

**PENGUJIAN *PECKING ORDER THEORY* DAN *TRADE OFF THEORY*
PADA STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN
(STUDI PADA PERUSAHAAN *CONSUMER GOODS* DI BURSA EFEK
INDONESIA)**

Bhagas Pratyaksa Mahardhika
Konsentrasi Manajemen Keuangan
Jurusan Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang
Email : mahardhikabp@yahoo.com

Dr. Siti Aisjah, SE., MS.
Dosen Manajemen Keuangan Strategik
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang
Email : aisjahsiti@gmail.com; aisjah@ub.ac.id

Abstrak: Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh variabel-variabel kebijakan struktur modal menurut *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap keputusan pendanaan struktur modal perusahaan *consumer goods* di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini termasuk penelitian explanatory dengan metode regresi data panel. Populasi penelitian ini adalah 12 perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012. Jumlah sampel sebesar 12 perusahaan selama lima tahun, merupakan hasil pengambilan sampel melalui teknik pemilihan sampel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa defisit pendanaan berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal menurut pandangan *pecking order theory*, *tangibility assets* dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal menurut pandangan *trade off theory*. sedangkan *growth* dan *size* tidak berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan *consumer goods* di Bursa Efek Indonesia cenderung mengikuti *pecking order theory* tetapi tidak secara penuh mengikuti hirarki *pecking order theory*. Penelitian ini dapat membantu manajer untuk menentukan kebijakan struktur modal yang tepat bagi perusahaan agar dapat mencapai biaya modal yang rendah

Kata Kunci: kebijakan struktur modal, *pecking order theory*, *trade off theory*.

PENDAHULUAN

LATAR BELAKANG

Perusahaan merupakan poros penting dalam membangun sistem perekonomian Indonesia. Setiap perusahaan dituntut untuk mengelola fungsi-fungsi manajemen dengan baik agar perusahaan yang tumbuh dan berkembang dapat memberikan dampak positif bagi perekonomian Indonesia.

Setiap perusahaan di dalam kegiatan operasinya akan menghadapi masalah pemenuhan kebutuhan dana. Pendanaan perusahaan berkaitan erat dengan pemilihan dan kombinasi sumber dana yang berasal dari dalam (internal) yaitu ekuitas maupun dari luar (eksternal) yaitu hutang jangka panjang (Brealey. *et. al*, 2008).

Keputusan untuk menentukan pendanaan struktur modal akan menentukan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya yang akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. terdapat dua pandangan untuk menentukan kebijakan struktur modal, *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984) dan *trade off theory* (Myers, 1984)

Kebijakan struktur modal dipengaruhi berbagai faktor baik dari dalam maupun dari luar perusahaan. *pecking order theory* memasukkan faktor defisit keuangan sebagai pengaruh terhadap kebijakan struktur modal (Frank dan Goyal, 2003). Sedangkan *trade off theory* memasukkan faktor-faktor determinan struktur modal yaitu *Tangibility Assets* yang menunjukkan jumlah aset perusahaan yang dapat dijamin (Brigham dan Houston, 2011), *growth* yang menunjukkan perbandingan nilai pasar investasi perusahaan dengan harga perolehan untuk meramalkan tingkat pertumbuhan perusahaan (Ross. *et. al*, 2009), *size* menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam mempengaruhi laba perusahaan (Rajan dan Zingales, 1995) dan profitabilitas menunjukkan pengembalian atas aset yang dikelola perusahaan untuk mendapatkan jumlah pendapatan bersih yang telah dihasilkan oleh aset perusahaan (Brealey. *et. al*, 2008). Empat faktor-faktor determinan struktur modal tersebut yang mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan (Rajan dan Zingales, 1995).

Faktor-faktor yang dapat mempengaruhi perusahaan untuk menentukan kebijakan pendanaan terhadap struktur modal perusahaan merupakan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi proporsi penggunaan dana internal berupa ekuitas atau dan eksternal berupa hutang jangka panjang.

