

PENGUJIAN TEORI PECKING MODEL DAN TRADE OFF DALAM ANALISIS STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN FARMASI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Dompok Pasaribu

Fakultas Ekonomi, Universitas Methodist Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji teori pecking model dan teori trade-off dalam analisis struktur modal di Bursa Efek Indonesia. Teori pecking order diwakili oleh variable profitabilitas dan ukuran perusahaan, sementara variabel-variabel struktur aktiva dan fasilitas perpajakan mewakili teori trade-off. Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa rasio-rasio keuangan yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2011-2017. Pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dan jumlah sampel yang digunakan sebanyak 7 perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan variabel terikat adalah debt ratio; sedangkan struktur aktiva, fasilitas perpajakan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas bertindak sebagai variabel bebas. Hasil analisis menunjukkan bahwa struktur aktiva memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap rasio hutang perusahaan. Sementara variabel fasilitas perpajakan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang perusahaan. Secara simultan, variabel-variabel bebas dapat mempengaruhi rasio hutang secara signifikan. Hasil penelitian ini juga membuktikan bahwa teori Pecking Model dan Trade Off masih relevan digunakan sebagai teori yang mempengaruhi struktur modal.

Kata Kunci : *pecking model, trade off, struktur aktiva, fasilitas perpajakan, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan struktur modal.*

PENDAHULUAN

Financing decision melibatkan pengambilan keputusan mengenai sumber-sumber dana dari mana saja yang akan dipilih untuk dimanfaatkan oleh perusahaan. Sumber dana yang dapat dimanfaatkan perusahaan meliputi sumber dana internal dan eksternal. Sumber dana internal dapat berasal dari laba yang ditahan sedangkan sumber dana eksternal dapat berupa hutang dan penerbitan saham. Keputusan pendanaan yang diambil oleh manajemen, apakah menggunakan modal sendiri atau hutang menjadi tidak relevan bila, sumber dana yang dipilih untuk digunakan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Menurut Harjito (2011:188), Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang

jangka panjang terhadap modal sendiri. Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal saham, laba ditahan, dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih mengalami kekurangan (*defisit*) maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar, yaitu dari hutang (*debt financing*). Namun dalam pemenuhan kebutuhan dana, perusahaan harus mencari alternatif-alternatif pendanaan yang efisien. Pendanaan yang efisien akan terjadi bila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata, sehingga memaksimalkan nilai perusahaan.

Dalam perkembangan berikutnya Modigliani dan Miller memasukkan unsur pajak dan unsur biaya transaksi pada pasar modal. Berdasarkan pendekatan Modigliani dan Miller tersebut semakin besar penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan maka akan semakin besar pula nilai perusahaan. Namun sampai pada titik tertentu manfaat penggunaan hutang berupa penghematan pajak justru lebih kecil dibandingkan biaya yang harus dikeluarkan. Tingkat kenaikan biaya tersebut semakin besar setelah proporsi hutang tertentu. Dengan demikian terdapat *trade off* antara manfaat dan biaya dari penggunaan hutang. Struktur modal yang optimal akan tercapai pada saat tercapai perimbangan antara keduanya. Hal inilah yang disebut sebagai *trade off theory*.

Di samping teori *trade off* juga terdapat model lain mengenai struktur modal yaitu teori *Pecking Order*. Teori ini menjelaskan urutan prioritas para manajer dalam menentukan sumber pendanaannya. Preferensi manajer tersebut dinyatakan dalam urutan sumber pendanaan yang dimulai dari pendanaan internal sebagai sumber utama. Pendanaan internal perusahaan identik dengan profitabilitas perusahaan. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menggunakan dana internal yang berwujud laba ditahan setelah itu hutang bila memang perlu untuk memenuhi keputusan pendanaan perusahaan. Pilihan prioritas berikutnya adalah hutang kemudian terakhir berupa penerbitan saham. Motivasi umum yang menyebabkan para manajer berperilaku sesuai dengan teori *Pecking Order* adalah asimetri informasi antara pemilik - manajer yang mengetahui nilai dan kesempatan bertumbuh perusahaan yang sebenarnya dengan investor luar yang hanya bisa memperkirakan nilai-nilai tersebut.

