

**DETERMINASI STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN DI BIDANG
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR PADA INDEKS LQ 45 BURSA
EFEK INDONESIA PERIODE 2010-2014**

Rizki Juniarti

Universitas Swiss German

rizki_juniarti@yahoo.com

Abstract. The purpose of this study is to analyze the determination factors of capital structure, such as deficit, profitability and tangibility asset, and their influence to the use of short term debt, long term debt and total debt, based on two perspective namely Pecking Order Theory (POT) and Trade-off Theory (TOT). From the perspective of POT, company has a certain order to choose their financing decision. The order start from internal to external financing. Thus, in POT, deficit has positive influence to the debts while profitability and tangibility asset have negative influences. From the perspective of TOT, debts are able to provide advantage to offset the tax value. Thus, based on TOT, deficit, profitability and tangibility asset have positive influence to the debts. The samples of this study are 10 manufacturing companies listed in LQ45 for minimum of four periods in 2010-2014 with OLS Regression as the analysis method. The results implied that in terms to the use of short term debt and total debt, financing decision of sample companies has no path suggested by POT nor TOT; however, regarding the uses of long term debt, the companies follows the path suggested by Pecking Order Theory.

Keywords: Deficit, Profitability, Tangibility Asset, Debts, Pecking Order Theory, Trade-off Theory

Abstrak. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisa pengaruh dari determinasi struktur modal, seperti defisit, profitabilitas dan tangibilitas aset terhadap penggunaan hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang berdasarkan perspektif Pecking Order Theory (POT) dan Trade-off Theory (TOT). Berdasarkan perspektif POT, perusahaan memiliki urutan tertentu untuk memilih pendanaannya, dimulai dari internal ke external. Sehingga di dalam POT, defisit memiliki pengaruh positif terhadap penggunaan hutang, sedangkan profitabilitas dan tangibilitas aset memiliki pengaruh negatif. Berdasarkan perspektif TOT, hutang dapat memberikan keuntungan atas beban pajak yang harus ditanggung oleh perusahaan. Oleh karena itu, berdasarkan TOT, defisit, profitabilitas dan tangibilitas aset memiliki pengaruh positif terhadap penggunaan hutang. Sampel penelitian ini adalah 10 perusahaan manufaktur yang bertahan selama minimum empat periode di LQ45 selama tahun 2010-2014. Metode analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah regresi OLS. Hasil penelitian ini mengimplikasikan bahwa dalam penggunaan hutang jangka pendek dan total hutang, keputusan pendanaan yang dipilih oleh objek penelitian tidak mengikuti pola yang disarankan oleh Pecking Order Theory atau Trade-off Theory, sedangkan dalam kaitannya terhadap hutang jangka panjang, perusahaan yang menjadi objek penelitian ini mengikuti pola yang disarankan oleh Pecking Order Theory.

Kata kunci: Defisit, Profitabilitas, Tangibilitas Aset, Hutang, Pecking Order Theory, Trade-off Theory.

PENDAHULUAN

Perusahaan membutuhkan pendanaan untuk melaksanakan aktivitas ekonomi berupa biaya operasional sehari-hari dan/atau biaya investasi. Pada saat ini situasi diluar perusahaan seperti anjloknya harga minyak dunia, ketidakstabilan politik, ketatnya persaingan dan lain sebagainya menghadirkan tantangan ekonomi yang berbeda dan menuntut perusahaan untuk jeli dalam mengatur sumber pendanaannya. Ketika suatu perusahaan menghadapi defisit keuangan internal, salah satu hal yang dapat dilakukan oleh manajemen adalah mengevaluasi kembali struktur modal perusahaan tersebut. Pemilihan struktur modal yang tepat bagi perusahaan dapat meminimalkan biaya modal (*cost of capital*) sekaligus juga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Pendanaan bagi perusahaan dapat dihimpun dari internal berupa penggunaan laba ditahan atau *retained earning* dan pendanaan yang berasal dari eksternal dalam bentuk hutang atau penerbitan saham baru. Teori yang paling banyak dipakai dalam penentuan struktur modal perusahaan diantaranya adalah *Trade off Theory* dan *Pecking Order Theory*.

Berdasarkan *Pecking Order Theory*, perusahaan memiliki tingkatan dalam pemilihan pendanaan dimana urutan pendanaan yang paling utama berasal dari internal perusahaan. Ketika dana internal perusahaan tidak mencukupi, *Pecking Order Theory* menyarankan bahwa penggunaan hutang lebih dahulu digunakan dan barulah penerbitan saham baru. Hal ini dilatarbelakangi bahwa terdapat informasi yang timpang (*asymmetric information*) antara pihak internal dan pihak external perusahaan dan kewajiban untuk mengeluarkan informasi internal perusahaan lebih berat ketika perusahaan melakukan listing di lantai bursa. *Trade-Off Theory*, dilain pihak, berpendapat bahwa terdapat titik maksimum antara hutang dan *bankruptcy cost*, dimana hutang dapat mengurangi beban pajak di suatu perusahaan sehingga perusahaan tidak harus melihat apakah dana internal masih mencukupi atau tidak. Kedua teori ini juga memiliki perspektif yang berbeda apabila melihat pengaruh antara profitabilitas terhadap penggunaan hutang. *Pecking Order Theory* berpendapat bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan cenderung memiliki hutang yang rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dianggap memiliki sumber pendanaan internal yang cukup untuk melaksanakan aktivitas ekonominya. Dilain pihak, secara kontras, *Trade-off Theory* berpendapat bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pendanaannya karena bunga atas hutang yang digunakan dapat membantu mengurangi beban pajak yang harus dikeluarkan perusahaan.

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang terdaftar di LQ 45. Alasan utama pemilihan perusahaan manufaktur antara lain pertama dikarenakan perusahaan manufaktur dapat dipastikan memiliki nilai aset tetap yang lebih besar dibanding perusahaan jasa yang pada kondisi ekstrimnya dapat berjalan tanpa memiliki aset tetap. Aset tetap ini dapat digunakan sebagai jaminan untuk mencari pembiayaan. Alasan kedua adalah bahwa berdasarkan data dari Badan Pusat Statistik, didapati bahwa

industri manufaktur berkontribusi Produk Domestik Bruto (PDB) tertinggi selama satu dekade terakhir.