Penulis tertarik untuk melakukan penelitian tentang pengujian *pecking order theory* dan *trade off theory* terhadap struktur modal perusahaan. *Pecking order theory* memasukkan faktor defisit pendanaan apakah berpengaruh dalam menentukan kebijakan struktur modal. Sedangkan, *trade off theory* memasukkan faktor-faktor determinan struktur modal yaitu *tangibility assets*, *growth*, *size* dan profitabilitas apakah berpengaruh dalam menentukan kebijakan struktur modal sehingga kebijakan struktur modal perusahaan *consumer goods* di Bursa Efek Indonesia apakah akan cenderung mengikuti *pecking order theory* atau *trade off theory*.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh defisit pendanaan, *tangibility assets*, *growth*, *size* dan profitabilitas terhadap kebijakan pendanaan struktur modal perusahaan *consumer goods* di Bursa Efek Indonesia dan kebijakan pendanaan struktur modal perusahaan *consumer goods* di Bursa Efek Indonesia akan cenderung mengikuti *pecking order theory* atau *trade off theory*.

TINJAUAN PUSTAKA

Struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham (Weston dan Copeland, 2010). Terdapat dua komponen yang utama dalam struktur modal yaitu hutang jangka panjang dan modal sendiri. Pada tahun 1958 Modigliani dan Miller yang menulis tentang teori struktur modal (teori MM) mendapat kritikan keras sehingga pada tahun 1963 karya MM dimodifikasi oleh Miller. Dari awal teori tersebut berkembang suatu teori yang disebut dengan *Pecking order theory* dan *Trade off theory*.

Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal berupa laba ditahan, apabila dibutuhkan pendanaan eksternal maka perusahaan akan menerbitkan hutang terlebih dahulu dan penerbitan saham baru. Menurut Frank dan Goyal (2003) terdapat faktor defisit pendanaan yang mempengaruhi perusahaan untuk menggunakan pendanaan eksternal. Defisit pendanaan menunjukkan posisi kas yang telah didapatkan dari kegiatan operasional tidak mencukupi untuk mendanai kegiatan perusahaan di masa mendatang. Menurut Frank dan Goyal (2003), defisit pendanaan diukur dengan

pembayaran dividen, pembayaran investasi, perubahan modal kerja dikurangi dengan kas bersih setelah bunga dan pajak.

Trade off theory berasumsi bahwa adanya manfaat pajak akibat penggunaan hutang, sehingga perusahaan akan menggunakan hutang sampai tingkat tertentu untuk memaksimalkan nilai perusahaan. *Trade off theory* menyatakan bahwa terdapat faktor-faktor determinan struktur modal (Brigham dan Houston, 2011)

Tangibility assets merupakan jumlah aset perusahaan yang dapat dijadikan agunan atau jaminan (Rajan dan Zingales, 1995). *Growth* di *proxy* kan dengan *market to book value ratio* (Ross. *et. al*, 2009), *growth* merupakan pertumbuhan suatu perusahaan. *Size* adalah ukuran suatu perusahaan yang dapat dilihat dari penjualan, *size* perusahaan di *proxy* kan dengan the natural logarithm of sales (Rajan dan Zingales, 1995). Profitabilitas merupakan kemampuan pengelolaan aset-aset perusahaan untuk menghasilkan laba atas penjualan (Ross. *et. al*, 2009), menurut Weston dan Copeland (2010) profitabilitas di *proxy* kan dengan menggunakan *return on assets* (ROA).

Hipotesis Penelitian

Menurut *pecking order theory* perusahaan yang mengalami defisit pendanaan akan mendanai kegiatan perusahaan dengan meningkatkan tingkat hutang perusahaan terlebih dahulu dan yang terakhir dengan penerbitan saham. teori ini berpendapat bahwa apabila perusahaan kelebihan kas dapat digunakan untuk mengurangi hutang (Titman dan Wessel, 1988).

H1.a : defisit pendanaan berpengaruh signifikan terhadap perubahan tingkat hutang

Menurut pandangan *trade off theory* aset tetap dapat dijadikan jaminan untuk melakukan pinjaman baru berupa hutang (Rajan dan Zingales, 1995), bahwa perusahaan dengan *tangibility assets* yang tinggi berpeluang lebih besar untuk menerbitkan hutang dengan menjaminkan aset perusahaan. Sedangkan menurut *pecking order theory* perusahaan yang memiliki aset yang tinggi umumnya merupakan perusahaan yang besar, yang tidak membutuhkan pinjaman dikarenakan perusahaan akan lebih cenderung menggunakan pendanaan internal.

H2.a : *tangibility assets* berpengaruh signifikan terhadap tingkat hutang

Perusahaan yang memiliki rasio hutang yang tinggi dapat membahayakan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang (Medeiros dan Daher, 2004), sehingga perusahaan baik menurut *pecking order theory* dan *trade off theory* akan cenderung menjaga rasio hutang di tingkat yang rendah.