Struktur modal merupakan proporsi atau perbandingan dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan, apakah dengan cara menggunakan utang, ekuitas atau dengan menerbitkan saham. Struktur modal dapat diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio (DER)* yang menunjukkan tingkat risiko pada

suatu perusahaan. Semakin tinggi *DER*, maka akan semakin tinggi juga risiko yang mungkin terjadi dalam perusahaan, karena pendanaan perusahaan dari unsur hutang lebih besar daripada modal sendiri. Namun penggunaan hutang juga memiliki keuntungan yang diperoleh dari pajak, karena bunga hutang adalah pengurangan pajak.

Ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal yang dimiliki dari suatu perusahaan. Beberapa dari faktor tersebut antara lain: struktur aktiva, *non-debt tax shield*, size (ukuran perusahaan), dan *profitabilitas*.

Aktiva adalah kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan dan merupakan sumber daya yang dimiliki bertujuan untuk menghasilkan profit, yang diklarifikasikan menjadi aktiva lancar dan aktiva tidak lancar. Klarifikasi aktiva terdiri dari aktiva lancar, aktiva tetap dan aktiva lainnya. Kebanyakan perusahaan industri yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanent yaitu modal sendiri, sedangkan hutang bersifat pelengkap. Perusahaan yang semakin besar aktivitya terdiri dari aktiva lancar akan cenderung mengutamakan pemenuhan kebutuhan dana dengan utang. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal suatu perusahaan.

Perusahaan besar cenderung akan melakukan diversifikasi usaha lebih banyak dari pada perusahaan kecil. Oleh karena itu kemungkinan kegagalan dalam menjalankan usaha atau kebangkrutan akan lebih kecil. Ukuran perusahaan sering dijadikan indikator bagi kemungkinan terjadinya kebangkrutan bagi suatu perusahaan, dimana perusahaan dalam ukuran lebih besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya.

Besar kecilnya (ukuran) perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan mempunyai tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi sehingga perusahaan tersebut

akan lebih berani mengeluarkan saham baru dan kecenderungan untuk menggunakan jumlah pinjaman juga semakin besar pula. Dari penelitian yang dilakukan oleh para ahli yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang positif, yang berarti kenaikan ukuran perusahaan akan diikuti dengan kenaikan struktur modal.

Teori *Pecking Order* mengatakan bahwa perusahaan lebih menyukai *internal funding*. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi tentu memiliki dana internal yang lebih banyak dari pada perusahaan dengan profitabilitas rendah. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi, berinvestasi menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Penelitian ini bermaksud menguji kembali berlakunya teori *Pecking Order* dan *Trade Off* di pasar modal Indonesia dengan studi kasus pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan – perusahaan farmasi banyak mengalami kenaikan pendapatan dimulai dari tahun 2014. Hal ini disebabkan kemungkinan karena adanya kebijakan Presiden Joko Widodo berupa program Jaminan Kesehatan Nasional (JKN) atau Kartu Indonesia Sehat (KIS). Jumlah penduduk miskin yang dijamin pemerintah melalui skema Penerima Bantuan Iuran (PBI) dalam program ini terus meningkat.

Pada tahun 2014-2015 jumlah peserta PBI baru sebanyak 86,4 juta jiwa, pada tahun 2016 meningkat menjadi 92,4 juta dan telah meningkat lagi menjadi 94,4 juta pada 2017. Jumlah penduduk yang menjadi peserta dalam skema jaminan sosial ini juga terus meningkat. Ditargetkan hingga akhir pemerintahan Jokowi-JK pada 2019 mendatang, Indonesia mencapai *Universal Health Coverage* (UHC), di mana seluruh penduduk menjadi peserta JKN. Dengan

adanya program dan rencana pemerintah tersebut bias dikatakan bahwa pendapatan yang diperoleh oleh perusahaan – perusahaan farmasi akan meningkat. Dengan meningkatnya pendapatan secara teori pendapatan bersih dan laba ditahan perusahaan juga akan meningkat.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah perilaku pendanaan perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dapat dijelaskan melalui model penjelas teori *Pecking Order* dan teori *Trade Off*.