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisa pengaruh antara defisit pendanaan internal, profitabilitas dan tangibilitas asset perusahaan terhadap penggunaan hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang perusahaan manufaktur pada indeks LQ45 periode 2010-2014

KAJIAN TEORI

Di dalam buku yang dikarangnya, Sjahrial (2014:308) mengulas bahwa teori mengenai struktur modal diawali pada tahun 1958 dimana Merton Miller dan Franco Modigliani mengemukakan dua preposisi yang selanjutnya disebut teori MM tanpa pajak dimana MM Preposisi I mengemukakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi komposisi struktur modal dan MM Preposisi II dimana nilai perusahaan yang memiliki hutang sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki hutang. Kedua preposisi tersebut tidak memasukan pajak sebagai faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. MM teori tanpa pajak dikoreksi pada tahun 1963 oleh kedua peneliti tersebut dimana unsur pajak dimasukan dalam teori sebelumnya, sehingga didapati bahwa penggunaan hutang akan mengurangi beban pajak dan meningkatkan nilai perusahaan. Teori MM dengan pajak ini merupakan cikal bakal *Static Trade Off Theory*. Kelemahan teori ini adalah tidak diperhitungkannya masalah biaya keagenan dan kemungkinan kebangkrutan akibat penggunaan hutang. Selain itu teori MM dengan pajak ini juga tidak menyebutkan sampai batas mana hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Teori ini secara implisit mengemukakan bahwa perusahaan akan memiliki nilai yang tinggi apabila seluruh struktur modalnya dibiayai oleh hutang.

Pecking Order Theory yang diperkenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961 dan dikembangkan oleh Myers dan Majluf 1984 adalah salah satu teori yang paling berpengaruh di bidang keuangan perusahaan Sjahrial (2014: 282). Teori ini mengemukakan bahwa perusahaan pada dasarnya memiliki urutan pilihan sumber pendanaan untuk membiayai investasi dan operasional bisnisnya. Dikarenakan faktor ketimpangan informasi (*asymmetric information*) antara perusahaan dan calon investor, perusahaan akan memilih dana internal dan diikuti oleh hutang dan penerbitan saham baru sebagai pilihan terakhir pendanaan perusahaan. Semakin besar ketimpangan informasi antara pihak internal dan eksternal perusahaan semakin mahal biaya untuk menerbitkan saham baru dikarenakan saham baru yang ditawarkan cenderung akan dihargai dibawah harga yang seharusnya atau *under-priced stock*.

Kontras dengan *Trade-off Theory*, pada *Pecking Order Theory* tidak ada prediksi mengenai nilai hutang yang optimum. Dari *Pecking Order Theory* timbul juga suatu teori baru mengenai *signaling theory* dimana keputusan penerbitan saham baru dapat dianggap sebagai suatu signal atau pertanda bagi investor atau publik lainnya mengenai gambaran suatu perusahaan. Apabila perusahaan menerbitkan saham baru untuk membiayai suatu proyek, publik akan mengasumsikan bahwa proyek yang sedang ditangani perusahaan tersebut adalah proyek beresiko tinggi sehingga mau membagi resiko tersebut terhadap calon investor baru. Selain itu, penerbitan saham baru juga akan mengurangi kekuasaan, kebebasan dan kontrol pemilik saham yang lama. Oleh karena itu, *Pecking Order*

Theory mengatur penggunaan *retained earning* perusahaan sebagai pilihan utama pendanaan, apabila tidak mencukupi barulah perusahaan menggunakan hutang dan/atau menerbitkan *convertible bond*. Penerbitan saham baru dipilih apabila kedua urutan tersebut sudah tidak memungkinkan.

Trade-off theory merupakan pengembangan teori dari MM preposisi I yang mempertimbangkan aspek pajak dan aspek biaya kebangkrutan pada teori ini. Hutang bagaikan dua sisi mata uang yang bukan hanya menyediakan keringanan dalam pembayaran pajak namun juga meningkatkan probabilitas kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya kebangkrutan itu sendiri akan menimbulkan biaya langsung maupun biaya tidak langsung bagi perusahaan. Biaya kebangkrutan langsung umumnya disebabkan oleh keterpaksaan menjual aset dibawah harga pasar ketika terjadi kebangkrutan, biaya likuidasi perusahaan, rusaknya *fixed asset* sebelum terjual, biaya pengacara, dan lain-lain. Dilain pihak biaya kebangkrutan yang dialami secara tidak langsung diantaranya adalah ketika manajemen dan karyawan menghabiskan waktu untuk menyelamatkan diri sendiri dan tidak mengerahkan usahanya untuk perusahaan, turunnya reputasi perusahaan dan hilangnya kepercayaan publik terhadap pengelola perusahaan. Studi yang dilakukan oleh Baxter (1967) menyatakan bahwa perusahaan yang mendapatkan keuntungan pengurangan beban pajak dari hutang juga memiliki resiko kebangkrutan.

Defisit pendanaan pertama kali dikenalkan oleh Shyam-Sunders dan Myers (1994) dalam penelitiannya yang membandingkan *Pecking Order Theory* dengan *Trade-off Theory*. Dalam jurnal yang mereka terbitkan, disebutkan bahwa defisit pendanaan adalah ketidakcukupan internal cash flow suatu perusahaan untuk merealisasikan rencana investasinya dan memenuhi komitmennya untuk membayar dividen kepada para investor. Pada penelitiannya tersebut, Shyam-Sunders dan Myers meneliti pengaruh antara defisit terhadap perubahan hutang dengan metode regresi. Beberapa penelitian yang juga menggunakan defisit pendanaan internal diantaranya dilakukan oleh Frank dan Goyal (2003), Chirinko dan Singha (1999). Penelitian terbaru yang dilakukan oleh Khan dan Adom (2015) menduplikasi penelitian yang dilakukan oleh Frank dan Goyal (2003) dengan menggunakan defisit pendanaan dan menunjukkan hasil yang konsisten dimana sampel yang diteliti tidak mendukung adanya POT. Penelitian lain oleh Atiyet (2012) yang menggunakan variabel defisit pendanaan dilakukan pada 88 perusahaan yang masuk ke dalam indeks SBF 250 pada *French Stock Exchange* menunjukkan hasil bahwa defisit memiliki pengaruh positif signifikan terhadap perubahan hutang jangka panjang di periode 1999-2005. Berdasarkan hasil jurnal tersebut didapati bahwa struktur modal perusahaan di Perancis mengikuti pola *Pecking Order Theory*. Penelitian lain yang juga dilakukan di Pakistan oleh Jibrán, *et al*, (2012) terhadap 286 perusahaan non keuangan pada periode 2001-2008 menunjukkan bahwa defisit pendanaan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap total hutang. Yang menarik pada penelitian ini adalah bahwa pada perusahaan non keuangan di Pakistan, *Pecking Order Theory* hadir dalam bentuk yang lemah (*weak form*) artinya meskipun pola pendanaan secara mayoritas mengikuti pola yang disarankan oleh *Pecking Order Theory*, penerbitan saham dalam jumlah sedikit tetap ada untuk mengumpulkan dana bagi perusahaan non keuangan di negara tersebut. Defisit pendanaan juga dijadikan variabel pada penelitian yang dilakukan di Vietnam dalam kurun waktu 2005-2011 oleh