H2.b : *growth* berpengaruh signifikan terhadap tingkat hutang

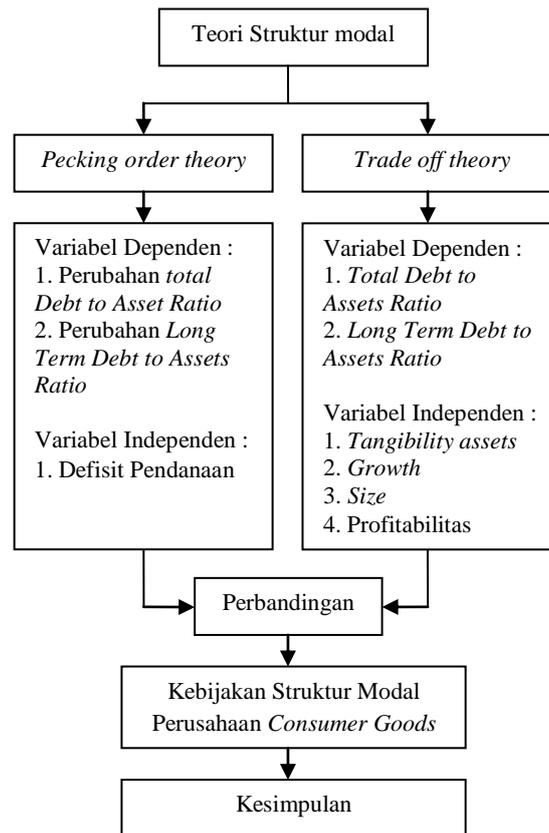
Menurut *trade off theory size* perusahaan yang besar memiliki kesempatan lebih besar untuk masuk pasar modal sehingga lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman (Titman dan Wessel, 1988), tetapi menurut *pecking order theory size* perusahaan yang besar pastinya memiliki aset yang tinggi pula untuk menghasilkan laba (Myers dan Majluf, 1984), sehingga perusahaan yang memiliki aset yang tinggi tidak memerlukan pinjaman berupa hutang.

H2.c : *size* berpengaruh signifikan terhadap tingkat hutang

Pecking order theory berpendapat bahwa pendanaan perusahaan yang utama merupakan pendanaan internal berupa laba ditahan (Shyam dan Myers, 1999), sehingga perusahaan terlebih dahulu menggunakan dana internal untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Menurut *trade off theory* berpendapat bahwa hutang akan memberikan manfaat berupa *tax shield* bagi perusahaan (Modigliani dan Miller, 1963), sehingga perusahaan akan meningkatkan hutang sampai batas tertentu untuk meningkatkan nilai perusahaan.

H2.d : profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap tingkat hutang

KERANGKA PIKIR PENELITIAN



METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini termasuk penelitian *explanatory* yaitu penelitian yang mendasarkan pada teori atau hipotesis akan dipergunakan untuk menguji suatu fenomena (Cooper dan Schindler, 2009).

Dalam penelitian ini akan menjelaskan hubungan antara variabel defisit pendanaan terhadap perubahan total hutang dan perubahan hutang jangka panjang perusahaan dalam pandangan *pecking order theory* dan hubungan antara variabel *tangibility assets*, *growth*, *size* dan profitabilitas terhadap total hutang perusahaan dan hutang jangka panjang perusahaan dalam pandangan *trade off theory*.

Sumber Data

Jenis data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif berupa data sekunder yang diperoleh dari perusahaan *consumer goods* di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan jurnal yang memuat informasi penelitian ini. Data sekunder yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan *consumer goods* pada periode 2008-2012.

Populasi dan Sampel

Populasi merupakan seluruh kumpulan elemen yang menunjukkan ciri-ciri tertentu yang dapat digunakan untuk membuat kesimpulan (Sanusi, 2011). Populasi penelitian dipilih menggunakan metode *purposive sampling*. Dari 37 perusahaan *consumer goods* yang memenuhi kriteria penelitian berjumlah 12 perusahaan. penelitian ini termasuk penelitian penarikan sampel dimana menentukan populasi yang memenuhi kriteria untuk diteliti.