TINJAUAN PUSTAKA

Struktur Modal

Menurut Ahmad Rodoni dan Herni Ali (2010), struktur modal adalah proposi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan. Struktur modal merupakan proporsi atau perbandingan dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan, apakah dengan cara menggunakan utang, ekuitas, atau dengan menerbitkan saham.

Bambang Riyanto (2010) struktur modal adalah pembelanjaan permanen yang mencerminkan pertimbangan atau perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal menunjukkan proposi atas penggunaan hutang untuk membiayai investasinya, sehingga dengan mengetahui struktur modal, investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya.

Struktur modal berkaitan dengan sumber dana, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari kegiatan perusahaan. Sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang. Modal dalam suatu bisnis merupakan salah

satu sumber kekuatan untuk dapat melaksanakan aktivitasnya. Setiap perusahaan dalam melaksanakan kegiatannya selalu berupaya untuk menjaga keseimbangan finansialnya. Struktur modal berasosiasi dengan profitabilitas. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi hutang dengan ekuitas. Dana yang berasal dari hutang mempunyai biaya modal dalam bentuk biaya bunga. Dana yang berasal dari ekuitas mempunyai biaya modal berupa deviden.

Perusahaan akan memilih sumber dana yang paling rendah biayanya di antara berbagai alternatif sumber dana yang tersedia. Komposisi hutang dan ekuitas tidak optimal akan mengurangi profitabilitas perusahaan dan sebaliknya. Penentuan struktur modal merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Keputusan yang diambil oleh manajemen dalam pencarian sumber dana tersebut sangat dipengaruhi oleh para pemilik/pemegang saham. Sesuai dengan tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham, maka setiap kebijakan yang akan diambil oleh pihak manajemen selalu dipengaruhi oleh keinginan para pemegang saham.

Trade Off Theory

Teori ini membahas tentang hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat penggunaan hutang tersebut. Modigliani dan Miller dan para pengikutnya mengembangkan *trade off theory* dalam struktur modal. MM menunjukkan bahwa utang adalah suatu hal yang bermanfaat karena bunga merupakan pengurang pajak, tetapi utang juga membawa serta biaya-biaya yang dikaitkan dengan kemungkinan atau

kenyataan kebangkrutan. Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat lebih besar, tambahan utang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan.

Pengorbanan yang dimaksud dalam teori *trade off* adalah adanya biaya kebangkrutan yang akan ditanggung oleh perusahaan. Menurut Bringham dan Enhardt (2011 : 613) biaya kebangkrutan sering kali memaksa perusahaan untuk melakukan melikuidasi atau menjual aset-aset yang dimiliki oleh perusahaan dibawah harga maksimal yang seharusnya bisa didapatkan jika perusahaan masih tetap beroperasi normal.

Masalah-masalah yang terkait dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan muncul ketika sebuah perusahaan lebih mengutamakan untuk menggunakan utang yang tinggi dalam struktur modalnya. Oleh karena itu, biaya kebangkrutan membuat perusahaan tidak akan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan mereka ke tingkat yang berlebihan.

Implikasi *trade-off theory* menurut Brealey dan Myers dalam penelitian Qudriah (2014) adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan lebih kecil utang dibandingkan perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan utang yang semakin besar akan meningkatkan beban bunga, sehingga akan semakin mempersulit keuangan perusahaan.
2. Perusahaan yang dikenai pajak tinggi pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak utang karena adanya *tax shield*.
3. Target rasio utang akan berbeda antara perusahaan satu dengan perusahaan yang lain. Perusahaan yang *profitable* mempunyai target rasio utang lebih tinggi. Perusahaan *unprofitable* dengan

risiko tinggi mempunyai rasio utang lebih rendah dan lebih mengandalkan ekuitas.

Pecking Order Theory

Teori ini mengarahkan para manager untuk lebih memilih menggunakan dana internal, karena hal ini memungkinkan perusahaan untuk tidak membuka diri kepada para pemilik modal dari luar perusahaan.