Dereeper dan Trinh (2015). Dari hasil penelitian tersebut didapati bahwa *Trade-off Theory* lebih mampu menjelaskan pola struktur modal pada perusahaan swasta dan perusahaan negara di Vietnam dibanding *Pecking Order Theory*. Dalam penelitian tersebut juga dipaparkan bahwa dalam jangka panjang, terdapat nilai optimum atas target rasio hutang untuk kedua jenis perusahaan tersebut. Penelitian dengan menggunakan defisit pendanaan sebagai salah satu variabel yang diteliti diantaranya dilakukan oleh Utami (2008) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan masuk pada indeks LQ45 periode 1995-2005. Dari hasil penelitian tersebut didapati bahwa defisit pendanaan internal memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *newly retained earning* dan positif signifikan terhadap hutang dan penerbitan saham baru. Hal ini menunjukkan kecenderungan perusahaan manufaktur pada periode tersebut tidak menerapkan pola yang dijabarkan pada *Pecking Order Theory*. Penelitian lain di Indonesia yang juga menggunakan defisit pendanaan sebagai salah satu variabel yang diteliti adalah penelitian yang dilakukan oleh Mahardika dan Aisjah (2013) terhadap produsen barang konsumsi pada tahun 2008-2012 dan Ruslim (2009) terhadap saham yang masuk kedalam indeks LQ45 tahun 2000-2006.

Pengaruh profitabilitas suatu perusahaan terhadap tingkat hutangnya berdasarkan *Pecking Order Theory* dan *Trade-off Theory* akan menghasilkan dua sudut pandang yang berbeda. Berbagai penelitian mengenai pengaruh profitabilitas terhadap keputusan pendanaan suatu perusahaan pun telah banyak dilakukan baik di Indonesia maupun di mancanegara seperti Afrika Selatan, Spanyol, Inggris dan lain-lain. Menurut *Trade-off Theory*, suatu perusahaan yang menghasilkan profit yang tinggi akan cenderung melakukan pinjaman. Hal ini dimotivasi oleh keuntungan penggunaan hutang atas beban pajak yang seharusnya dibayarkan oleh perusahaan. Perusahaan dengan nilai penjualan bersih yang tinggi akan dikenakan pajak perusahaan beberapa persen tergantung dari peraturan perpajakan di negara tempat perusahaan tersebut beroperasi. Untuk meminimalkan beban pajak yang harus ditanggung, perusahaan akan meminjam dana dari luar perusahaan sehingga bunga atas dana pinjaman tersebut dapat mengurangi nilai pajak yang harus dibayarkan. Kontradiktif dengan apa yang menjadi konsep *Trade-off Theory*, *Pecking Order Theory* berpendapat bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan memiliki cadangan dana internal yang mencukupi sehingga perusahaan dengan profit yang tinggi tidak perlu mencari dana berupa hutang dari pihak luar.

Beberapa penelitian seperti yang dilakukan oleh Benito (2003) yang melakukan analisa struktur modal pada perusahaan-perusahaan di Spanyol dan Inggris menemukan bahwa rasio hutang menurun seiring dengan pertambahan *cash flow* atau pertambahan profitabilitas perusahaan. Hal ini berarti pada periode yang diteliti oleh Benito (2003), yakni tahun 1985-2000 atau selama satu dekade lebih, perusahaan di Inggris dan Spanyol mengikuti pola pendanaan yang disarankan oleh *Pecking Order Theory*. Studi terbaru yang dilakukan di Indonesia oleh Andriano dan Nugroho (2013) menunjukkan hasil yang berimbang antara *Pecking Order Theory* dan *Trade-off Theory*. Penelitian tersebut menggunakan sampel perusahaan dari Index LQ-45 dan didapati bahwa profitabilitas, yang diproxikan dengan *Earning per Share* memiliki pengaruh negatif terhadap hutang untuk 2 perusahaan yakni INTP dan LPKR dan pengaruh positif signifikan terhadap 4 perusahaan yakni AALI, ASII, TLKM, dan UNVR. Sehingga didapati

kesimpulan bahwa perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ-45 mayoritas mengikuti pola pendanaan berdasarkan *Pecking Order Theory*. Penelitian yang dilakukan oleh Moyo, *et.al*, (2013) pada perusahaan tambang, manufaktur dan retail yang terdaftar pada *Johannesburg Stock Exchange (JSE)* mendapati hasil yang berbeda dengan penelitian yang dilakukan di Inggris dan Spanyol. Pengaruh profitabilitas yang diproxikan dengan ROE terhadap hutang perusahaan pada negara Afrika Selatan menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan. Hal ini berarti bahwa perusahaan dengan profit yang tinggi dan bergerak di bidang tambang, manufaktur dan retail di Afrika Selatan akan meminjam dana berupa hutang dari pihak luar dan cenderung mengikuti pola *Trade-off Theory*.

Tangibilitas aset perusahaan diartikan sebagai nilai total aset yang bisa dijadikan jaminan kepada pihak peminjam. Tangibilitas aset biasanya berupa properti perusahaan, plant dan mesin-mesin perusahaan. Menurut Rajan dan Zingales (1995) dalam studi yang dilakukan pada perusahaan non finansial di negara G-7 (Amerika Serikat, Kanada, Jepang, Jerman, Perancis, Itali dan Inggris) pada tahun 1987-1991 menunjukkan bahwa salah satu diantara faktor yang mendeterminasi struktur modal perusahaan adalah tangibilitas aset perusahaan. Merekapun berpendapat bahwa hasil yang mereka analisa secara mendalam pada sampel di Amerika Serikat menunjukkan hasil yang konsisten dan memiliki kemiripan di negara-negara G-7 yang lain. Menurut *Trade-off Theory* tangibilitas aset suatu perusahaan memiliki pengaruh yang positif. Hal ini didasari apabila suatu perusahaan memiliki aset yang dapat dijamin kepada kreditur, maka pemberian hutang kepada perusahaan tersebut dianggap lebih aman. Kreditur dapat mengambil aset yang dijamin atas hutang yang diterima apabila perusahaan tidak sanggup melakukan pembayaran. Oleh karena itu, semakin besar porsi *tangible asset* yang dimiliki suatu perusahaan, dimana proporsinya didefinisikan oleh rasio *tangible fixed asset* terhadap total aset, semakin banyak kesempatan bagi perusahaan tersebut melakukan pinjaman dana. Hal tersebut telah dikonfirmasi berdasarkan hasil studi yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) dan Frank dan Goyal (2003).

