

**KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA: TRADE OFF ATAU
PECKING ORDER THEORY**



SKRIPSI

Disusun oleh:

RANDY SALUMAN

Nim: 11170254

PROGRAM STUDI MANAJEMEN
FAKULTAS BISNIS UNIVERSITAS KRISTEN DUTA WACANA
YOGYAKARTA

2020

SKRIPSI

Diajukan Kepada Fakultas Bisnis Program Studi Manajemen

Universitas Kristen Duta Wacana Yogyakarta

Untuk Memenuhi Sebagian Syarat-syarat

Guna Memperoleh Gelar

Sarjana Manajemen



Disusun oleh :

Randy Saluman

11170254

FAKULTAS BISNIS PROGRAM STUDI MANAJEMEN

UNIVERSITAS KRISTEN DUTA WACANA

YOGYAKARTA

2020

HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
SKRIPSI/TESIS/DISERTASI UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademika Universitas Kristen Duta Wacana, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Randy Saluman
NIM : 11170254
Program studi : Manajemen
Fakultas : Bisnis
Jenis Karya : Skripsi

demikian pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Kristen Duta Wacana **Hak Bebas Royalti Noneksklusif** (*None-exclusive Royalty Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

“KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DIBURSA EFEK INDONESIA: TRADE OFF ATAU PECKING ORDER THEORY”

berserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti/Noneksklusif ini Universitas Kristen Duta Wacana berhak menyimpan, mengalih media/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama kami sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Yogyakarta
Pada Tanggal : 14 Januari 2021

Yang menyatakan


6000
ENAM RIBURUPIAH
(Randy Saluman)

11170254

HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi dengan judul :

**“KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA: TRADE OFF ATAU
PECKING ORDER THEORY”**

telah diajukan dan dipertahankan oleh :

RANDY SALUMAN

11170254

dalam Ujian Skripsi Program Studi Manajemen

Fakultas Bisnis

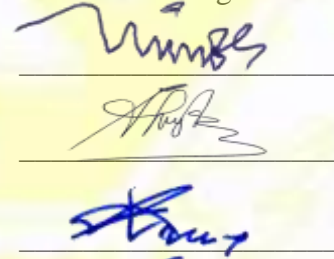
Universitas Kristen Duta Wacana

dan dinyatakan DITERIMA untuk menerima salah satu syarat memperoleh gelar
Sarjana Manajemen pada tanggal 18 Januari 2021

Nama Dosen

1. Umi Murtini, SE., M.Si.
(Ketua Tim Penguji/Dosen Penguji)
2. Ari Christianti, S.E., MSM
(Dosen Penguji)
3. Dr. Perminas Pangeran, SE.,M.Si
(Dosen Pembimbing)

Tanda Tangan



Yogyakarta, 14 Januari 2021

Disahkan Oleh

Dekan Fakultas Bisnis



Dr. Perminas Pangeran, SE., M. Si.

Ketua Program Studi Manajemen



Drs. Sisnuhadi, MBA., Ph.D

PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Saya menyatakan bahwa sesungguhnya skripsi dengan judul:

KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA: TRADE OFF ATAU PECKING ORDER THEORY

Yang saya kerjakan untuk melengkapi sebagian syarat demi menjadi Sarjana pada Program Studi Manajemen, Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana Yogyakarta, merupakan bukan hasil tiruan atau duplikasi dari karya pihak lain di Perguruan Tinggi atau Instansi manapun. Kecuali bagian yang sumber informasinya sudah dicantumkan sebagaimana mestinya.

Apabila dikemudian hari didapati hasil skripsi ini adalah hasil plagiatisme atau tiruan dari karya lain, maka saya bersedia dikenai sanksi yakni pencabutan gelar sarjana saya.

D.I YOGYAKARTA, 14 Januari 2021



Randy Saluman

11170254

MOTTO

Mintahlah, maka akan diberikan kepadamu; carilah, maka kamu akan mendapat; ketoklah, maka pintu akan dibukakan bagimu.

(Matius 7:7)

“ No matter what anybody tells you, words and ideas can change the world ”

(Dead Poets Society)

“ When Life Gets You Down, What You Gotta Do? ”

Just Keep Swimming, Just Keep Swimming, Just Keep Swimming !

Swimming, Swimming, Swimming, Swimming “

(Finding Nemo)

“The Only Way To Achieve The Impossible Is To Believe That It Is Possible”

(X-men Day Of Future Past)

HALAMAN PERSEMBAHAN

Dengan Bimbingan Tuhan Yesus yang selalu ada disetiap langkah ku sehingga Skripsi ini dapat selesai dengan baik, sehingga skripsi ini dapat aku persembahkan kepada.

