

TESTING PECKING ORDER THEORY IN JAKARTA ISLAMIC INDEX

Ira Wikartika¹, Zumrotul Fitriyah²

Faculty of Economics and Business UPN "Veteran" Jawa Timur

Email : ¹⁾ irawikartika@yahoo.com

ABSTRAK

Perusahaan merupakan poros penting dalam membangun sistem perekonomian Indonesia. Pendanaan perusahaan berkaitan erat dengan pemilihan dan kombinasi sumber dana internal maupun sumber dana eksternal. Keputusan pendanaan akan menentukan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. *Pecking order theory* merupakan model struktur modal yang mengutamakan pendanaan internal berupa laba ditahan. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh faktor-faktor kebijakan struktur modal terhadap keputusan pendanaan struktur modal menurut *pecking order theory*. Faktor-faktor yang digunakan adalah *profitability* dan *firm size*. Penelitian ini menggunakan 30 perusahaan di Jakarta Islamic Index yaitu perusahaan-perusahaan berbasis saham syariah. Teknik analisis menggunakan regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa : 1) variabel *profitability* berpengaruh terhadap keputusan pendanaan, namun hasil pengujian ini tidak sejalan dengan *pecking order theory* karena arahnya yang berlawanan. 2) variabel *firm size* tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan berbasis saham syariah di Jakarta Islamic Index cenderung tidak mengikuti hirarki *pecking order theory*.

Kata kunci: *pecking order theory, profitability, firm size*, saham syariah

TESTING PECKING ORDER THEORY IN JAKARTA ISLAMIC INDEX

ABSTRACT

Company is an important pivot in building the Indonesian economy system. The funding decision will determine the company's operating activities that affect the value of the company. A company funding is closely related to the selection and combination of both internal and external funding sources. This study aims to analyze the influence of factors of capital structure policy according to the pecking order theory of capital structure financing decision. Factors studied as independent variables are profitability and firm size. The population in this study using sharia-based companies in Jakarta Islamic Index. The sample used is 30 companies during the period from Desember 2015 to May 2016. Data used is secondary data. Statistical analysis shows that the profitability variable positively influences the funding decisions. However, the results of these tests reject the hypothesis since the hypothesis profitability is in the opposite direction. Statistical analysis shows that the variables of firm size do not affect the funding decisions which eventually results in the rejection to the hypothesis of the study. It can be concluded that sharia-based companies in Jakarta Islamic Index do not follow the pecking order theory hierarchical.

Keywords: *capital structure, pecking order theory, profitability, firm size*

PENDAHULUAN

Perusahaan didirikan dengan berbagai tujuan yang dimaksudkan untuk mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan dan mengembangkan kearah yang lebih baik. Tujuan perusahaan diantaranya untuk meningkatkan penjualan, menaikkan harga saham dan mendapatkan laba yang optimal. Manajemen dituntut untuk dapat menentukan strategi-

strategi yang tepat bagi kemajuan perusahaan agar dapat berkompetisi di pasar global. Adapun berbagai usaha yang harus dilakukan oleh perusahaan antara lain dengan cara meningkatkan faktor efisiensi, kualitas, dan produktifitas. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Manajer diberikan kepercayaan oleh para pemegang saham untuk mengelola dan menjalankan kegiatan perusahaan. Para manajer ini diharapkan bekerja untuk memakmurkan pemegang saham dengan cara menaikkan nilai perusahaannya. Nilai perusahaan tercermin dari harga saham yang stabil dan dalam jangka panjang mengalami kenaikan yang signifikan.

Tiga masalah utama yang umumnya dihadapi perusahaan di bidang keuangan, yaitu bagaimana mencari dana (*raising of funds*), bagaimana mengalokasikan dana (*allocation of funds*), dan bagaimana membagi laba (*dividend policy*).