Menurut *Pecking Order Theory*, seperti yang dikutip pada penelitian yang dilakukan oleh Moyo, *et al* (2013) di Afrika Selatan, mengungkapkan bahwa tangibilitas aset yang tinggi pada suatu perusahaan merupakan salah satu indikator bahwa perusahaan tersebut adalah perusahaan yang besar dan dapat diasumsikan memiliki profitabilitas yang baik. Oleh karena itu, perusahaan dengan tangibilitas aset yang tinggi akan cenderung memakai pendanaan internal dan memiliki pengaruh negatif terhadap penggunaan hutang.

Studi yang dilakukan oleh Esch (2011) membandingkan struktur modal pada negara-negara G-7 dan negara-negara E-7, penelitian tersebut menunjukkan hasil bahwa tangibilitas memiliki pengaruh positif terhadap rasio hutang baik untuk negara G-7 maupun negara E-7. Proxi atas tangibilitas aset pun serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) yakni rasio antara aset tetap dengan total aset. Hasil studi yang dilakukan oleh Utami (2008) pada perusahaan manufaktur di Indonesiapun menghasilkan output yang sama antara pengaruh tangibilitas aset terhadap hutang jangka panjang. Hal ini menunjukkan bahwa bila dilihat dari segi tangibilitas aset, sampel pada penelitian terdahulu mengikuti pola *Trade-off Theory*. Hasil yang berbeda didapati pada penelitian perusahaan retail, manufaktur dan tambang di Afrika Selatan yang

dilakukan oleh Moyo, *et al* (2013), dimana hasil yang didapati adalah tangibilitas aset yang memiliki pengaruh negative terhadap penggunaan hutang. Hasil yang senada juga dijabarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Mahardika dan Aisjah (2013) pada perusahaan *consumer goods* di Indonesia pada tahun 2008-2012.

Berdasarkan uraian teori diatas maka hipotesis yang diujikan pada penelitian ini antara lain:

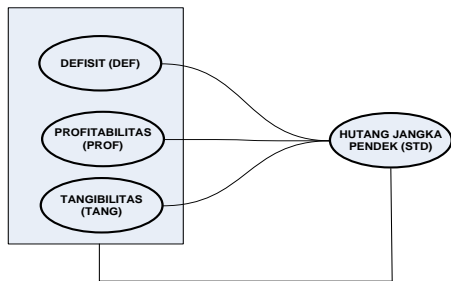
- H1: Defisit memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang
- H2: Profitabilitas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang
- H3: Tangibilitas aset memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang

Prediksi hasil penelitian dimana pengaruh defisit, profitabilitas dan tangibilitas aset terhadap penggunaan hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang disajikan pada Tabel 1.

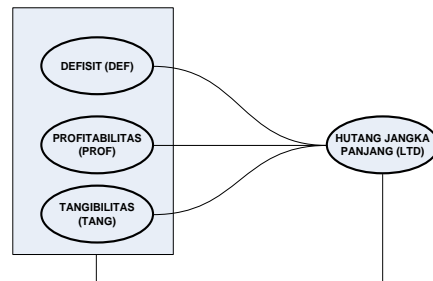
Tabel 1. Prediksi Pengaruh Variabel Bebas terhadap Penggunaan Hutang

Hipotesis	Variabel	Pecking Order Theory	Trade-off Theory
H1	Defisit	+	+
H2	Profitabilitas	-	+
H3	Tangibilitas Aset	-	+

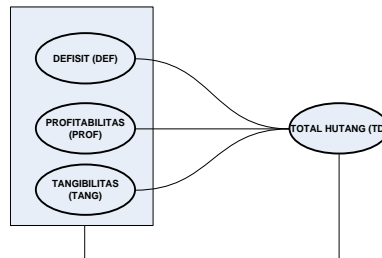
Secara singkat kerangka penelitian ini disajikan pada Gambar 1, Gambar 2 dan Gambar 3.



Gambar 1. Kerangka Penelitian dengan Y=STD



Gambar 2. Kerangka Penelitian dengan Y=LTD



Gambar 3. Kerangka Pemikiran dengan Y=TD

METODE

Penelitian ini berjenis pengujian hipotesis kausal yang bersifat kuantitatif dengan data panel yang merupakan gabungan dari data *cross section* antar

perusahaan manufaktur dan data series dari tahun 2010-2014. Variabel operasional baik variabel dependen dan independen serta pengukuran dari masing-masing variabel dapat disimpulkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Ringkasan Variabel Operasional dan Pengukuran

Variabel	Definisi Operasional	Formula
Hutang Jangka Pendek (STD)	Hutang yang dilaporkan dalam laporan keuangan perusahaan yang diteliti dan memiliki jangka waktu kurang dari satu tahun	$STD = \frac{\text{Hutang Jangka Pendek}}{\text{Total Aset}}$
Hutang Jangka Panjang (LTD)	Hutang yang dilaporkan dalam laporan keuangan perusahaan yang diteliti dan memiliki jangka waktu lebih dari satu tahun	$LTD = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Aset}}$
Total Hutang (Y3)	Total hutang yang dilaporkan dalam laporan keuangan perusahaan yang diteliti	$TD = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$
Defisit Pendanaan (DEF)	Ketidacukupan dana internal perusahaan setelah kewajibannya terpenuhi	$DEF = \frac{DIV_t + CAPEX_t + \Delta W_t + LTD_t - Ct}{\text{Total Aset}}$
Profitabilitas (PROF)	Mendeskripsikan seberapa baik perusahaan dalam menghasilkan laba	$PROF = ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$
Tangibilitas Aset (TANG)	Besar aset tetap yang dimiliki perusahaan	$TANG = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total aset}}$

Pemilihan sampel pada penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* yakni pemilihan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia per Desember 2014. Sedangkan penggolongan perusahaan manufaktur sesuai dengan klasifikasi perusahaan yang terdaftar pada Jakarta Industrial Classification (JASICA). Periode yang diteliti pada penelitian ini adalah periode 2010-2014. Dalam penelitian ini kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel dan hasilnya ditunjukkan dalam Tabel 3.

Tabel 3. Kriteria Sampel yang Diteliti

No	Kriteria	Hasil Penyaringan
1	Perusahaan yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia per Desember 2014	507
2	Perusahaan yang masuk ke dalam indeks LQ45	45
3	Perusahaan manufaktur di LQ45 pada kurun waktu 2010-2014	16
4	Perusahaan manufaktur di indeks LQ45 yang bertahan sekurang-kurangnya selama empat periode	11
5	Perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek sebelum tahun 2009	10

Jenis data yang dikumpulkan adalah data sekunder yang berasal dari laporan keuangan yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia. Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah dengan mengumpulkan dan mengkaji data laporan keuangan yang sudah diaudit dan dipublikasikan untuk periode 2010-2014.