Metode Analisis Data

Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode regresi data panel melalui program Eviews 6.0. panel data merupakan gabungan antara data lintas waktu (*time series*) dan data lintas individu (*cross section*) (Wing, 2011). Dalam penelitian ini menggunakan pendekatan kuadrat terkecil (*pooled least square*) untuk pengujian menurut *pecking order theory* dan pendekatan efek tetap (*fixed effect method*) untuk pengujian menurut *trade off theory*.

Model regresi yang digunakan untuk menguji *pecking order theory* (Frank dan Goyal, 2003) yang menggunakan pendekatan *pooled least square* adalah sebagai berikut:

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta DEF_{it} + \epsilon_{it}$$

Di mana:

ΔD : perubahan tingkat hutang

DEF : defisit pendanaan

Rumus dari defisit pendanaan adalah sebagai berikut:

$$DEF = (DIV + I + \Delta W) - C$$

Di mana:

DIV : dividen

I : investasi

ΔW : perubahan modal kerja bersih

C : kas bersih yang diterima setelah bunga dan pajak

Model regresi yang digunakan untuk menguji *trade off theory* (Rajan dan Zingales, 1995) yang menggunakan pendekatan *fixed effect method* adalah sebagai berikut:

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 T_{it} + \beta_{mbv} MBV_{it} + \beta_{ls} LS_{it} + \beta_{prf} PRF_{it} + \epsilon_{it}$$

Di mana:

ΔD : tingkat hutang

T : *tangibility assets* (perbandingan total aset tetap dengan total aset)

MBV : *growth (market to book value ratio)*

LS : *size (Ln total sales)*

PRF : *profitabilitas (return on assets)*

HASIL DAN PEMBAHASAN

HASIL

Persamaan regresi akan menjelaskan bagaimana bentuk pengaruh setiap variabel independen terhadap variabel dependen. Persamaan regresi dari pengujian *pecking order theory* pada pembilang perubahan total hutang yang diperoleh dari tabel 1 adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Regresi *Pooled Least Square* Perubahan Total Hutang

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000585	0.010981	0.053303	0.9577
DEF	0.043121	0.082965	0.519750	0.6052

$$\Delta TD = 0,0006 + 0,0431DEF + \epsilon$$

Pengujian *pecking order theory* untuk melihat pengaruh defisit pendanaan terhadap perubahan total hutang hasilnya ditunjukkan pada tabel 1 dengan koefisien regresi sebesar

0,043 dan nilai signifikansi sebesar 0,605. Karena nilai t hitung lebih kecil dari t tabel ($0,519 < 1,995$), maka defisit pendanaan tidak berpengaruh terhadap perubahan total hutang.

Persamaan regresi dari pengujian *pecking order theory* pada pembilang perubahan hutang jangka panjang yang diperoleh dari tabel 2 adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Regresi *Pooled Least Square* Perubahan Hutang Jangka Panjang

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.005563	0.005055	-1.100488	0.2757
DEF	0.114315	0.038191	2.993211	0.0041

$$\Delta LTD = -0,0055 + 0,1143 DEF + \epsilon$$

Pengujian *pecking order theory* untuk melihat pengaruh defisit pendanaan terhadap perubahan hutang jangka panjang hasilnya ditunjukkan pada tabel 2 dengan koefisien regresi sebesar 0,114 dan nilai signifikansi sebesar 2,993. Karena nilai t hitung lebih besar dari t tabel ($2,993 > 1,995$), maka defisit pendanaan berpengaruh signifikan terhadap perubahan hutang jangka panjang.

Persamaan regresi dari pengujian *trade off theory* pada pembilang total hutang yang diperoleh dari tabel 3 adalah sebagai berikut:

Tabel 3. Hasil Regresi *Fixed Effect Method* Total Hutang

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.305611	0.315951	0.967271	0.3387
T	-0.369466	0.189374	-1.950984	0.0574
MBV	0.272803	0.225410	1.210249	0.2326
LS	0.006212	0.010321	0.601829	0.5504
PRF	-0.321779	0.153863	-2.091333	0.0423

$$TD = 0,3056 + -0,3694 T + 0,2728 MBV + 0,0062 LS - 0,3217 PRF + \epsilon$$

Pengujian *trade off theory* untuk melihat pengaruh faktor-faktor determinan struktur modal terhadap total hutang hasilnya ditunjukkan pada tabel 3. Untuk variabel *tangibility assets* nilai koefisien regresi sebesar -0,3694 dan nilai signifikansi sebesar -1,950. Karena nilai t hitung lebih kecil dari t tabel ($-1,950 < -1,995$), maka *tangibility assets* tidak berpengaruh terhadap total hutang

Variabel *growth* memiliki koefisien regresi sebesar 0,272 dan nilai signifikansi sebesar 1,210. Karena nilai t hitung lebih kecil dari t tabel ($1,210 < 2,004$), maka *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap total hutang.

