminjaman yang lebih besar akan mengarah pada rasio hutang yang lebih tinggi. Dengan demikian, terlihat adanya hubungan antara struktur aktiva dan struktur modal. Hubungan antara struktur aktiva dan struktur modal dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada.

Dalam penelitian ini, struktur aktiva ditemukan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Ini berarti bahwa perubahan struktur aktiva perusahaan ikut menentukan perubahan dalam struktur modal. Adedeji (1998), Wibowo dan Erkaningrum (2002), Philippe dan Jani (2005), Harjito (2011) dan Yau, *et al* (2008) serta Erkaningrum (2008) menemukan struktur aktiva berhubungan positif dan signifikan dengan hutang. Hubungan positif antara struktur aktiva dan penggunaan hutang mendukung teori TOT, dimana dengan adanya perlindungan dari semakin besarnya jaminan aset, maka penggunaan hutang bisa ditingkatkan karena jaminan aset dapat mengurangi biaya kebangkrutan, selain itu penggunaan hutang juga menguntungkan karena memberikan penghematan pajak.

Perusahaan dapat memprediksi tingkat keuntungannya di masa yang akan datang dengan lebih tepat apabila secara historis perusahaan memiliki tingkat keuntungan yang stabil. Perusahaan dengan tingkat keuntungan yang stabil biasanya lebih mudah memperoleh kepercayaan dari kreditur, sedangkan perusahaan dengan tingkat keuntungan yang tidak stabil (*variability of earning*), memiliki sedikit kesempatan memperoleh pinjaman karena akan meningkatkan risiko dari pihak yang akan memberikan pinjaman.

Sartono (2012:248) variabilitas tingkat keuntungan berkaitan erat dengan stabilitas penjualan. Perusahaan dengan variabilitas tingkat keuntungan yang rendah mempunyai kemampuan yang lebih besar untuk menanggung beban bunga jika perusahaan menggunakan hutang. Penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa variabilitas tingkat keuntungan berpengaruh negatif terhadap struktur modal, namun hasilnya tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa perubahan pada variabilitas tingkat keuntungan tidak mempengaruhi besar kecilnya struktur modal.

SIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan yang diperoleh berdasarkan uji hipotesis dan pembahasan yaitu variabel kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan, variabel profitabilitas berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap keputusan pendanaan, variabel struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan, variabel variabilitas tingkat keuntungan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap keputusan pendanaan dan penerapan *pecking order theory* pada sampel yang diteliti terlihat dari signifikansi pengaruh kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan, sedangkan signifikansi pengaruh struktur aktiva terhadap keputusan pendanaan mendukung *trade-off theory*.

Berdasarkan kesimpulan di atas maka diberikan beberapa saran yaitu Pertama, perusahaan dapat memperhatikan variasi kebijakan dividen dan struktur aktiva karena secara statistik terbukti signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan. Kedua, Penelitian selanjutnya perlu mengidentifikasi