Analisis yang dilakukan adalah menggunakan analisa regresi linear berganda untuk data panel sampel perusahaan dari tahun 2010-2014 dengan metode *ordinary least square* (OLS) dengan bantuan SPSS. Adapun persamaan regresi yang diujikan adalah sebagai berikut:

$$STD = a + bDEF + cPROF + dTANG \quad \dots 1$$

$$LTD = a + bDEF + cPROF + dTANG \quad \dots 2$$

$$TD = a + bDEF + cPROF + dTANG \quad \dots 3$$

Dimana:

STD = Hutang jangka pendek, LTD = Hutang jangka panjang, TD = Total hutang, DEF = Defisit Pendanaan Internal PROF = Profitabilitas TANG = Tangibilitas Aset.

Analisis regresi linier dengan metode OLS yang baik pada umumnya harus memenuhi persyaratan statistik melalui uji asumsi klasik. Adapun persyaratan pada uji asumsi klasik diantaranya: (a) Nilai residu terdistribusi normal – Uji Normalitas (b) Tidak ada hubungan linear antar variabel bebas – Uji Multikolinearitas (c) Tidak ada korelasi antara residu pada periode t dengan residu pada periode t-1 – Uji Autokorelasi (d) Kesamaan varians dari residual satu observasi ke observasi lain – Uji Heteroskedesitas

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik Masing-masing Variabel. Tabel 4 menunjukkan nilai dari deskripsi statistik masing-masing variabel. Variabel hutang jangka pendek (STD) memiliki nilai minimum sebesar 0.08 dan maximum sebesar 0.62. Kedua nilai tersebut dimiliki oleh INTP pada tahun 2011 dan UNVR pada tahun 2014. Nilai rata-rata rasio hutang jangka pendek per total aset sebesar 0.2507, artinya dari Rp. 100 total aset yang dimiliki rata-rata perusahaan, nilai yang didanai oleh hutang jangka pendek adalah sebesar Rp. 25.

Nilai minimum dan maksimum dari variabel hutang jangka panjang (LTD), secara berurutan, adalah sebesar 0.02 yang dimiliki oleh KLBF pada tahun 2013 dan 0.76 yang dimiliki oleh DOID pada tahun 2014. Nilai rata-rata rasio

hutang jangka panjang per total aset sebesar 0.1757, artinya dari Rp. 100 total aset yang dimiliki rata-rata perusahaan, nilai yang didanai oleh hutang jangka panjang adalah sebesar Rp. 18.

Rasio total hutang terhadap total aset (TD) menunjukkan kemampuan perusahaan menjamin aset perusahaan dalam memenuhi kewajiban membayar total hutangnya. Rasio ini juga biasa disebut rasio solvabilitas. Nilai TD minimum sebesar 0.13 dan dimiliki oleh INTP pada tahun 2011 dan nilai maksimum dimiliki oleh DOID pada tahun 2013 dengan nilai sebesar 2.08. Nilai terbesar yang dimiliki DOID yakni 2.08 memiliki arti bahwa pada periode 2013, perusahaan tersebut memiliki total hutang yang melampaui kemampuannya untuk membayarkannya tersebut dengan total aset yang dimiliki. Rata-rata nilai total hutang terhadap total aset pada sampel penelitian adalah sebesar 0.5251. Hal ini berarti 52% dari total aset dibiayai oleh hutang.

Rasio defisit per total aset (DEF) menunjukkan keadaan defisit keuangan internal perusahaan dan kemampuan total asetnya untuk dijadikan jaminan guna menghimpun dana dalam mengatasi defisitnya. Defisit terendah dimiliki oleh UNVR pada tahun 2011 sebesar 0.03 dan tertinggi dimiliki oleh DOID di 2014 sebesar 1.71. Nilai rata-rata industri sebesar 0.454, artinya total aset rata-rata sampel perusahaan dapat memberikan perlindungan defisit sebesar 45.4%

Variabel profitabilitas (PROF) diproxikan dengan laba bersih per total aset. Rata-rata PROF pada sampel perusahaan yang diteliti adalah sebesar 0.151 artinya dari Rp 100 nilai total aset mampu menghasilkan Rp. 15 laba bersih. Nilai PROF terendah dimiliki oleh DOID pada tahun 2013 dengan nilai -0.03 atau bisa dikatakan perusahaan tersebut mengalami kerugian dan tertinggi dimiliki oleh UNVR pada tahun 2013 dengan nilai 0.42. Kedua nilai tersebut dapat diartikan bahwa UNVR sangat efektif dalam menggunakan total asetnya untuk menghasilkan laba bersih.

Variabel tangibilitas aset (TANG) dirasioikan oleh total aset tetap berwujud per total aset. Rasio ini menunjukkan proporsi nilai aset tetap berwujud yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan untuk menghimpun dana. Nilai terendah dimiliki oleh ASII pada tahun 2014 dengan nilai 0.17 dan tertinggi dimiliki oleh SMCB pada tahun 2014 dengan nilai 0.84. Rata-rata proporsi aset tetap berwujud pada sampel yang diteliti adalah sebesar 41.14%

Dari tabel didapati bahwa nilai standard deviasi terbesar dimiliki oleh variabel total hutang dan terendah dimiliki oleh variabel profitabilitas. Standard deviasi mencerminkan sebaran data. Standard deviasi yang lebih tinggi memiliki sebaran data yang lebih luas atau lebih jauh dari nilai rata-rata data.

Tabel 4. Deskripsi Statistik Variabel Bebas dan Variabel Terikat

Variabel	Minimu m	Maximu m	Mean	Std. Deviation
STD	.08	.62	.2507	.13757
LTD	.02	.76	.1757	.20314
TD	.13	2.08	.5251	.49174
DEF	.03	1.71	.4539	.34818
PROF	-.03	.42	.1510	.11388
TANG	.17	.84	.4114	.18305

Uji Asumsi Klasik. Pengujian asumsi klasik sangatlah penting agar hasil regresi yang didapat valid dan tidak bias. Berdasarkan hasil olah data didapati bahwa pada pengujian model 1 dan model 3 tidak lolos uji asumsi klasik autokorelasi dan heteroskedasitas sehingga diharuskan untuk transformasi sampai data lolos semua uji asumsi klasik.