Pecking Order Theory diyakini sebagai teori alternatif untuk teori *trade-off* di mana perusahaan memiliki hierarki keputusan pembiayaan yang sempurna. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan mencoba untuk memanfaatkan sumber pendanaan internal pertamanya berupa laba ditahan kemudian mengeluarkan utang dan kemudian akan menerbitkan ekuitas sebagai upaya terakhir. Teori ini menjelaskan pengambilan keputusan keuangan perusahaan.

Menurut Jahanzeb (2013 : 14) *Pecking Order Theory* memprediksi bahwa struktur modal optimal tidak akan dicapai oleh perusahaan tetapi perusahaan akan mengikuti prinsip tertentu dan memilih pembiayaan eksternal ketika "kapasitas utang" tercapai. *Pecking Order Theory* lebih lanjut menjelaskan bahwa informasi asimetris antara orang dalam perusahaan dengan orang luar perusahaan, dan anggapan bahwa biaya dan manfaat dari pembiayaan dari eksternal perusahaan dalam hal *teori trade-off*, kurang penting jika dibandingkan dengan biaya yang terkait dengan penerbitan sekuritas baru. Biaya transaksi yang terkait dengan sumber pembiayaan eksternal juga memainkan peran penting dalam memilih sumber pembiayaan perusahaan.

Teori ini menunjukkan bahwa perusahaan lebih suka menggunakan laba ditahan untuk membayar dividen dan membiayai investasi baru (Harjito, 2011 : 191). Hal ini berarti peringkat laba ditahan di bagian atas urutan kekuasaan, diikuti oleh hutang dan ekuitas terakhir eksternal. Teori *pecking order* memprediksi adanya hubungan negatif antara keuntungan dan rasio hutang.

Menurut Bringham dan Enhardt (2011 : 616), timbulnya biaya flotasi dan informasi yang asimetris dapat memaksa perusahaan untuk meningkatkan modal sesuai dengan teori *pecking order*. Dalam situasi ini, perusahaan pertama kali meningkatkan modal secara internal dengan menginvestasikan kembali pendapatan bersihnya dan menjual surat berharga jangka pendek. Ketika persediaan dana itu telah habis, perusahaan akan menerbitkan utang dan mungkin saham preferred. Hanya sebagai upaya terakhir, perusahaan akan menerbitkan saham biasa.

Struktur Aktiva

Menurut Damayanti (2013; 11) Aktiva didefinisikan sebagai komposisi aktiva perusahaan yang akan menunjukkan seberapa besar aset perusahaan dapat digunakan sebagai jaminan untuk mendapatkan pinjaman. Struktur aktiva mencerminkan dua komponen aktiva secara garis besar dalam komposisinya yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap.

Aktiva adalah kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan dan merupakan sumber daya yang dimiliki bertujuan untuk menghasilkan profit, yang diklarifikasikan menjadi aktiva lancar dan aktiva tidak lancar. Klarifikasi aktiva terdiri dari aktiva lancar, aktiva tetap dan aktiva lainnya. Dari beberapa klarifikasi aktiva tersebut penjelasannya sebagai berikut :

1) Aktiva Lancar

Aktiva lancar merupakan harta atau kekayaan yang dapat segera diuangkan pada saat dibutuhkan dan paling lama satu tahun, dan merupakan aktiva paling likuid dibandingkan jenis aktiva lain. Komponen yang dari aktiva lancar antara lain kas, surat-surat berharga, piutang, persediaan, dan sewa dibayar dimuka.

2) Aktiva tetap

Aktiva tetap merupakan harta atau kekayaan perusahaan yang digunakan dalam jangka panjang lebih dari satu tahun. Aktiva tetap dapat dibagi menjadi dua macam, yaitu aktiva berwujud seperti: tanah, bangunan, mesin, kendaraan. dan

aktiva tak berwujud seperti hak paten, merek dagang, goodwill dan lainnya.

3) Aktiva lainnya

Aktiva lainnya merupakan harta atau kekayaan yang tidak dapat digolongkan ke dalam aktiva lancar maupun aktiva tetap. Komponen yang ada dalam aktiva lainnya adalah bangunan dalam proses, piutang jangka panjang, tanah dalam penyelesaian dan lainnya.