Pengembangan perusahaan dalam upaya untuk mengantisipasi persaingan yang semakin tajam dalam pasar yang semakin global akan selalu dilakukan baik oleh perusahaan besar maupun perusahaan kecil. Upaya tersebut merupakan permasalahan tersendiri bagi perusahaan, karena menyangkut pemenuhan dana yang diperlukan. Pada prinsipnya setiap perusahaan membutuhkan dana untuk pengembangan bisnisnya. Pemenuhan dana tersebut berasal dari sumber internal ataupun sumber eksternal. Karena itu para manajer keuangan akan tetap memperhatikan *cost of capital* sehingga perlu menentukan struktur modal dalam upaya menetapkan apakah kebutuhan dana perusahaan dipenuhi dengan modal sendiri ataukah dipenuhi dengan modal asing. Masalah struktur modal merupakan masalah penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya struktur modal perusahaan akan mempunyai efek langsung terhadap posisi finansialnya. Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal yang tidak baik, dimana mempunyai hutang yang sangat besar akan memberikan beban yang berat kepada perusahaan tersebut (Husnan, 2005).

Apabila suatu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya mengutamakan sumber dari dalam perusahaan, maka akan sangat mengurangi ketergantungannya kepada pihak luar. Apabila kebutuhan dana sudah sedemikian meningkatnya karena pertumbuhan perusahaan, dan dana dari sumber internal sudah digunakan semua, maka tidak ada pilihan lain selain menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan baik dari hutang (*debt financing*) ataupun dengan mengeluarkan saham baru (*external financing*) dalam memenuhi kebutuhan dananya.

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 didalam 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 berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Terdapat dua pandangan untuk menentukan struktur modal yaitu *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984) dan *trade off theory* (Myers, 1984).

Struktur modal merupakan cermin dari kebijaksanaan perusahaan dalam menentukan jenis sekuritas yang dikeluarkan. Kebijakan struktur modal secara umum dipengaruhi oleh dua faktor yaitu faktor fundamental atau internal perusahaan (seperti : struktur aktiva, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, risiko, dan kesempatan investasi) dan faktor eksternal perusahaan (seperti : tingkat bunga, situasi politik, dan kondisi pasar modal). Faktor-faktor dari luar perusahaan tidak dapat dikendalikan untuk menentukan struktur modal yang optimal, dimana struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian sehingga

memaksimalkan harga saham.

Kebijakan struktur modal dipengaruhi berbagai faktor baik dari dalam maupun dari luar perusahaan. 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. Shyam Sunder menjelaskan ketika arus kas operasional tidak mencukupi untuk menutupi arus kas investasi, hutang yang jatuh tempo dan pembayaran dividen, maka perusahaan akan mencari pendanaan eksternal melalui hutang, sedangkan *market timing* yang dikembangkan oleh Baker dan Wurgler (2002) menjelaskan ketika harga saham naik atau *overvalue* perusahaan cenderung menerbitkan saham, dan sebaliknya ketika perusahaan *undervalue* perusahaan lebih menyukai pinjaman (Myers, 1984). Emiten yang *overleverage* akan menerbitkan saham baru karena menginginkan target *debt ratio* yang optimal dan faktanya banyak hasil penelitian yang membuktikan penyesuaian target rasio hutang berjalan sangat lambat, antara lain penelitian (Shyam Sunder dan Myers, 1999) serta Welch (2004). Perusahaan tidak mengeluarkan saham sebagai pembiayaan perusahaan karena biaya ini (*cost of equity*) sangat mahal dibandingkan biaya dari sumber lainnya dimana pembiayaan melalui saham merupakan urutan ketiga (*pecking order theory*).