Orang tua ku dan keluarga besar ku yang selalu memberikan semangat dan doa yang tak putus-putusnya. Biarlah skripsi ini bisa menjadi kebanggaan untuk kalian. Terimakasih buat segala nasihat yang selalu diberikan kepada ku.

Buat orang tua ku dan nenek ku yang telah meninggal yang selalu ada baik suka maupun duka. Saya berjanji tidak akan mengecewakan. Saya ingin melakukan yang terbaik untuk setiap kepercayaan yang diberikan. Saya akan tumbuh, untuk menjadi yang terbaik sesuai dengan kapasitas saya. Pencapaian ini adalah persembahan istimewa saya untuk keluarga besar saya.

Kepada dosen-dosen fakultas bisnis manajemen dan staff biro 3 saya mengucapkan terimakasih telah membantu dan mengajari saya selama menempuh pendidikan di UKDW. Saya berjanji akan membawa nama baik almamater dimanapun nantinya Tuhan akan menempatkan saya.

Terimakasih banyak

KATA PENGANTAR

Puji dan Syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa kasih dan karunia- Nya sehingga saya dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia: Trade Off atau Pecking Order Theory”**. Tujuan dari penulisan skripsi ini adalah dalam rangka memenuhi syarat dalam memperoleh gelar Sarjana Manajemen pada Fakultas Bisnis Jurusan Manajemen Konsentrasi Keuangan Universitas Kristen Duta Wacana Yogyakarta.

Dengan selesainya skripsi ini, saya ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada berbagai pihak :

1. Kedua Orang Tua dan Keluarga saya yang selalu memberikan nasihat, kasih sayang, dan semangat kepada penulis selama masa penyusunan skripsi.
2. Kepada dosen -dosen fakultas bisnis manajemen khususnya dosen pembimbing saya.
3. Pihak – pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, yang banyak membantu penulis hingga terselesaikannya skripsi ini.

Yogyakarta, 20 Desember 2020

RANDY SALUMAN

11170254

DAFTAR ISI

DAFTAR JUDUL.....	i
HALAMAN PENGAJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
HALAMAN KEASLIAN SKRIPSI.....	iv
HALAMAN MOTTO	v
HALAMAN PERSEMBAHAN	vi
KATA PENGANTAR.....	vii
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN	107
ABSTRAK	xiii
ABSTRACT.....	xiv
BAB I.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah.....	8
1.3 Tujuan	8
1.4 Manfaat Penelitian.....	8
1.5 Batasan Penelitian	9
BAB II.....	10
2.1 Teori	10
2.1.1 Struktur Modal	10
2.1.2 Model Trade Off Theory.....	11
2.1.3 Model Pecking Order Theory	16
2.2 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal	20
2.2.1 Tarif Pajak Efektif	20
2.2.2 Penghematan Pajak	21
2.2.3 Risiko Bisnis	22
2.2.4 Peluang Pertumbuhan	23
2.2.5 Profitabilitas	24
2.2.6 Ukuran Perusahaan.....	25

2.2.7	Arus Kas.....	26
2.2.8	Moderasi Arus Kas pada pengaruh Peluang Pertumbuhan	27
2.2.9	Umur Perusahaan	27
2.3	Penelitian Terdahulu.....	28
2.4	Pengembangan Hipotesis	33
2.5	Model Teoretis.....	42
BAB III	43
3.1	Jenis Penelitian.....	43
3.2	Metoda Pengumpulan Data.....	44
3.3	Teknik dan Ukuran Sampel	44
3.4	Pengukuran Variabel.....	47
3.4.1	Variabel Dependen	47
3.4.2	Variabel Independen.....	47
3.5	Teknik Analisis Data	52
3.5.1	Model estimasi regresi.....	52
3.5.2	Pemilihan Model Estimasi Data Panel	54
3.5.3	Uji kesesuaian model	58
3.5.4	Uji Asumsi Klasik	59
3.5.5	Pengujian Hipotesis.....	63
3.6	Penentuan Jenis Moderasi.....	64
BAB IV	66
4.1	Deskriptif Statistik.....	66
4.2	Pengujian Pemilihan Model Regresi	68
4.2.1	Chow Test.....	68
4.2.2	Uji Hausman	70
4.3	Uji Kesesuaian Model.....	72
4.3.1	Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	72
4.3.2	Uji F	74
4.4	Uji Asumsi Klasik.....	75
4.4.1	Uji Normalitas Residual	76
4.4.2	Uji Multikolinearitas.....	79
4.4.3	Uji Heteroskedastisitas	82
4.4.4	Uji Autokorelasi.....	85