Struktur aktiva memiliki manfaat besar pada suatu perusahaan. Sebab semakin besar aktiva tetap yang dimiliki suatu perusahaan maka semakin tinggi jumlah pendanaan yang didapat dari luar perusahaan, hal ini disebabkan jumlah aktiva yang relative besar dapat menjadi jaminan. Perusahaan yang asetnya memadai atau aktivanya memiliki perbandingan aktiva tetap jangka panjang lebih besar akan menggunakan hutang jangka panjang lebih banyak karena aktiva tetap yang ada dapat digunakan sebagai jaminan hutang. Maka dapat dikatakan struktur aktiva dapat digunakan untuk menentukan seberapa besar hutang jangka panjang yang dapat diambil dan hal ini akan berpengaruh terhadap penentuan besarnya struktur modal. Dalam penelitian ini struktur aktiva dilihat dari perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva.

Fasilitas Perpajakan (*Non-Debt Tax Shield*)

Non-debt tax shield yaitu bentuk keuntungan yang diperoleh perusahaan selain dari bunga hutang yang dikurangkan dari jumlah penghasilan kena pajak. Bradley, Jarrel dan Kim dalam penelitian Fitriwati (2012) menemukan *non debt tax shield* dalam bentuk biaya depresiasi atas aset tetap. Perusahaan dengan jumlah aset tetap yang tinggi akan mendapat keuntungan pajak berupa biaya depresiasi aset tetap yang dapat dijadikan pengurang dalam menghitung besarnya pajak yang terutang.

Menurut Sunarsih dalam Muhammadiyah (2017) menambahkan bahwa *investment tax credit* sebagai proksi untuk *nondebt tax shield* pada umumnya

diberikan kepada perusahaan yang memiliki *tangible asset* yang besar sehingga dapat digunakan sebagai *collateral* bagi pengambilan hutang. Menurut Bradley dalam Qudriah (2014) *non debt tax shield* merupakan bentuk depresiasi dari aktiva tetap. Depresiasi dapat digunakan sebagai pengurang atas penghasilan kena pajak perusahaan, sehingga pajak yang dibayarkan perusahaan ke pemerintah lebih kecil. Nilai depresiasi yang tinggi juga mencerminkan aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Aktiva tetap dapat digunakan perusahaan sebagai jaminan atas utang, sehingga perusahaan lebih mudah mendapatkan utang.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah rata-rata total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai beberapa tahun. Dalam hal ini penjualan lebih besar daripada biaya variabel dan biaya tetap, maka akan diperoleh jumlah pendapatan sebelum pajak. Sebaliknya jika penjualan lebih kecil daripada biaya variabel dan biaya tetap maka perusahaan akan menderita kerugian.

Perusahaan yang berada pada pertumbuhan penjualan yang tinggi membutuhkan dukungan sumber daya organisasi (modal) yang semakin besar, demikian juga sebaliknya, pada perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah kebutuhan terhadap sumber daya organisasi (modal) juga semakin kecil. Jadi konsep tingkat pertumbuhan penjualan tersebut memiliki hubungan yang positif, tetapi implikasi tersebut dapat memberikan efek yang berbeda terhadap struktur modal yaitu dalam penentuan jenis modal yang akan digunakan.

Menurut Riyanto (2010), suatu perusahaan yang besar yang sahamnya tersebar sangat luas, setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau tergesernya pengendalian dari pihak yang dominan terhadap perusahaan bersangkutan. Sebaliknya, perusahaan yang kecil, dimana

sahamnya tersebar hanya di lingkungan kecil, penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan.

Dengan demikian, maka perusahaan yang besar akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhan untuk membiayai pertumbuhan penjualan dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar memiliki akses yang lebih besar untuk mendapat sumber pendanaan dari berbagai sumber, sehingga untuk memperoleh pinjaman dari krediturpun akan lebih mudah karena perusahaan dengan ukuran besar memiliki probabilitas lebih besar untuk memenangkan persaingan atau bertahan dalam industri.