Keputusan pendanaan yang dilakukan tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan (Prabansari dan Kusuma, 2005). Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan mengurangi hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan relatif rendah menggunakan hutang (Hardianti dan Gunawan, 2010). Ukuran perusahaan terbukti memiliki peranan penting dalam menentukan pemilihan struktur modal yang akan digunakan. Hasil penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan kondisi-kondisi yang telah diuraikan diatas dapat diperoleh gambaran latar belakang situasional, kondisional, dan eksperimental mengenai masalah struktur modal emiten-emiten di pasar modal Indonesia, sehingga peneliti merasa tertarik untuk melakukan pengujian mengenai struktur modal menurut pandangan *pecking order theory* dengan menggunakan perusahaan yang berbasis syariah yaitu pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index. Adapun perumusan masalah penelitian ini adalah bagaimanakah penerapan hirarki *pecking order theory* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index? Berdasarkan rumusan masalah tersebut maka tujuan penelitian yaitu untuk menganalisis pengaruh *profitability* dan *firm size* menurut pandangan *pecking order theory* terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan-perusahaan di Jakarta Islamic Index.

KAJIAN TEORI

Struktur Modal

Struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Komponen utama struktur modal adalah hutang jangka panjang dan modal sendiri (Weston dan Copeland, 2010). Struktur modal adalah bauran penggunaan dana yang berasal dari ekuitas dan hutang. Konsekuensi yang harus ditanggung perusahaan apabila menggunakan hutang adalah perusahaan harus menaati perjanjian hutang. Apabila perusahaan menggunakan sumber dana berupa penerbitan saham maka perusahaan harus memberikan imbalan kepada investor berupa dividen. Struktur modal dalam perusahaan berkaitan erat dengan investasi sehingga dalam hal ini akan menyangkut sumber dana yang digunakan untuk membiayai proyek investasi tersebut. Sumber dana dapat berasal dari penerbitan saham (*equity financing*), penerbitan obligasi (*debt financing*), dan

laba ditahan (*retained earning*). Penerbitan saham dan obligasi sering disebut dengan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan (*external financing*) sedangkan dana yang bersumber dari laba ditahan disebut sebagai dana yang berasal dari dalam perusahaan (*internal financing*). Struktur modal diukur dengan menggunakan rasio struktur modal yang disebut dengan *leverage ratio*. Perhitungan *leverage ratio* adalah *long term debt to equity ratio* menunjukkan prosentase modal sendiri yang dijadikan jaminan hutang jangka panjang yang dihitung dengan membandingkan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri.

Perkembangan Teori Struktur Modal

Pada tahun 1958 Modigliani dan Miller menulis teori struktur modal (Teori MM). Teori MM mendapat kritikan keras dan pada tahun 1963 Miller memodifikasi karya tersebut yang kemudian berkembang suatu teori yang disebut dengan *pecking order theory* dan *trade off theory*. *Pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal yang berupa laba ditahan, namun apabila dibutuhkan pendanaan eksternal maka perusahaan akan menerbitkan hutang terlebih dahulu dan kemudian menerbitkan saham baru. Teori struktur modal ini dimulai oleh Duran pada tahun 1952, kemudian Modigliani dan Miller pada tahun 1958 mengeluarkan teori MM, dan dianggap awal dari teori struktur modal. Donaldson pada tahun 1961 mengemukakan *pecking order theory* yang membahas urutan pembiayaan perubahan. Stiglitz tahun 1969, Haugen dan Papas tahun 1971, dan Rubenstein membahas teori struktur modal (*trade off theory*). Jensen dan Meckling tahun 1976 mengemukakan teori *agency costs*. *Informational asymmetries* oleh Myers pada tahun 1984. Perkembangan terakhir *capital structure theory* dan *empirical evidence* mengenai *agency cost*, *asymmetric information*, *product/input market interaction* dan *corporate control* dirangkumkan oleh Harris dan Raviv tahun 1991 dan Booth et al. tahun 2001 mengemukakan *capital structure in developing countries* (Manurung, 2004).

Pecking Order Theory

Pecking order theory diperkenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961 dan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers pada tahun 1984 (Pransari dan Kusuma, 2005). 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*), maka 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. Disamping 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 (Kaaro, 2001). 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 (Husnan, 2005). 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 (Harahap, 2009).

Pecking order theory berfokus pada motivasi manajer korporat bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal (Pangeran, 2010). *Pecking order theory* mendasarkan 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 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).