Tabel 5 merupakan rangkuman dari hasil uji normalitas, dimana nilai signifikansi Kolmogorov Smirnov untuk ketiga model berada diatas 0.05 sehingga lolos uji normalitas.

Tabel 5. Nilai Kolmogorov-Smirnov dan Signifikansi

Model	Nilai KS	Signifika nsi
1	0.506	0.960
2	0.648	0.796
3	1.005	0.264

Uji autokorelasi dikaji dari nilai Durbin Watson yang dihasilkan oleh ketiga model. Penentuan lolos atau tidaknya suatu model tergantung dari nilai dL (batas bawah) dan dU (batas atas) yang besarnya ditentukan oleh jumlah observasi (N) dan jumlah variabel (k). Suatu model dikatakan lolos uji autokorelasi positif apabila nilai Durbin Watson (DW) yang dihasilkan adalah $DW > dU$ dan lolos uji autokorelasi negatif apabila $4 - DW > dU$. Apabila nilai $dL < DW < dU$ atau $dL < 4 - DW < dU$, maka data tidak dapat disimpulkan dan akan diujikan kembali dengan metode run test. Tabel 6 merupakan rangkuman dari nilai DW ketiga model, jumlah observasi, dan nilai dL dan dU yang didapat dari tabel Durbin Watson.

Tabel 6. Nilai Durbin Watson Ketiga Model

Model	N	dL	dU	DW	4-DW
1	42	1.3573	1.6617	1.738	2.262
2	50	1.421	1.674	1.510	2.490
3	31	1.2292	1.6500	2.139	1.861

Model 1 lolos uji autokorelasi positif karena $DW > DU$ atau $1.738 > 1.6617$ dan lolos uji autokorelasi negatif karena $4 - DW > DU$ atau $2.262 > 1.6617$. Model 2 lolos uji autokorelasi negatif dikarenakan $4 - DW > DU$ atau $2.49 > 1.674$, namun untuk uji autokorelasi positif tidak dapat disimpulkan karena nilai Durbin Watson terletak diantara nilai DL dan DU dimana $DL < DW < DU$ atau $1.421 < 1.510 < 1.674$. Untuk lebih memastikan apakah data dinyatakan lolos uji autokorelasi maka dilakukan uji run test yang hasilnya dijabarkan pada Tabel 7 dimana model 2 dinyatakan lolos uji autokorelasi karena nilai signifikansi $0.391 > 0.05$. Model 3 juga terbebas dari gejala autokorelasi positif sebab $DW > DU$ atau $2.139 > 1.6500$ dan juga bebas dari gejala autokorelasi negatif sebab $4 - DW > DU$ atau $1.861 > 1.6500$

Tabel 7. Run Test Model 2

Unstandardized Residual	
Total Cases	50
Z	-.857

Lanjutan Tabel 7

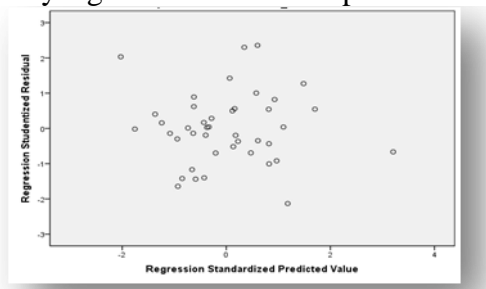
Asymp. Sig. (2-tailed) .391

Uji multikolinearitas dengan melihat nilai VIF atau tolerance dimana apabila nilai VIF < 10 atau nilai tolerance > 0.10 maka model dapat dinyatakan lolos uji multikolinearitas. Pada Tabel 8 didapati hasil bahwa untuk ketiga model lolos uji multikolinearitas sebab ketiga variable independen memiliki nilai tolerance > 0.10 dan nilai VIF < 10.

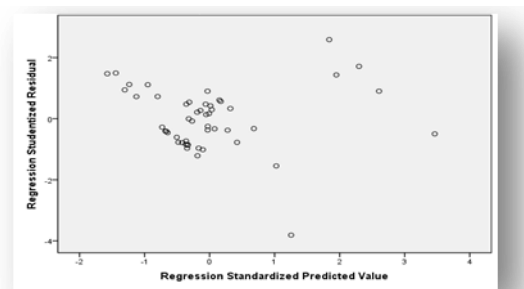
Tabel 8. Hasil Uji Multikolinearitas

Var. Independen	Model 1		Model 2		Model 3	
	Tol	VIF	Tol	VIF	Tol	VIF
DEF	.453	2.210	.511	1.957	.466	2.145
PROF	.569	1.756	.592	1.688	.794	1.260
TANG	.689	1.451	.758	1.320	.532	1.881

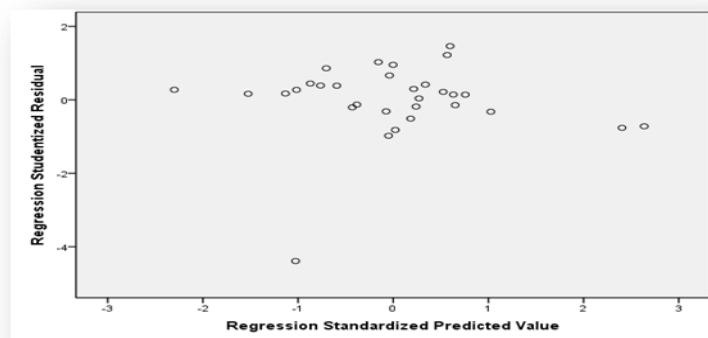
Uji heteroskedasitas dilakukan dengan melihat Gambar 4, Gambar 5 dan Gambar 6 yang merupakan scatterplot antara ZPRED dan SRESID dimana hasilnya menunjukkan bahwa ketiga model terindikasi bebas dari gejala heteroskedasitas. Hal ini terlihat dari sebaran residu pada data yang tidak beraturan dan tidak membentuk pola tertentu. Disamping itu, ada beberapa residu data yang berada diatas maupun dibawah sumbu 0.



Gambar 4. Scatterplot antara ZPRED dan SRESID Untuk Y= STD



Gambar 5. Scatterplot antara ZPRED dan SRESID Untuk Y= LTD



Gambar 6. Scatterplot antara ZPRED dan SRESID Untuk Y= TD

Untuk lebih memastikan hasil scatterplot, dilakukan uji secara kuantitatif dengan metode uji park dimana variabel independen diregresikan terhadap logaritma natural residu yang dikuadratkan atau $\ln(\text{res}^2)$. Hasil regresi ketiga

variable independen terhadap masing-masing $\ln(\text{res}^2)$ pada Tabel 9 menghasilkan nilai signifikansi diatas 0.05 dan dinyatakan lolos uji heteroskedasitas.