Variabel *size* memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,006 dan nilai signifikansi sebesar 0,601. Karena nilai t hitung lebih kecil dari t tabel ($0,601 < 2,004$), maka *size* tidak berpengaruh signifikan terhadap total hutang.

Variabel profitabilitas memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,321 dan nilai signifikansi sebesar -2,091. Karena nilai t hitung lebih besar dari t tabel ($-2,091 > -2,004$), maka profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap total hutang.

Persamaan regresi dari pengujian *trade off theory* pada pembilang hutang jangka panjang yang diperoleh dari tabel 4 adalah sebagai berikut:

Tabel 4. Hasil Regresi *Fixed Effect Method* Hutang Jangka Panjang

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.066790	0.046740	1.428959	0.1601
T	-0.133350	0.028208	-4.727454	0.0000
MBV	-0.026398	0.027583	-0.957046	0.3438
LS	0.002131	0.001529	1.393940	0.1703
PRF	-0.073049	0.017863	-4.089326	0.0002

$$\text{LTD} = 0,0667 - 0,1333 \text{ T} - 0,0263 \text{ MBV} + 0,0021 \text{ LS} - 0,0730 \text{ PRF} + \varepsilon$$

Pengujian *trade off theory* untuk melihat pengaruh faktor-faktor determinan struktur modal terhadap hutang jangka panjang hasilnya ditunjukkan pada tabel 4. Variabel *tangibility assets* memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,133 dan nilai signifikansi sebesar -4,727. Karena nilai t hitung lebih besar dari t tabel (-4,727 > -2,004), maka *tangibility assets* berpengaruh signifikan terhadap hutang jangka panjang.

Variabel *growth* memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,026 dan nilai signifikansi sebesar -0,957. Karena nilai t hitung lebih kecil dari t tabel (-0,957 < -2,004), maka *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap hutang jangka panjang.

Variabel *size* memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,002 dan nilai signifikansi sebesar 1,393. Karena nilai t hitung lebih kecil dari t tabel (1,393 < 2,004), maka *size* tidak berpengaruh signifikan terhadap hutang jangka panjang.

Variabel profitabilitas memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,073 dan nilai signifikansi sebesar -4,089. Karena nilai t hitung lebih besar dari t tabel (-4,089 > -2,004), maka profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap hutang jangka panjang.

PEMBAHASAN

Pengaruh Defisit Pendanaan Terhadap Perubahan Tingkat Hutang

Perusahaan tentunya akan membutuhkan dana untuk menjalankan aktivitasnya sehingga apabila perusahaan kekurangan dana dapat menggunakan dana internal berupa laba ditahan ataupun dengan dana eksternal berupa hutang terlebih dahulu. Penelitian ini menemukan bahwa defisit pendanaan berpengaruh positif dan signifikan hanya pada pembilang perubahan hutang jangka panjang. Perusahaan *consumer goods* merupakan perusahaan yang perputaran pendapatannya cepat dikarenakan perusahaan ini memproduksi barang-barang konsumsi yang mudah diserap oleh masyarakat, akan mampu menggunakan dana internal berupa laba ditahan untuk mendanai kegiatan perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian pada tabel 2, pengujian *pecking order theory* dalam bentuk *strong* atau *semi strong/ weak* memiliki nilai koefisien defisit pendanaan tidak mendekati 1. Dapat diartikan bahwa perusahaan *consumer goods* apabila mengalami defisit pendanaan akan menerbitkan hutang jangka panjang sebesar 11,43 %, sisanya sebesar 88, 57 % akan menerbitkan saham baru. Bisa disimpulkan bahwa perusahaan lebih cenderung meningkatkan hutang jangka panjang di saat perusahaan mengalami defisit pendanaan, Perusahaan yang memiliki tingkat defisit pendanaan yang tinggi akan menaikkan tingkat hutang jangka panjang perusahaan untuk mendanai kegiatannya dikarenakan dana internal perusahaan tidak mencukupi untuk pendanaan perusahaan, maka menurut *pecking order theory* bahwa apabila dan internal tidak mencukupi maka perusahaan akan menerbitkan hutang terlebih dahulu setelah itu penerbitan saham.

Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Medeiros dan Daher (2004) tetapi sesuai dengan temuan Frank dan Goyal (2003) bahwa perusahaan *consumer goods* cenderung mengikuti pandangan *pecking order theory*.

Pengaruh *Tangibility assets* Terhadap Tingkat Hutang

Tangibility aset meliputi aset-aset perusahaan yang memiliki bentuk fisik dan digunakan dalam aktivitas operasional perusahaan yang mempunyai kegunaan dalam operasional sehari-hari perusahaan. *tangibility assets* merupakan struktur aset yang berhubungan dengan jumlah aset yang dapat dijadikan agunan. Semakin banyak *tangibility assets* yang dimiliki oleh perusahaan semakin besar pula peluang perusahaan untuk mendapatkan hutang. Karena perusahaan yang besar cenderung memiliki aset tetap yang tinggi dimana perusahaan berasumsi bahwa pengelolaan aset ini akan menghasilkan persediaan bagi perusahaan, sehingga diharapkan akan membawa laba yang besar pula bagi perusahaan.

Dalam penelitian ini, pengaruh *tangibility assets* terhadap tingkat hutang terbukti hanya pada pembilang hutang jangka panjang. Perusahaan yang memiliki banyak aset tetap memang mudah untuk mendapatkan pinjaman dengan menjaminkan aset perusahaan. Namun perusahaan tidak akan menjaminkan asetnya untuk mendapatkan modal jika perusahaan tidak membutuhkan, apalagi jika dana internal perusahaan masih mencukupi.

Hasil ini tidak sesuai dengan *trade off theory* namun lebih mendukung *pecking order theory* dikarenakan hasil statistik menunjukkan nilai negatif sesuai dengan hasil penelitian Rajan dan Zingales (1995) dan Medeiros dan Daher (2004).

Pengaruh *Growth* Terhadap Tingkat Hutang

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi akan direspon positif oleh pasar. Dengan adanya tingkat pertumbuhan yang tinggi, perusahaan dapat menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah dapat menggunakan hutang. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan akan semakin besar dana yang dibutuhkan untuk ekspansi perusahaan.

Dalam penelitian ini *growth* tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat hutang sesuai dengan temuan Medeiros dan Daher (2004), namun sinyal yang dihasilkan positif bagi total hutang dan negatif bagi hutang jangka panjang. Perusahaan *consumer goods* memiliki pertumbuhan yang tinggi dari tahun ke tahun dikarenakan perputaran pendapatan yang cepat akibat memproduksi barang-barang yang hampir semua dikonsumsi oleh masyarakat, hal inilah yang mempengaruhi perusahaan *consumer goods* mampu mencadangkan laba ditahan (*retained earnings*) sehingga akan cenderung menggunakan dana internal berupa laba ditahan untuk memenuhi kegiatannya sehingga akan memiliki tingkat rasio hutang jangka panjang yang rendah.

Sejalan dengan penelitian Rajan dan Zingales (1995) bahwa *growth* yang tinggi tidak akan memiliki tingkat hutang yang tinggi pula sehingga berkorelasi negatif terhadap tingkat hutang perusahaan. Hasil ini mendukung *pecking order theory* terbukti dengan sinyal negatif terhadap hutang jangka panjang.

Pengaruh *Size* Terhadap Tingkat Hutang

Size perusahaan merupakan gambaran besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari jumlah penjualannya. Perusahaan besar akan dapat lebih mudah untuk masuk dalam pasar modal daripada perusahaan kecil, akibatnya semakin besar perusahaan maka akan semakin mudah mendapatkan dana eksternal terutama dari utang. Hal ini dikarenakan perusahaan besar akan membutuhkan dana yang besar pula untuk menjalankan perusahaan sehingga membutuhkan modal asing apabila dana internal perusahaan tidak mencukupi.

Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Rajan dan Zingales (1995) yang menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh antara *size* baik terhadap total hutang maupun hutang jangka panjang. Namun, hasil dari koefisien regresi menunjukkan bahwa *size* memiliki nilai positif sesuai temuan Medeiros dan Daher (2004). Perusahaan yang besar tentu membutuhkan modal yang tinggi pula untuk melakukan ekspansi guna memperbesar perusahaan. tetapi perusahaan yang ukurannya besar tidak akan menggunakan pendanaan eksternal berupa hutang dikarenakan perusahaan akan memiliki jumlah penjualan yang tinggi. Penjualan yang tinggi

tentunya akan menghasilkan laba yang tinggi pula sehingga modal untuk melakukan ekspansi perusahaan akan tertutupi oleh laba yang tinggi tersebut dan tidak memerlukan penggunaan dana berupa hutang.

Dari penelitian tersebut didapatkan hasil bahwa *size* mempunyai pengaruh positif terhadap tingkat hutang meskipun tidak berpengaruh secara signifikan. Hal ini mendukung *trade off theory* dan menolak *pecking order theory*.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Tingkat Hutang

Profitabilitas adalah faktor penting didalam penentuan struktur modal perusahaan karena profitabilitas suatu perusahaan akan menunjukkan apakah perusahaan akan selalu berusaha meningkatkan profitabilitasnya, karena semakin tinggi tingkat profitabilitas maka kelangsungan kegiatan perusahaan tersebut akan semakin terjamin, oleh karena itu perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan mempengaruhi kebijakan investor atas investasi yang telah dilakukan

Penelitian ini menemukan hasil bahwa profitabilitas baik pada pembilang total hutang maupun hutang jangka panjang berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi mampu mencadangkan lebih banyak *retained earnings* untuk mendanai kegiatan perusahaan. Perusahaan *consumer goods* memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akibat dari cepatnya perputaran laba yang dihasilkan. Dapat diartikan bahwa perusahaan *consumer goods* tidak memerlukan penggunaan hutang apabila perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi karena mampu membiayai kembali kegiatan perusahaan dengan modal sendiri berupa laba ditahan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Rajan dan Zingales (1995) dan Frank dan Goyal (2003) bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Tingkat hutang perusahaan. Hal ini membuktikan hipotesis *pecking order theory* dan menolak *trade off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih

Kebijakan Pendanaan Struktur Modal

Penelitian ini membuktikan bahwa kebijakan pendanaan struktur modal pada perusahaan *consumer goods* cenderung mengikuti *pecking order theory* tetapi tidak mengikuti secara penuh hirarki *pecking order theory* sesuai dengan penelitian Shyam dan Myers (1999). *Tangibility assets* berpengaruh negatif terhadap hutang jangka panjang dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang, yang dapat diartikan bahwa perusahaan akan cenderung menggunakan dana internal apabila perusahaan memiliki tingkat *tangibility assets* dan tingkat profitabilitas yang tinggi.

Tetapi pengujian *pecking order theory* secara berdiri sendiri dengan memasukkan faktor defisit pendanaan menyatakan bahwa defisit pendanaan berpengaruh positif terhadap hutang jangka panjang, dapat diartikan bahwa perusahaan akan menggunakan hutang jangka panjang disaat perusahaan mengalami defisit pendanaan, tetapi proporsi penggunaan hutang hanya sebesar 11,43 % dibandingkan dengan penerbitan saham sebesar 88,57 % sehingga perusahaan *consumer good* tidak mengikuti hirarki *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan menggunakan dana internal berupa laba ditahan, apabila dibutuhkan dana eksternal perusahaan akan terlebih dahulu menggunakan hutang dan penerbitan saham sebagai pendanaan terakhir.

Implikasi Hasil

Hasil penelitian ini telah membuktikan bahwa terdapat hubungan antara variabel defisit pendanaan terhadap perubahan hutang jangka panjang perusahaan dalam pandangan *pecking order theory* dan antara variabel *tangibility assets* dan profitabilitas terhadap tingkat hutang perusahaan. hubungan variabel ini mengindikasikan bahwa perusahaan barang konsumsi (*consumer goods*) di Indonesia cenderung mengikuti asumsi *pecking order theory*.