variabel-variabel lain yang berpengaruh pada keputusan pendanaan, seperti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, likuiditas, dan keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A. 1998. Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firm in The UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 :1127 - 1155.
- Allen, D.E. 1993. The Pecking Order Hypothesis : Australian Evidence. *Applied Financial Economics*, 3 : 101 - 112.
- Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, Spring : 26 - 35.
- Beliya, Maya. 2013. Pengujian Kembali Teori Pecking Order dan Trade-Off Pada Perusahaan Tumbuh dan Dewasa di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Gadjah Mada.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Buku 2 Edisi 11, Penerjemah Ali Akbar Yulianto, Salemba Empat, Jakarta.
- Bundalala, Ng'habi. 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(4): pp:401-422.
- Chang, R.P., dan S.G. Rhee. 1990. The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions. *Financial Management*, Summer :21 - 31.
- Dwiningsih, Andi Annisa N. 2014. Pengujian Pecking Order Theory vs Trade Off Theory Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Studi Magister Manajemen FEB Universitas Gadjah Mada.
- Erkaningrum, F. Indri. 2008. Faktor-faktor Penentu Financial Leverage dalam Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 1(2): h:164-186.
- Fuady, Misbach. 2013. Pengujian Teori Trade Off dan Pecking Order : Apakah Mutually Exclusive?. *Tesis*. Program Magister Sains dan Doktor FEB Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Fumey, Abel., Isaac Doku. 2013. Dividend Payout Ratio in Ghana: Does the pecking order theory hold good?. *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB)*, 2(2).
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariete dengan Program IBM SPSS 23*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Harjito, D. Agus. 2011. Teori Pecking Order dan Trade Off Dalam Analisis Struktur Modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol. 15 No. 2 Hal. 187-196.
- Husnan, Suad. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Hyesung K., Almas H., dan Dany A. 2006. Dynamics of Capital Structure : The Case of Korean Listed Manufacturing Companies. *Asian Economic Journal*, 20 : 3 : 275 –302.
- Joni dan Lina. 2010. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(2): h:81-96.
- Kaweny, S.Puspa. 2007. Studi Keterkaitan Antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order. *Tesis Program Pasca Sarjana*, Fakultas Ekonomi Univesitas Diponegoro Semarang.
- Kasozi, Jason dan Sam Ngwenya. 2010. The Capital Structure Practice of Listed Firms in South Africa, *International Research Symposium in Service Management, Le Meredien Hotel, Mauritius, 24-27 August 2010*.
- Mayangsari, Sekar. 2001. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan :Pengujian Pecking Order Hypothesis. *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*, Vol.1 No.3, hlm.1-26.
- Myers, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, November : 147 – 176.
- Myers, Stewart dan Majluf Nicholas. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Finance Economics*, (13): pp: 187-221.

- Myers, Stewart. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3).
- Pandey, I.M. 2001. Capital Structure and The Firm Characteristics : Evidence from an Emerging Market. *Indian Institute of Management Ahmedabad Working Paper*.
- Putri, Meidera Elsa Dwi. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Manajemen, Volume 01, Nomor 01, September 2012*.
- Oolderink, Pim. 2013. Determinants of Capital Structure : Static Trade-Off Theory Vs. Pecking Order Theory. *1st IBA Bachelor Thesis Conference*. University of Twente.
- Rajan, R.G. dan L. Zingales. 1995. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *The Journal of Finance*, 50 : 1 – 58.
- Ruslim, Herman. 2009. Pengujian Struktur Modal (Teori Pecking Order): Analisis Empiris Terhadap Saham di LQ 45. *Jurnal Bisnis & Akuntansi*, 11(3): h:209-221.
- Scott, D. 1977. Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, 32 : 1 – 19.
- Seftianne., Ratih Handayani. 2011. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13(1): h:39-56.
- Shumi, A. 2005. The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations. *Australian Journal of Management*, 30 : 2.
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Bisnis*. Edisi ke-17. Bandung: ALFABETA CV.
- Suyana Utama Made. 2016. *Aplikasi Analisis Kuantitatif*. Buku Ajar. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana.
- Titman, S., dan R. Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 48 : 1 – 19.
- Tran D.K.N., dan Neelakantan R. 2006. Capital Structure in Small and Medium- Sized Enterprises The Case of Vietnam. *Asean Economic Bulletin*, 23 : 2 : 192 – 211.
- Weston, J.F dan Copeland. 2008. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid II*. Jakarta: Erlangga.
- Weston, J.F. dan E.F. Brigham. 2005. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Wibowo, Jatmiko dan Indri Erkaningrum. 2002. Studi Keterkaitan antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order. *Simposium Nasional Keuangan in Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*, h:57-74.
- Wirawan, Nata. 2002. *Statistik 2 (Statistik Inferensiasi)*. Edisi ke-2. Denpasar: Keraras Emas.
- Yuli, Setyaningsih. 2012. *Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Growth Opportunity, dan Operating Leverage Terhadap Struktur Modal Perusahaan Properti yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2010*. Tesis. Universitas Negeri Yogyakarta.