Tabel 9. Hasil Uji Park Ketiga Model

Independen Variabel	Sig. Model 1	Sig. Model 2	Sig. Model 3
DEF	.358	.056	.373
PROF	.193	.102	.856
TANG	.994	.402	.842

Berdasarkan uraian diatas, maka semua model lolos uji asums klasik dan dapat digunakan untuk analisa regresi.

Analisa Regresi. Hasil uji F dan koefisien determinasi menunjukkan apakah model yang dibangun sesuai dan baik dalam memprediksi pengaruh antara variable bebas terhadap variable terikat. Tabel 10 ketiga model matematika lolos uji goodness fit dikarenakan nilai uji F memiliki signifikansi dibawah $\alpha = 0.05$ sehingga dapat disimpulkan ketiga model baik dan dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Nilai R Square pada Tabel 10 juga menunjukkan koefisien determinasi atau menunjukkan kemampuan variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat. Dari tabel dibawah didapati bahwa ketiga variabel bebas mampu menjelaskan variabel hutang jangka pendek sebesar 56.1%, hutang jangka panjang sebesar 78% dan total hutang sebesar 25%. Dari nilai koefisien determinasi, dapat disimpulkan bahwa model terbaik ditunjukkan oleh model kedua yakni model yang menjelaskan pengaruh defisit, profitabilitas, dan tangibilitas aset terhadap penggunaan hutang jangka panjang.

Tabel 10. Nilai Koefisien Determinasi dan Hasil Uji F

DEPENDENT VAR	R SQUARE	ADJ. R SQUARE	F	SIG
STD	0.561	0.526	16.161	0.000
LTD	0.78	0.766	54.495	0.000
TD	0.251	0.168	3.02	0.047

Tabel 11 menunjukkan ringkasan hasil regresi dimana persamaan antara variabel bebas dan terikat adalah sebagai berikut:

$$STD = -2.013 - 0.756DEF - 0.304PROF + 0.182TANG$$

$$LTD = 0.049 + 0.470DEF - 0.292PROF - 0.102TANG$$

$$TD = -2.347 - 0.360DEF - 0.289PROF + 0.435TANG$$

POT berpendapat bahwa perusahaan yang mengalami defisit keuangan internal cenderung memilih penggunaan hutang dibanding penerbitan saham baru. Olah statistik yang dilakukan pada kesepuluh sampel menghasilkan pengaruh defisit yang positif signifikan 99% terhadap penggunaan hutang jangka panjang. Hasil yang berlawanan yakni negatif dan signifikan terjadi pada pengaruh defisit terhadap penggunaan hutang jangka pendek dan total hutang. Hasil penelitian yang serupa dilakukan oleh Utami (2008) dimana defisit memiliki pengaruh negatif terhadap hutang jangka pendek dan total hutang, namun positif untuk hutang jangka panjang. Penelitian lain yang membuktikan bahwa defisit memiliki

pengaruh negatif terhadap hutang adalah penelitian yang dilakukan oleh Dereeper dan Trinh (2015).

Profitabilitas diprediksi memiliki pengaruh negatif pada POT dan positif pada TOT. Dari hasil pengolahan data didapati hasil bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap ketiga variabel dependen baik hutang jangka pendek pada derajat kepercayaan 99%, hutang jangka panjang pada derajat kepercayaan 90% dan total hutang pada derajat kepercayaan 99%. Hal ini mengimplikasikan bahwa pada perusahaan yang memiliki profitabilitas yang baik, maka penggunaan hutang cenderung rendah. Hasil penelitian yang sama dilakukan oleh Nyamita, *et al.* (2015) dan Alipour, *et al.* (2015) terhadap hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang, Mahardika dan Aisjah (2013) dan Utami (2008) terhadap variabel dependen hutang jangka panjang dan total hutang.

Senada dengan profitabilitas, tangibilitas aset juga diprediksi memiliki pengaruh negatif berdasarkan POT dan positif berdasarkan TOT. Hasil uji statistik pada sampel dihasilkan pengaruh negatif tangibilitas aset terhadap hutang jangka panjang namun positif tidak signifikan terhadap hutang jangka pendek dan total hutang. Pengaruh negatif tangibilitas aset terhadap hutang juga ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Moyo, *et al.* (2013) pada perusahaan tambang, manufaktur dan retail di JSE Afrika Selatan, Mahardika dan Aisjah (2013) terhadap hutang jangka panjang dan total hutang, dan Utami (2008) terhadap hutang jangka pendek serta Alipour, *et al.* (2015) terhadap hutang jangka pendek dan total hutang. Pengaruh positif tangibilitas aset terhadap hutang didapat dari penelitian Dereeper dan Trinh (2015) dan Alipour, *et al.* (2015) terhadap hutang jangka panjang.

Tabel 11. Ringkasan Hasil Pengolahan Data

Variabels	STD		LTD		TD	
	Unstandardized Coefficients		Unstandardized Coefficients		Unstandardized Coefficients	
	B	Sig.	B	Sig.	B	Sig.
(Constant)	-2.013	0.000	0.049	0.284	-2.347	0.000
DEF	-0.756	0.000	0.47	0.000	-0.36	0.057
PROF	-0.304	0.007	-0.292	0.075	-0.289	0.008
TAN	0.182	0.295	-0.102	0.252	0.435	0.109

Dari Tabel 11 juga diketahui bahwa variabel DEF dan PROF memiliki pengaruh signifikan terhadap penggunaan hutang, sedangkan variabel TANG tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap hutang. Dari kedua variabel yang signifikan, pengaruh paling besar ditunjukkan oleh variabel defisit. Hal ini dapat menjadi acuan bagi manajemen di suatu perusahaan bahwa penggunaan hutang baik untuk hutang jangka pendek maupun jangka panjang, hendaknya memperhatikan faktor defisit keuangan internal.