Tangibility assets berpengaruh negatif terhadap hutang jangka panjang perusahaan. Pengaruh negatif profitabilitas terhadap total hutang dan hutang jangka panjang perusahaan

mengindikasikan bahwa asumsi *pecking order theory* berlaku pada perusahaan barang konsumsi (*consumer goods*) di Indonesia. Selain itu, pengaruh positif defisit pendanaan dalam pandangan *pecking order theory* terhadap perubahan hutang jangka panjang juga mendukung *pecking order theory* tetapi tidak memenuhi hirarki *pecking order theory*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil dan pembahasan yang telah dikemukakan, maka dapat diketahui bahwa dalam pandangan *pecking order theory* variabel defisit pendanaan berpengaruh terhadap perubahan hutang jangka panjang, tetapi tidak berpengaruh terhadap perubahan total hutang perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Menurut pandangan *trade off theory* tentang pengaruh faktor-faktor determinan struktur modal terhadap total hutang, variabel profitabilitas berpengaruh terhadap total hutang dan variabel *tangibility assets*, *growth* dan *size* tidak berpengaruh terhadap total hutang perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Menurut pandangan *trade off theory* tentang pengaruh faktor-faktor determinan struktur modal terhadap hutang jangka panjang, variabel *tangibility assets* dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap hutang jangka panjang dan variabel *growth* dan *size* tidak berpengaruh terhadap hutang jangka panjang perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Secara keseluruhan perusahaan *consumer goods* di Indonesia cenderung mengikuti pandangan *pecking order theory*, hal ini karena diperkuat dengan adanya pengaruh negatif profitabilitas terhadap tingkat hutang. Tetapi perusahaan tidak secara penuh mengikuti hirarki *pecking order theory*, karena jika terdapat defisit pendanaan perusahaan *consumer goods* hanya akan menggunakan penerbitan hutang sebesar 11,43 %, sisanya sebesar 88,57 % menggunakan penerbitan saham baru.

Saran

Berdasarkan hasil dan pembahasan serta kesimpulan penelitian, maka dapat dikemukakan beberapa saran sebagai berikut:

Manajer perusahaan *consumer goods* sebaiknya sebelum menetapkan kebijakan struktur modal agar terlebih dahulu memperhatikan faktor defisit pendanaan, *tangibility assets* dan profitabilitas untuk menentukan besarnya tingkat hutang sehingga dapat mengoptimalkan nilai perusahaan.

perusahaan *consumer goods* memiliki tingkat *tangibility assets* yang tinggi, sehingga pengelolaan *tangibility assets* yang maksimal membuat perusahaan dapat mengoptimalkan profitabilitas perusahaan yang nantinya dapat dicerminkan dengan laba yang didapatkan oleh perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Brealey, Myers dan Marcus. 2008. *Fundamentals Of Corporate Finance*. Edisi Kelima. Terjemahan Oleh Bob Sabran, MM. Jakarta: Erlangga.
- Brigham dan Houston. 2011. *Essentials Of Financial Management*. Edisi Kesebelas. Terjemahan Oleh Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.
- Cooper, Donald R dan Schindler, Pamela S. 2009 *Business Research Methods 10th edition*. McGraw-Hill.
- De Medeiros, Otavio. R. Dan Cecilio. E. Daher. 2004. Testing Static Trade Off Against Pecking Order Models Of Capital Structure In Brazilian Firms. *Working Paper Series*.

- Frank, M.Z. dan V. K. Goyal. 2003. Testing The *Pecking order theory* Of Capital Structure, *Journal Of Financial Economics* 67, 217-247.
- Modigliani, F. and M. H. Miller. 1958, The Cost Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 19, pp. 261-297.
- Modigliani, F. and M. H. Miller. 1963. Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, pp. 433-43.
- Myers, S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 34, pp. 575-592.
- Myers, S. C. dan N. S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- Rajan, R.G., Zingales, L., 1995. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *Journal Of Finance* 50, 1421-1460.
- Ross, Westerfield dan Jordan. 2009. *Corporate Finance Fundamentals* Edisi Kedelapan. Terjemahan Oleh Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.
- Sanusi, A. 2011. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Edisi Kedua. Jakarta: Salemba Empat.
- Shyam-Sunder, L, Myers, S. C., 1999. Testing Static Trade Off Against Pecking Order Models Of Capital Structure. *Journal Of Financial Economics* 51.
- Titman, S dan Wessel, R. 1998. The Determinants Of Capital Structure Choice. *Journal Of Finance*. Vol 43.
- Van Horne dan Wachowicz M. 2010. *Fundamentals Of Financial Management*. Edisi Keduabelas. Terjemahan Oleh Quratul'ain Mubarakah. Jakarta: Salemba Empat.
- Wahyu Winarno, Wing. 2011. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Weston dan Copeland. 2010. *Managerial Finance Edisi Kesembilan*. Terjemahan Oleh Jaka Wasana. Jakarta: Binarupa Aksara.