4.5 Uji Hipotesis	87
4.5.1 Uji t87	
4.6 Pembahasan.....	93
4.6.1 Pengaruh tarif pajak efektif terhadap struktur modal.....	93
4.6.2 Pangaruh Penghematan Pajak terhadap Struktur Modal.....	94
4.6.3 Pangaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal	94
4.6.4 Pengaruh Peluang Pertumbuhan terhadap Struktur Modal.....	95
4.6.5 Pangaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal.....	96
4.6.6 Pangaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal	97
4.6.7 Pangaruh Arus Kas terhadap Struktur Modal	98
4.6.8 Peran Moderasi Arus Kas pada Pengaruh Peluang Pertumbuhan terhadap Struktur Modal. 99	
4.6.9 Pangaruh Umur Perusahaan terhadap Struktur Modal.....	99
BAB V	102
5.1 Simpulan	102
5.2 Keterbatasan.....	103
5.3 Saran	104
DAFTAR PUSTAKA.....	105

DAFTAR TABEL

Table 2.1 Rangkuman Penelitian Terdahulu.....	31
Table 2.2 Rangkuman Hipotesis.....	42
Table 3.1 Sampel Data Penelitian	46
Table 3.2 Ringkasan Pengukuran Variabel	52
Table 3.3 Kriteria Durbin Watson	63
Table 3.4 Jenis-Jenis Variabel Moderator.....	65
Table 4.1 Deskriptif Statistik	66
Table 4.2 Hasil Uji Chow Model 1 Gabungan	69
Table 4.3 Hasil Uji Chow Model 2 Trade Off	70
Table 4.4 Hasil Uji Chow Model 3 Pecking Order.....	71
Table 4.5 Ringkasan Uji Chow	71
Table 4.6 Hasil Uji Hausman Model Gabungan	72
Table 4.7 Hasil Uji Hausman Model 2 Trade Off	71
Table 4.8 Hasil Uji Hausman Model 3 Pecking Order	72
Table 4.9 Ringkasan Uji Hausman	73
Table 4.10 Rangkuman Uji F Statistik	75
Table 4.11 Matrix Korelasi Model Gabungan	79
Table 4.12 Matrix Korelasi Model Trade Off	80
Table 4.13 Matrix Korelasi Model Pecking order	81
Table 4.14 Hasil Uji Heterokedastisitas Model Gabungan	83
Table 4.15 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Trade Off	84
Table 4.16 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Pecking Order	84
Table 4.17 Uji Auto Korelasi Model Gabungan	85
Table 4.18 Uji Autokorelasi Model Trade Off	86
Table 4.19 Uji Autokorelasi Model Pecking Order	87
Table 4.20 Rangkuman Hasil Analisis	88

DAFTAR GAMBAR

Gambar 12.1 Trade Off Theory.....	14
Gambar 2.2 Pecking Order Theory	18
Gambar 32.1 Model Teoristis	42
Gambar 4.1 Uji Normalitas Model Gabungan	76
Gambar 4.2 Uji Normalitas Model Trade Off	77
Gambar 4.3 Uji Normalitas Residual Model Pecking Order	78

©UKDW

KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA: TRADE OFF ATAU PECKING ORDER THEORY

Oleh :

Randy Saluman

11170254

Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis
Universitas Kristen Duta Wacana Yogyakarta

Email: randy.saluman@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji: (1) apakah variabel trade off theory dan pecking order theory berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan (2) apakah arah kebijakan struktur modal perusahaan manufaktur mengikuti trade off theory ataukah pecking order theory. Pada penelitian ini penulis menggunakan teknik *purposive sampling*. Ukuran sampel dalam penelitian ini diperoleh 40 data laporan keuangan perusahaan manufaktur periode 2015-2019. Pengolahan data panel dilakukan dengan menggunakan model regresi, random effect model. Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa: (1) Variabel trade off theory, yaitu tarif pajak efektif, Peluang pertumbuhan, Profitabilitas, Arus Kas, Umur perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap debt equity ratio perusahaan. Sementara itu, arus kas memoderasi secara negatif pada pengaruh peluang pertumbuhan terhadap struktur modal. (2) Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur dalam penelitian ini dalam pengambilan kebijakan struktur modal cenderung mengikuti perspektif trade-off theory dari pada pecking order theory.