PENUTUP

Kesimpulan. Penelitian ini berusaha mencari penjelasan mengenai pengaruh antara defisit keuangan internal perusahaan, profitabilitas dan tangibilitas aset

terhadap hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang. Berdasarkan hasil olah data terhadap sampel penelitian yang disaring dengan metode *purposive sampling* didapati hasil sebagai berikut: (1) Defisit pendanaan internal perusahaan pada industri manufaktur memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap hutang jangka pendek dan total hutang, namun memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap hutang jangka panjang. Hal ini mengindikasikan bahwa apabila perusahaan dihadapkan pada defisit keuangan perusahaan, penggunaan hutang jangka pendek, dan total hutang akan menurun dan hutang jangka panjang akan meningkat. (2) Profitabilitas perusahaan yang diproxikan dengan *return on asset* pada penelitian ini memiliki pengaruh negatif signifikan baik terhadap hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang. Hal ini berarti bahwa perusahaan dengan profit yang tinggi akan cenderung memiliki hutang yang relatif lebih rendah. Dari hasil penelitian ini dapat dikatakan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia tidak terlalu memanfaatkan keuntungan atas beban pajak terhadap penggunaan hutang. (3) Tangibilitas aset memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap hutang jangka pendek dan total hutang serta memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap penggunaan hutang jangka panjang. Ketidaksignifikansi hasil bukan berarti bahwa model tidak dapat memprediksi pengaruh antara tangibilitas aset terhadap ketiga variabel dependen, karena model telah lolos uji asumsi klasik. Apabila dilihat dari hasil dapat disimpulkan bahwa perusahaan manufaktur yang memiliki tangibilitas aset yang tinggi pada penelitian ini cenderung mudah untuk mengumpulkan pendanaan berupa hutang jangka pendek dan total hutang sehingga penggunaan hutang jangka pendek dan total hutangpun meningkat. Hal ini tidak sejalan dengan hasil analisa pengaruh tangibilitas aset terhadap hutang jangka panjang dimana didapati bahwa perusahaan dengan aset yang besar memiliki hutang jangka panjang yang cenderung rendah.

Tabel 12. Merupakan Kesimpulan dari Hasil Penelitian dan Kaitannya dengan POT dan TOT:

Tabel 12 Perbandingan Hasil Penelitian dengan TOT dan POT

Var Bebas	Hutang Jangka Pendek	Hutang Jangka Panjang	Total Hutang	Prediksi POT	Prediksi TOT
DEF	-***	+***	-*	+	+
PROF	-***	-*	-***	-	+
TANG	+	-	+	-	+

*** signifikan pada derajat kepercayaan 99%
 ** signifikan pada derajat kepercayaan 95%
 * signifikan pada derajat kepercayaan 90%

Berdasarkan hasil koefisien determinasi ketiga model, didapati bahwa model terbaik adalah model kedua, dimana model tersebut menjabarkan pengaruh defisit, profitabilitas dan tangibilitas aset terhadap penggunaan hutang jangka panjang.

Proporsi antara penggunaan hutang jangka pendek lebih mendominasi dibanding hutang jangka panjang sehingga dapat terlihat bahwa hasil yang sama

didapat dari pengaruh defisit, profitabilitas dan tangibilitas aset terhadap hutang jangka pendek dan total hutang. Apabila dilihat dari pola yang dijabarkan pada *Pecking Order Theory* dan *Trade-Off Theory*, pengaruh variabel independen terhadap hutang jangka pendek dan total hutang tidak mengikuti pola yang dijabarkan pada kedua teori tersebut. Sebaliknya, secara kontras pola yang dijabarkan oleh *Pecking Order Theory* terlihat dari pengaruh variabel independen terhadap hutang jangka panjang.

Pemilihan struktur modal yang baik dapat meningkatkan nilai perusahaan dan mengurangi biaya modal. Dari ketiga variabel independen, didapat bahwa pengaruh paling besar pemakaian hutang didominasi oleh defisit. Oleh karena itu, bagi jajaran manajemen perusahaan yang hendak mengevaluasi struktur modalnya, dapat lebih memperhatikan variabel defisit keuangan internal dalam penggunaan hutang. Bagi penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel lain seperti penggunaan laba ditahan, nilai perusahaan, biaya modal, dan lain-lain yang dapat lebih memperkaya hasil penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53-83.
- Andriano, Aditya Dharma dan Anggoro Budi Nugroho. (2014). Pecking Order Theory of Non-Financial Firms in Indonesia Included At LQ-45 Index. *7th Asia-Pacific Business Research Conference, 25-26 August 2014, Singapore*. ISBN: 978-1-922069-58-0.
- Anonymous. *Laporan Keuangan dan Laporan Tahunan Emiten pada LQ-45 2010-2014*. Bursa Efek Indonesia. <http://www.idx.co.id> (diunduh pada Mei 2015).
- Atiyet, B. A. (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.
- Baxter, N. D. (1967). Leverage, risk of ruin and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 22(3), 395-403..
- Benito, A. (2003). The capital structure decisions of firms: is there a pecking order? (No. 0310). Madrid: Banco de España..
- BPS. (2015). *Produk Domestik Bruto Atas Dasar Harga Berlaku Menurut Lapangan Usaha (Miliar Rupiah), 2000-2014*. Badan Pusat Statistik. <http://www.bps.go.id> (diunduh pada Mei 2015)
- Chirinko, R. S., & Singha, A. R. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics*, 58(3), 417-425.
- Dereeper, Sebastien dan Quoc Dat. Trinh. (2015). Trade-off Theory or Pecking Order Theory with a State Ownership Structure: Vietnam Case. *International Review of Business Research Papers*. 11(1), 114 – 132.
- van Esch, R. (2011). The differences in capital structure between the G-7 countries and the E-7 countries.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 67(2), 217-248.

- Sheikh, J., Ahmed, W. A., Iqbal, W., & Masood, M. M. (2012). Pecking at pecking order theory: Evidence from Pakistan's non-financial sector. *Journal of Competitiveness*, 4(4), 86-95.
- Khan, A. S., & Adom, A. Y. (2015). A Test of the Pecking Order Theory of Capital Structure in Corporate Finance. *Accounting & Taxation*, 7(2), 43-49.
- Mahardhika, B. P., & Aisjah, S. (2014). Pengujian Pecking Order Theory Dan Trade Off Theory Pada Struktur Modal Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Consumer Goods Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*, 2(2).
- Moyo, V., Wolmarans, H., & Brümmer, L. (2013). Trade-off or pecking order: Evidence from South African manufacturing, mining, and retail firms. *The International Business & Economics Research Journal (Online)*, 12(8), 927.
- Nyamita, M. O., Dorasamy, N., & Garbharran, H. L. (2015). How Debt Financing Decisions Relate With Financial Performance Of State-Owned Corporations In Kenya. *The International Business & Economics Research Journal (Online)*, 14(4), 701.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics*, 51(2), 219-244.
- Sjahrial, Dermawan. (2014). *Manajemen Keuangan Lanjutan*. Edisi Revisi. Mitra Wacana Media. Jakarta.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Ruslim, Herman. (2009). Pengujian Struktur Modal (Teori Pecking Order): Analisis Empiris terhadap Saham di LQ-45. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 11(3), 209-221.
- Utami, S. R., & Inanga, E. L. (2009). The Pecking Order Theory: Evidence from Manufacturing Firms in Indonesia. *Independent Business Review*, 1(1), 1-18.