Trade off Theory

Trade off theory merupakan model struktur modal yang didasarkan pada *trade off* (pertukaran) antara keuntungan dan kerugian penggunaan hutang. Teori ini mempunyai asumsi bahwa struktur modal perusahaan merupakan keseimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dengan biaya *financial distress* (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 pelenagga, pemasok, dan karyawannya. Karena itu biaya kebangkrutan menahan perusahaan menggunakan hutang pada tingkat yang berlebihan (Brigham dan Houston, 2006). 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 menyeimbangkan antara keuntungan atas penggunaan hutang dengan biaya kebangkrutan dan biaya modal, yang disebut *static trade off*.

Signalling Theory

Isyarat atau signal adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan, perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan, umumnya merupakan suatu isyarat (signal) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila perusahaan menawarkan penjualan saham baru, lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah (Brigham dan Houston, 2009).

Profitability dan Struktur Modal

Profitability bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba, baik dalam hubungannya dengan penjualan, aset, maupun terhadap modal sendiri.

Menurut *pecking order theory*, perusahaan-perusahaan mempunyai pDaftar Pustaka menggunakan sumber dana internal, kemudian hutang dan terakhir adalah melalui *stock issues*. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan mengurangi hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan relatif rendah menggunakan hutang. Dengan menggunakan teori diatas, maka semakin tinggi profit suatu perusahaan maka hutangnya (*leverage*) akan semakin rendah. Hal tersebut didukung penelitian Riswan dan Nina (2015) serta penelitian Nuswandari (2013). Hipotesis pertama adalah *profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Firm size dan Struktur Modal

Firm size menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan akan membutuhkan dana yang besar. Perusahaan besar umumnya memiliki tingkat penjualan yang besar dan menghasilkan tingkat keuntungan yang besar pula. Kebutuhan dana tersebut dipenuhi dengan menggunakan sumber dari internal. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang menunjukkan arah hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan struktur modal. Apabila perusahaan dihadapkan pada kebutuhan dana yang semakin meningkat akibat pertumbuhan penjualan, dan dana dari sumber internal sudah digunakan semua, maka tidak ada pilihan lain bagi perusahaan untuk menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan, baik hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru. Semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin rendah struktur modal. Hasil penelitian Riswan dan Nina (2015) serta penelitian Margaretha dan Sari (2005) menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Hipotesis kedua adalah *firm size* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Penelitian ini berjenis penelitian explanatory yaitu penelitian yang mendasarkan pada teori atau hipotesis yang akan digunakan untuk menguji suatu fenomena (Cooper dan Schindler, 2009). Data yang digunakan adalah data cross section. Sumber data penelitian ini adalah data sekunder yaitu berupa laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) yang diperoleh melalui website www.idx.co.id. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index. Sampel yang digunakan sebanyak 30 perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index periode Desember 2015 sampai dengan Mei 2016.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal. Struktur modal merupakan perimbangan antara modal sendiri dan modal asing. Struktur modal diukur dengan menggunakan *leverage*. *Leverage* diproyeksikan dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). $DER = \text{hutang jangka panjang} / \text{total ekuitas}$ (Nuswandari, 2013).

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *profitability* dan *firm size*. *Profitability* merupakan ukuran untuk mengetahui efektivitas manajemen dalam mengelola perusahaannya. *Profitability* diproyeksikan dengan menggunakan *Return on Equity* (ROE) yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan total modal sendiri. $ROE = \text{laba bersih} / \text{total ekuitas}$ (Nuswandari, 2013). *Firm size* merupakan ukuran perusahaan yang menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan berdasarkan total penjualan, rata-rata tingkat, penjualan, total aset, dan rata-rata total aset. *Firm size* diproyeksikan dengan menggunakan logaritma natural net sales yaitu ukuran perusahaan yang

berdasarkan total penjualan (Nuswandari, 2013). Penggunaan logaritma natural dimaksudkan untuk mengurangi fluktuasi data yang berlebih sehingga akan dapat mengurangi *skewness of distribution* serta meminimumkan *standard error* koefisien regresi (Harjanti dan Tandelilin, 2007).