Kata Kunci: Trade Off Theory, Pecking Order Theory, dan Struktur Modal

CAPITAL STRUCTURE POLICY IN MANUFACTURING FIRMS LISTED IN INDONESIA STOCK EXCHANGE: TRADE OFF OR PECKING ORDER THEORY

by :

Randy Saluman

11170254

Email: randy.saluman@gmail.com

Management Studies Program Faculty of Business

Duta Wacana Christian University Yogyakarta

ABSTRACT

This study aims to examine: (1) whether the variable trade off theory and pecking order theory affect the company's capital structure (2) whether the direction of the manufacturing company capital structure policy follows the trade off theory or pecking order theory. In this study the authors used a purposive sampling technique. The sample size in this study obtained 40 manufacturing companies during the period 2015-2019. Panel data processing is performed by multiple linear regression analysis, random effect model. Based on the research results, it can be concluded that: (1) the variable trade off theory, that are the effective tax rate, growth opportunities, profitability, cash flow, and firm age have a positive influence on debt equity ratio. Meanwhile, cash flow negatively mederate on the effect of growth opportunities toward debt ratio equity. (2) The results of this study showed that the manufacturing companies in making capital structure policies tend to follow the trade off theory perspective rather than the pecking order theory.

Keywords: Trade Off Theory, Pecking Order Theory, and Capital Structure

BAB I

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Di era modernisasi saat ini perkembangan teknologi informasi dan komunikasi semakin berkembang pesat dan maju, sehingga hal ini menciptakan persaingan antar perusahaan yang semakin ketat baik itu dari segi penjualan, produksi maupun promosi dalam mendapatkan pasar konsumen. Keberhasilan suatu perusahaan, dalam menjalankan bisnisnya dapat dilihat dari manajemen perusahaan yang baik yaitu struktur dan organisasi serta bagian keuangan perusahaan tersebut yang dapat saling mendukung dengan kerjasama yang baik antara satu dengan lainnya. Selain harus memiliki manajemen perusahaan yang baik, perusahaan juga diuntut untuk memiliki keunggulan bersaing agar tetap terus mempertahankan eksistensinya, baik dalam hal produk yang dihasilkan, sumber daya manusianya maupun teknologi yang digunakan. Namun, untuk memiliki keunggulan itu semua, perusahaan membutuhkan dana yang besar. Dana tersebut dapat di peroleh dari hutang ataupun menjual saham perusahaan ke investor. Untuk mengatasi ketersediaan dana yang ada, perusahaan harus cermat dan teliti dalam mencari sumber dana yang digunakan untuk membiayai investasi operasionalnya. Dalam hal ini manejer keuangan harus dapat menjalankan fungsinya dengan baik dengan menentukan keputusan pendanaan atau struktur modal yang tepat untuk meningkatkan nilai perusahaan. Masalahnya adalah seringkali perusahaan merasa bingung menentukan arah kebijakan struktur modalnya yang sesuai dengan kebutuhannya. Ketika perusahaan salah menentukan kebijakannya maka risiko yang ditimbulkan akan sangat besar, yaitu risiko kebangkrutan.

Ketika manajer menggunakan hutang, jelas akan ada biaya modal yang timbul sebesar biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur, sedangkan jika manajer menggunakan dana internal atau dana sendiri akan timbul opportunity cost dari dana atau modal sendiri yang digunakan. Keputusan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan. Keputusan pendanaan perusahaan akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya dan juga akan berpengaruh terhadap resiko perusahaan itu sendiri. Perusahaan memerlukan dana untuk investasi dan operasinya, dalam memperoleh dana tersebut perusahaan mengundang investor sebagai investor ekuitas dan investor utang. Ketika suatu perusahaan perlu mendapatkan dana, perusahaan itu bisa mengundang investor untuk menanamkan uang kas sebagai ganti bagian laba di masa depan, Atau menjanjikan melunasi kas investor itu, plus tingkat bunga tetap. Keputusan yang diambil dengan kebijaksanaan struktur modal dapat mempengaruhi peningkatan profitabilitas atau mengurangi risiko suatu perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan struktur modal kita menggabungkan berbagai jenis sumber dana yang merupakan total aset perusahaan. Semakin tinggi proporsi hutang dalam struktur modal, perusahaan dikatakan memiliki keuangan yang lebih tinggi manfaatnya. Keputusan struktur modal memungkinkan perusahaan untuk mengalokasikan risiko dan kekuatan kontrol di antara berbagai kelompok stakeholders (Sayeed, 2011).

Struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal sendiri dengan penggunaan pinjaman jangka panjang, maksudnya adalah berapa besar modal sendiri dan berapa besar hutang jangka panjang yang akan digunakan sehingga bisa optimal. Dengan adanya struktur modal yang optimal maka perusahaan yang mempunyai struktur modal

optimal akan menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal pula sehingga bukan hanya perusahaan yang memperoleh keuntungan, tetapi para pemegang saham pun ikut memperoleh keuntungan tersebut. Masalah struktur modal merupakan masalah penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya struktur modal perusahaan akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi finansialnya. Hal ini sangat mempengaruhi dimana modal sangat dibutuhkan dalam membangun dan menjamin kelangsungan perusahaan, di samping sumber daya, mesin dan material sebagai faktor pendukung. Suatu perusahaan pasti membutuhkan modal untuk melakukan ekspansi. Bagi perusahaan yang mencari keuntungan biasanya mengutamakan keuntungan bagi pemiliknya atau pemegang saham. Pemegang saham dengan membeli saham berarti mengharapkan return tertentu dengan risiko minimal. Dengan tingginya tingkat return yang diperoleh pemegang saham maka para pemegang saham akan tertarik dan harga saham semakin tinggi, sehingga kesejahteraan pemegang saham akan meningkat. Disamping itu juga bertujuan untuk mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan dan melakukan pengembangan usahanya. Hal ini dilakukan dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan yang berarti memaksimalkan harga saham yaitu dengan memilih struktur modal yang paling tepat dengan cara menyeimbangkan antara penggunaan hutang dan modal sendiri.

Dalam proses pengambilan keputusan mengenai sumber pendanaan yang akan digunakan, seorang manajer akan melakukan analisis mengenai sifat dan karakteristik serta biaya yang ditimbulkan dari penggunaan sumber dana tersebut. Manajer dihadapkan pada pilihan untuk menggunakan sumber dana internal ataupun eksternal. Sumber dana internal dapat berasal dari *retained earning*, sedangkan sumber dana eksternal dapat berupa hutang atau saham. Proporsi masing-masing sumber dana akan mempengaruhi *cost of capital* dari

struktur modal perusahaan. Hal yang harus dipertimbangkan adalah konsekuensi baik finansial maupun non finansial atas penggunaan sumber dana tersebut. Keputusan pembiayaan menjadi isu yang penting bagi perusahaan utamanya berkaitan dengan *optimal financing mix* dimana perusahaan berusaha mencapai proporsi *debt to equity* yang mampu meminimalkan *cost of capital* sehingga mampu menaikkan nilai perusahaan di pasar. Dalam mempelajari pembentukan struktur modal perusahaan, terdapat dua teori yang dapat diandalkan yaitu *Trade-off Theory* dan *Pecking Order Theory*.

Pemilihan alternatif dalam sumber dana berdasarkan *Trade-off Theory*, didasarkan kepada pertimbangan biaya dan manfaat antara biaya modal dan penggunaan hutang, yaitu antara biaya kebangkrutan dan keuntungan pajak. Teori ini mempunyai asumsi bahwa struktur modal perusahaan merupakan keseimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dengan biaya financial distress (biaya kesulitan keuangan) dan agency cost (biaya keagenan). Hutang menimbulkan beban bunga yang dapat menghemat pajak. Beban bunga dapat dikurangkan dari pendapatan sehingga laba sebelum pajak menjadi lebih kecil, dengan demikian pajak juga semakin kecil. Penggunaan hutang yang semakin besar akan mengarah pada kesulitan keuangan atau kebangkrutan. Masalah-masalah yang berhubungan dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan timbul ketika perusahaan memasukkan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya. Perusahaan yang bangkrut akan memiliki beban akuntansi dan hukum yang sangat tinggi dan juga mengalami kesulitan untuk mempertahankan para pelanggan, pemasok, dan karyawannya. Karena itu biaya kebangkrutan menahan perusahaan menggunakan hutang pada tingkat yang berlebihan (Brigham dan Houston, 2013). Keputusan modal secara teoritis berdasarkan pada trade off theory mengasumsikan bahwa perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang

ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai pasar (Pangeran, 2010). Trade off theory memprediksi masing-masing perusahaan menyesuaikan secara perlahan-lahan ke arah debt ratio yang optimal. Struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan atas penggunaan hutang dengan biaya kebangkrutan dan biaya modal, yang disebut static trade off. Jika perusahaan menerapkan trade off theory dalam pemilihan sumber pendanaannya berarti perusahaan menggunakan hutang untuk meningkatkan nilai pasar dan mengurangi biaya beban pajak. Namun disisi lain penerapan trade off theory meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk bangkrut jika terjadi kegagalan untuk membayar utang. Biaya lainnya adalah biaya agen yang merupakan biaya yang berkaitan dengan meniadakan konflik kepentingan antara kreditur dan pemegang saham.