Teknik Analisis

Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda (*multiple regression*) dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS). Persamaan regresinya sebagai berikut :

$$DER = a + b_1 \text{ Profitability} + b_2 \text{ Firm size} + e_i$$

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Uji Outlier

Deteksi outlier : terdapat outlier apabila Mahal. Distance Maximum > Probabilitas & Jumlah variabel [=CHIINV(Prob;Jum.variabel)].

Tabel 1. Hasil Uji Outlier

	Maximum	N
Mahalanobis Distance	12,683	30

Pada tabel 1 menyajikan nilai mahal. Distance maximum sebesar 12,683 lebih kecil dari 16,266 [CHIINV(0,001;3)]. Nilai tersebut menunjukkan tidak terdapat outlier pada data observasi, yang berarti data observasi mempunyai kualitas yang baik sehingga dapat dilakukan pengolahan lebih lanjut.

Uji Normalitas

Normalitas : Sebuah model regresi dimana variabel dependen dan independen atau keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Deteksi normalitas menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test* yang menunjukkan bahwa semua variabel penelitian memiliki distribusi yang normal apabila nilai Asymp. Sig (signifikansi) lebih kecil dari 0,05.

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas

	Struktur modal	Profitability	Firm size
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,422	0,406	0,856

Hasil analisis menunjukkan semua variabel yang diteliti memiliki nilai Asymp. Sig (signifikansi) lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data tersebut tidak memenuhi asumsi berdistribusi normal.

Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas : adanya korelasi variabel independen dalam regresi berganda.

Deteksi Multikolinier :

- Besarnya VIF (Variance Inflation Factor) dan Tolerance. Apabila angka VIF melebihi angka 10, maka variabel tersebut mengindikasikan adanya multikolinieritas (Gujarati, 2005).
- Nilai Eigenvalue mendekati 0

c. Condition Index melebihi angka 15

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinieritas

	Profitability	Firm size
Variance Inflation Factors	1,088	1,088

Hasil analisis menunjukkan semua variabel independen memiliki nilai VIF lebih kecil dari 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala multikolinieritas pada semua variabel independen.

Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas : varian dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain mempunyai varian yang berbeda. Apabila sama disebut homoskedastisitas.

Deteksi heteroskedastisitas :

- Dari *Scatter Plot Residual*: jika ada pola tertentu (seperti titik-titik /point-point yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, menyebar kemudian menyempit)
- Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.
- Pada regresi linier nilai residual tidak boleh ada hubungan dengan variabel X. Hal ini bisa diidentifikasi dengan cara menghitung korelasi rank Spearman antara residual dengan seluruh variabel bebas. Rumus rank Spearman adalah :

$$r_s = 1 - 6 \left| \frac{\sum d_i^2}{N(N^2 - 1)} \right|$$

Keterangan :

d_i = perbedaan dalam rank antara residual dengan variabel bebas ke-i

N = banyaknya data

Pengujian heteroskedastisitas pada penelitian ini menggunakan korelasi rank Spearman antara residual dengan seluruh variabel bebas.

Tabel 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas

	Profitability	Firm size
Sig. (2-tailed)	0,385	0,385

Hasil analisis menunjukkan nilai Sig untuk korelasi pada variabel *profitability* dan variabel *firm size* lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi : adanya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu periode t-1 (sebelumnya).

Deteksi Autokorelasi: Besarnya angka Durbin Watson dengan patokan apabila D-W

dibawah -2 ada autokorelasi positif, D-W diatas $+2$ ada autokorelasi negatif, dan D-W berada diantara -2 sampai $+2$ tidak ada autokorelasi.

Tabel 5. Hasil Uji Autokorelasi dan Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Durbin-Watson
1	0,454	0,206	1,737

Hasil analisis menunjukkan nilai Durbin Watson sebesar 1,737. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala autokorelasi.

Uji Koefisien Determinasi

Koefisien korelasi (R) sebesar 0,454 menunjukkan bahwa hubungan antara variabel independen yaitu *profitability* dan *firm size* dengan struktur modal adalah lemah. Koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,206 berarti variabel dependen yaitu struktur modal dipengaruhi oleh variabel independen yaitu *profitability* dan *firm size* sebesar 20,6 persen sedangkan sisanya sebesar 74,9 persen dipengaruhi oleh variabel lain selain kedua variabel independen dalam model tersebut.

Uji Kesesuaian Model (F Test)

Tabel 6. Hasil Uji F test

Model	Significant
Regression	0,44

Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi (Sig) sebesar 0,044 lebih kecil dari 0,05 yang berarti signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa penggunaan model regresi dalam penelitian ini telah sesuai atau tepat.

Pengujian Hipotesis

Tabel 7. Hasil Regresi Berganda

Model	Unstandardized Coefficients	Significant
(Constant)	0,363	0,870
Profitability	0,011	0,015
Firm size	0,031	0,811

Berdasarkan hasil analisis diperoleh persamaan regresi :

$$\text{DER} = 0,363 + 0,011\text{Profitability} + 0,31\text{Firm size} + e$$

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh *Profitability* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa variabel *profitability* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,015 ($< 0,05$) dan mempunyai arah yang positif. Ini berarti *profitability* berpengaruh terhadap struktur modal, namun menolak hipotesis karena arahnya berlawanan. Hal ini tidak sejalan dengan *pecking order theory*. Perusahaan yang memiliki *profitability* tinggi cenderung untuk melakukan pinjaman dalam jumlah yang lebih besar dikarenakan keuntungan tersebut dijadikan jaminan untuk membuat para kreditor merasa lebih aman dalam memberikan pinjaman pada perusahaan. Kreditor akan lebih mudah memberikan pinjaman dengan asumsi bahwa perusahaan yang memiliki *profitability* yang tinggi memiliki kemungkinan yang relatif kecil untuk gagal bayar. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Misbach (2014) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh *Firm Size* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa variabel *firm size* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,811 ($> 0,05$). Ini berarti *firm size* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini kemungkinan disebabkan bahwa jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan tidak lagi menjadi perhatian bagi kreditor dalam memberikan pinjaman. Pada umumnya kreditor cenderung lebih menyukai likuiditas perusahaan tanpa memandang perusahaan besar maupun kecil. Likuiditas yang tinggi akan dijadikan sebagai jaminan teraman bagi para kreditor untuk memberikan pinjaman pada perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Ghazouani (2013) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

KESIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN, DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan dapat disimpulkan bahwa *profitability* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, namun dalam pandangan *pecking order theory* variabel *profitability* tidak berpengaruh terhadap struktur modal dikarenakan koefisien arahnya yang berlawanan. Begitu juga pada variabel *firm size* yang dalam pandangan *pecking order theory* juga tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Implikasi

Penelitian ini dapat membantu manajer keuangan dalam menentukan kebijakan struktur modal yang tepat bagi perusahaan agar dapat meminimalkan biaya modal sehingga nantinya akan memaksimalkan harga saham perusahaan.

Keterbatasan

- Rentang waktu penelitiannya terbatas pada periode Desember 2015 sampai dengan Mei 2016 yang berlangsung selama enam bulan.
- Obyek penelitian terbatas pada perusahaan-perusahaan di Jakarta Islamic Index.
- Variabel independen yang digunakan dalam penelitian hanya *profitability* dan *firm size*.