Pemilihan alternatif dalam sumber dana berdasarkan *Pecking Order Theory* biasanya sering diterapkan oleh perusahaan. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai internal financing yaitu pendanaan dari hasil operasi perusahaan yang berwujud laba ditahan. Apabila memerlukan pendanaan dari luar (external financing), perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi kemudian diikuti penerbitan sekuritas berkarakteristik opsi dan apabila masih belum mencukupi maka saham baru akan diterbitkan. Jadi urutan penggunaan sumber pendanaan yang mengacu pada pecking order theory adalah dana internal (internal fund), hutang (debt), dan modal sendiri (equity). Dana internal lebih disukai daripada dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu “membuka diri lagi” dari sorotan pemodal luar. Di samping itu pengaruh asimetrik informasi dan biaya penerbitan saham cenderung mendorong perilaku pecking order (Pangeran, 2010). Perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal yaitu dana yang

berasal dari aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi (Ghazouani, 2013). Dana eksternal dalam bentuk hutang lebih disukai daripada modal sendiri karena dua alasan, pertama adalah adanya pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah daripada biaya emisi saham baru (Brigham dan Houston, 2013). Kedua adalah adanya kemungkinan asimetrik informasi antara pihak manajemen dengan pihak pemodal. Manajer khawatir apabila penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, sehingga membuat harga saham mengalami penurunan (Weston dan Copeland, 2010). Pecking order theory berfokus pada motivasi manajer korporat bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal (Pangeran, 2010).

Pecking order theory didasarkan pada asimetri informasi. Para manajer mempunyai informasi superior. Para manajer diyakini mempunyai informasi awal yang lebih baik. Oleh karena itu pasar mempelajari perilaku manajer. Asumsi asimetrik informasi menyiratkan bahwa para manajer mengembangkan dan menemukan kesempatan baru investasi yang menarik dengan Net Present Value (NPV) positif, namun mereka tidak dapat menyampaikan informasi tersebut dengan baik kepada pemegang saham luar karena pernyataan manajer tidak dipercaya oleh investor. Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan yang sangat menguntungkan pada umumnya mempunyai hutang yang lebih sedikit. Hal ini terjadi bukan karena perusahaan tersebut mempunyai target debt ratio yang rendah, tetapi disebabkan karena perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal (Steven dan Lina, 2011).

Berdasarkan penjelasan diatas penelitian ini menjadi sangat penting untuk dibahas karena struktur modal sebagai wujud dari kebijakan pendanaan memiliki implikasi atau peran penting terhadap nilai perusahaan serta memberikan informasi yang akurat bagi

perusahaan, investor, kreditur dan pihak terkait lainnya dalam rangka memilih, menilai, dan mempertimbangkan struktur modal yang tepat untuk di terapkan sesuai dengan karakteristik perusahaan model trade off theory ataukah pecking order theory. Untuk variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini sama dengan varibel penelitian sebelumnya, yaitu debt to equity ratio (struktur modal) sebagai variabel dependen, variabel independenya adalah tarif pajak efektif, penghematan pajak, risiko bisnis, peluang pertumbuhan, profitabilitas, ukuran perusahaan, arus kas, arus kas memoderasi pada pengaruh peluang pertumbuhan, usia perusahaan.

Penelitian ini diambil berdasarakan jurnal penelitian Jose Lopez-Gracia dan Francisco Sogorb-Mira yang berjudul “Testing Trade Off and Pecking Order Theories Fiancing”. Penelitian tersebut menguji teori mana antara kedua teori tersebut yang diterapkan oleh UKM di Spanyol dalam kebijakan pendanaanya. Hasil penelitian nya yaitu perusahaan UKM di Spanyol lebih memilih pendanaan dengan risiko kecil atau pecking order theory. Beda penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah penelitian ini menguji arah kebijakan struktur modal secara khusus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Sedangkan penelitian sebelumnya menguji kebijakan struktur modal pada perusahaan (UKM) secara umum yang tidak terdaftar dibursa efek periode 1995-2004. Selain itu sektor manufaktur adalah sektor yang memiliki investasi terbesar di Indonesia dan sahamnya dibursa efek sering dipilih oleh para investor untuk berinvestasi. Berdasarkan hal tersebut, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan mengambil judul “**Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia: Trade off atau Pecking Order Theory**”.

Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah diatas dapat diidentifikasi beberapa masalah sebagai berikut:

1. Apakah variabel trade off theory dan pecking order theory berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan?
2. Apakah arah kebijakan struktur modal perusahaan manufaktur mengikuti trade off theory ataukah pecking order theory?

Tujuan

Berdasarkan rumusan masalah yang dikemukakan maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Menguji apakah variabel trade off theory dan pecking order theory berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.
2. Menguji arah kebijakan struktur modal perusahaan manufaktur mengikuti trade off theory ataukah pecking order theory.