Saran

- a. Rentang waktu penelitian dapat diperluas sampai beberapa periode.
- b. Obyek penelitian dapat menggunakan perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia baik berbasis syariah maupun non syariah atau dapat mengklasifikasikan pada perusahaan berbasis syariah di sektor tertentu seperti : saham syariah pada perusahaan manufaktur.
- c. Hendaknya menambahkan variabel independen lain seperti : struktur aktiva, dividen, risiko bisnis, pertumbuhan penjualan, dan pajak.
- d. Hendaknya mempertimbangkan penggunaan hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, M. and J. Wurgler. 2002. Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1-32.
- Brealey, Myers dan Marcus. 2008. *Fundamentals Of Corporate Finance*. Edisi Kelima. Terjemahan Oleh Bob Sabran, MM. Jakarta: Erlangga.
- Brigham dan Houston. 2006. *Fundamentals of Financial Manajement (Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku 2 Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Cooper, Donald R dan Schindler, Pamela S. 2009 *Business Research Methods 10th edition*. McGraw-Hill.
- Ghazouani, Tarek, 2013, The Capital Structure Through The Trade off Theory : Evidence from Tunisian Firm, *International Journal of Economic and Financial Issues*, Vol. 3, No. 3, Pp. 625-636.
- Ghozali, Imam. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Gujarati, Damodar N. 2005. *Basic Econometrics*, 4th Edition, Internasional Edition, Mc.Graw Hill Companies, Inc. New York.
- Harahap, S.S., 2009, *Analisis Laporan Keuangan*, Raja Grafindo, Jakarta.
- Hardianti, Siti an Barbara Gunawan. 2010. Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, Vol. 11, No. 2, hal 138-154.
- Harjanti, Theresia Tri dan Eduardus Tandelilin. 2007. Pengaruh Firm Size, Tangible Assets, Growth Opportunity, Profitability dan Busniess Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia: Studi Kasus di BEJ. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 1, No. 1, hal 1-9.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Keempat, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Kaaro, Hermeindito, 2001, Analisis Leverage dan Dividen dalam Lingkungan Ketidakpastian: Pendekatan Pecking Order Theory dan Balancing Theory, *Simposium Nasional Akuntansi IV*, Hal. 1067-1083.
- Manurung, Adler Haymans. 2004. Teori Struktur Modal: Sebuah Survei. *Usahawan*, No.04.Th XXXIII April 2004, Hlm. 20-26
- Margaretha, Farah dan Lina Sari. 2005. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Multinasional di Indonesia. *Media Riset Bisnis & Manajmen*, Vol. 5. No. 2, Hal. 230-252.
- Misbach, Fuady, 2014, Pengujian Trade off Theory : Apakah Perusahaan di Indonesia Melakukan Optimalisasi Hutang?, *Jurnal Media Ekonomi dan Teknologi Informasi*, Vol. 22, No. 1, Hal. 42-55.
- Myers, S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle, *Journal f 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.
- Nuswandari, Cahyani. 2013. Determinan Struktur Modal dalam Perspektif Pecking Order Theory dan Agency Theory. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, Vol. 2, No. 1, Hal. 92-102.
- Pangeran, Perminas, 2010, Pemilihan Sekuritas dan Arah Kebijakan Struktur Modal : Pecking Order ataukah Static Trade Off?, *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, Volume 21, Nomor 1, Halaman 1-16.
- Prabansari, Yuke dan Hadri Kusuma. 2005 Faktor-faktor yang memengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Publik di Bursa Efek Jakarta. *Sinergi*, Edisi khusus on Finance, hal 1-15.
- Riswan dan Nina Permata Sari, 2015, Factors Affecting Capital Structure in Manufacturing Companies Go Public in Indonesia Stock Exchange in The Year 2011-2013, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 6, No. 2, Hal. 177-201.
- Shyam-Sunder, Lakshmi and Steward C. Myers, 1999, Testing static tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, No. 51, Hlm. 219-244.
- Steven dan Lina, 2011, Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Volume 13, Nomor 3, Halaman 163-181.
- Welch, Ivo. 2004. Capital Structure and Stock Returns. *Journal of Political Economy*, Vol.112, No.1, Hlm. 106-131.
- Weston dan Copeland, 2010, *Managerial Finance, Edisi Kesembilan*, Binarupa Aksara, Jakarta.