Manfaat Penelitian

Apabila tujuan penelitian ini terpenuhi maka manfaat penelitian yang diharapkan adalah sebagai berikut:

1. Bagi akademis
 - a. Dapat memperoleh penjelasan yang lebih dalam dari perspektif trade off theory dan pecking order theory dalam menjelaskan kebijakan struktur modal.
 - b. Dapat memastikan adanya keabsahan teori tentang struktur modal yang optimal.
2. Bagi Perusahaan
 - a. Dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dan masukan yang sekiranya dapat berguna bagi suatu perusahaan, khususnya perusahaan manufaktur dalam

mengambil keputusan pendanaan dan sebagai referensi dalam mengembangkan usaha.

- b. Bisa menjadi referensi perusahaan dalam menganalisa laporan keuangan yang dijadikan sebagai masukan (input) untuk memaksimalkan nilai perusahaan melalui struktur modal yang optimal.
 - c. Perusahaan bisa mendapatkan keputusan yang pasti tentang kebijakan struktur modal yang optimal dengan menggunakan trade off theory atau pecking order theory.
3. Bagi Investor

Penelitian ini dapat menjadi salahsatu sumber informasi tentang struktur modal perusahaan, sehingga mampu menentukan investasi perusahaan mana yang bagus.

Batasan Penelitian

Pembatasan penelitian digunakan untuk menghindari adanya penyimpangan maupun pelebaran pokok masalah agar penelitian tersebut lebih terarah dan memudahkan dalam pembahasan sehingga tujuan penelitian akan tercapai. Beberapa batasan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019
2. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi struktur modal (debt to equity ratio) sebagai variabel terikat dan variabel bebasnya adalah trade off theory (tarif pajak efektif, penghematan pajak, risiko perusahaan, peluang pertumbuhan, profitabilitas, size, cash flow, usia perusahaan), pecking order theory (peluang pertumbuhan, profitabilitas, size, cash flow, moderasi arus kas, usia perusahaan).

BAB V

KESIMPULAN, KETERBATASAN, SARAN

5.1 Simpulan

Dari hasil penelitian (analisis) dan pembahasan, maka dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut:

- 1) Tarif pajak efektif memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Hal ini menjelaskan bahwa semakin besar tarif pajak efektif meningkatkan DER perusahaan. Hal ini sejalan dengan arah prediksi Trade off Theory.
- 2) Penghematan pajak tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
- 3) Risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
- 4) Peluang pertumbuhan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Hal ini menjelaskan bahwa semakin besar peluang pertumbuhan maka semakin meningkatkan DER perusahaan. Hal ini sejalan dengan arah prediksi Pecking order Theory.
- 5) Profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Hal ini menjelaskan bahwa semakin besar profitabilitas maka semakin meningkatkan DER perusahaan. Hal ini sejalan dengan arah prediksi Trade off Theory.
- 6) Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
- 7) Arus Kas memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Hal ini menjelaskan bahwa semakin besar arus kas maka semakin meningkatkan DER perusahaan. Hal ini sejalan dengan arah prediksi Trade off Theory.
- 8) Arus kas memoderasi secara negatif pada pengaruh peluang pertumbuhan terhadap struktur modal. Hasil ini mengindikasikan bahwa arus kas berperan memperlemah pengaruh positif peluang pertumbuhan terhadap DER perusahaan. Hal ini

menunjukkan bahwa kenaikan arus kas pada peluang pertumbuhan tidak meningkatkan pendanaan eksternal pada struktur modal perusahaan.

- 9) Umur perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi umur perusahaan maka semakin meningkatkan DER perusahaan. Hal ini sejalan dengan arah prediksi Trade off Theory.

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan maka dapat disimpulkan bahwa arah kebijakan struktur modal perusahaan manufaktur lebih cenderung mengikuti trade off theory dari pada pecking order theory. Perusahaan manufaktur dalam penelitian ini dalam pengambilan kebijakan struktur modal lebih kecenderungan memilih menggunakan pembiayaan eksternal dari pinjaman hutang dari pada pembiayaan internal.

5.2 Keterbatasan

1. Penelitian hanya terbatas pada perusahaan manufaktur yang aktif dibursa efek Indonesia periode 2015-2019. Periode dalam penelitian ini hanya lima tahun sehingga sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya terbatas pada 40 perusahaan sesuai dengan kriteria yang diperlukan.
2. Beberapa asumsi model klasik tidak terpenuhi, seperti normalitas residual,..... Meskipun demikian, model empiris penelitian ini menggunakan model regresi, REM, dan menggunakan data panel.
3. Penelitian hanya fokus pada berapa proksi pada setiap variabel, sehingga beberapa variabel yang tidak berpengaruh pada nilai perusahaan, untuk itu perlu mempertimbangan proksi lain.

5.3 Saran

1. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan:
 - a. Penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan menambah jumlah sampel dengan tidak hanya pada perusahaan manufaktur saja.
 - b. Meneliti variabel-variabel lain selain variabel yang digunakan dalam penelitian ini yang mungkin berpengaruh terhadap struktur modal, likuiditas, deviden, atau kepemilikan manajerial. Menggunakan periode penelitian yang lebih panjang untuk mengetahui konsistensi dari pengaruh variabel-variabel independen tersebut terhadap struktur modal. Selain itu, harus mempertimbangkan kestabilan kondisi perekonomian yang berhubungan dengan rentang waktu penelitian tersebut. Tujuannya adalah untuk meningkatkan ketepatan model yang akan dihasilkan.
2. Bagi kebijakan perusahaan, manajemen harus memperhatikan variabel-variabel tarif pajak efektif, peluang pertumbuhan, profitabilitas, arus kas, moderasi arus kas pada pengaruh peluang pertumbuhan terhadap nilai perusahaan, dan umur perusahaan. dalam menentukan kebijakan struktur modalnya. Karena variabel-variabel tersebut berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.
3. Bagi investor, investor harus memperhatikan variabel-variabel tarif pajak efektif, peluang pertumbuhan, profitabilitas, arus kas, moderasi arus kas pada pengaruh peluang pertumbuhan, dan umur perusahaan dalam menentukan keputusan investasi karena variabel-variabel tersebut dapat mencerminkan nilai perusahaan

DAFTAR PUSTAKA

- Gracia, Lopez ,J., Mira, Sogorb, M, 2008. Testing trade-off and pecking order theories Financing SMEs. Springer Science+Business Media, LLC 31:117–136.
- Pangeran, P. (2010). Pemilihan sekuritas dan arah kebijakan struktur modal, pecking order ataukah static-tradeoff? *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, Vol.21.,No.1.
- Putranto, R. D. (2018). Pengaruh Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, Return On Assets dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan SektorManufaktur. Skripsi (hal. 137). Universitas Negeri Yogyakarta.
- Dewi, Wirajaya (2013). Pengaruh struktur modal, profitabilitas, dan ukuran perusahaan pada nilai perusahaan. ISSN:2302-8556 E-jurnal Akuntansi Universitas Udayana 4.2 (2013): 358-372
- Ernawati, Dewi dan Widyawati, Dini. 2015. Pengaruh Profitabilitas, Leverage dan ukuran perusahaan terhadap Nilai Perusahaan.Jurnal Ilmu& Riset Akuntansi Vol.4. No.4 Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STESIA) Surabaya.
- Sari, Zulfia Eka. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Economic Value Added dan Risiko Sistematis Terhadap Nilai Perusahaan. Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
- Hermuningsih, Sri. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Sruktur ModalTerhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia.Universitas Sarjanawiyata Taman siswa Yogyakarta
- Brigham, & houston. (2014). Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Jakarta: SalembaEmpat.
- Dewi, A. S., & Wirajaya, A. (2013). Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Pada Nilai Perusahaan. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 4.2, 358-372.
- Dwilestari, A. (2010). Pengaruh Struktur Aktiva, Pertumbuhan, Dan Likuiditas Sruktur Modal Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuang* Vol.6.,No.2.F, E. B., & Houston, J. F. (2005). *Manajem Keuangan*. Jakarta: Erlangga.

- Hapsari, A. A. (2017). Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Dan Non Manufaktur Di Jii Periode 2011-2015).Surakarta: Institut Agama Islam Negeri Surakarta.
- Sumani, & Rachmawati, L. (2012). Analisis Struktur Modal dan Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia.Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Bisnis (EMAS), (Online), 30-41.
- Supriyanto, E., & Falikhatun. (2008). Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Penjualan Dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Keuangan. Jurnal Bisnis dan AkuntansiBisnisdan Akuntansi, 13-22.
- Wahyuni, I. A., & Suryantini, N. P. (2014). Pengaruh Ukuran Perusahaan,Profitabilitas Dan Penghematan Pajak Terhadap Struktur Modal . E-Jurnal Manajemen,Vol.3.,No.5
- Hamidah, Iswara, D., & Mardiyati, U. (2016). The Effect of Profitability, Liquidity,Growth Sales, Operating Leverage and Tangibility on Capital Structure. Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia, Vol.7.,No.1.
- Sumani, & Rachmawati, L. (2012). Analisis Struktur Modal dan Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Bisnis* (EMAS), (Online), 30-41.
- Wahyuni, I. A., & Suryantini, N. P. (2014). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Penghematan Pajak Terhadap Struktur Modal . E-JurnalManajemen,Vol.3.,No.5.
- Santika, R. B., & Sudiyatno, B. (2011). Menentukan Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Determinant Of Capital Structure On TheManufacturing Company Capital In Indonesia Stock Exchange. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 172 - 182.