Dari uraian yang telah dipaparkan, dapat disimpulkan bahwa besar kecilnya (ukuran) perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan mempunyai tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi sehingga perusahaan tersebut akan lebih berani mengeluarkan saham baru dan kecenderungan untuk menggunakan jumlah pinjaman juga semakin besar pula. Dari penelitian yang dilakukan oleh para ahli yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang positif, yang berarti kenaikan ukuran perusahaan akan diikuti dengan kenaikan struktur modal.

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk mendapatkan laba (keuntungan) dalam suatu periode tertentu. Menurut Kasmir (2010), profitabilitas adalah ukuran untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan. Profitabilitas digunakan untuk mengukur sampai sejauh mana keefektifan dari keseluruhan manajemen dalam menciptakan keuntungan bagi perusahaan. Menurut Brigham (2013), profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk

menghasilkan laba yang merupakan hasil bersih dari kebijakan-kebijakan dan keputusan-keputusan manajemen baik dalam mengelola likuiditas, aset, maupun kewajiban perusahaan. Profitabilitas perusahaan meningkat yang diakibatkan laba yang meningkat maka jumlah pajak yang harus dibayar juga semakin tinggi. Kalau pajak yang dibayar tinggi maka akan memberi kontribusi pada pendapatan negara.

Profitabilitas perusahaan merupakan salah satu dasar penilaian kondisi suatu perusahaan, untuk itu dibutuhkan suatu alat analisis untuk bias menilainya. Alat analisis yang dimaksud adalah rasio-rasio keuangan. Ada beberapa pengukuran kinerja terhadap profitabilitas perusahaan dimana masing-masing pengukuran dihubungkan dengan volume penjualan, total aktiva dan modal sendiri. Secara keseluruhan ketiga pengukuran ini akan memungkinkan seorang analis untuk mengevaluasi tingkat earning dalam hubungannya dengan volume penjualan jumlah aktiva dan investasi tertentu dari pemilik perusahaan.

Penelitian – penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dan teori *pecking order* dan *trade off* sudah banyak dilakukan oleh peneliti terdahulu. Beberapa penelitian tersebut diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Yusraini, Hardi, dan Septi Dwiani (2007) Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan *institutional ownership* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal, sedangkan struktur aktiva tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh D. Agus Harjito (2011). Hasil penelitian Harjito menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan positif tetapi tidak signifikan dengan struktur modal atau rasio hutang. Kedua, struktur aset memiliki hubungan positif dan signifikan dengan struktur modal atau rasio hutang. Ketiga, ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dan signifikan dengan rasio hutang. Dan

profitabilitas juga terbukti memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan struktur modal atau rasio hutang. Namun, penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Merna Surjadi dan Sarton Sinambela (2014). Menurut hasil penelitian mereka profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan dan likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

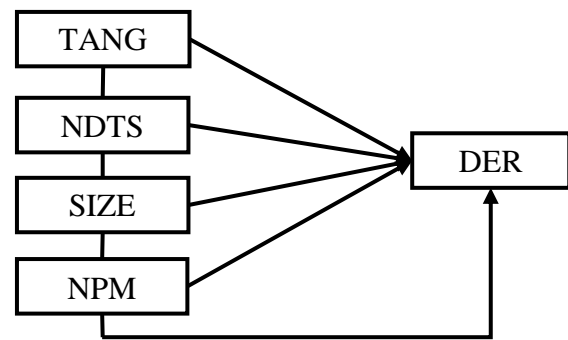
Selain itu, juga terdapat beberapa penelitian lain yang meneliti tentang struktur modal antara lain, Mat Kila Suhaila and Wan Mansor Wan Mahmood (2008) dengan hasil penelitian yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Md. Faruk Hossain dan Prof. Dr. Md. Ayub Ali (2012) juga menyatakan bahwa profitabilitas, *tangibility*, likuiditas, dan kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif signifikan dengan *leverage*.

METHODOLOGI PENELITIAN

Kerangka Penelitian

Dalam penelitian ini variabel dependennya adalah struktur modal. Sedangkan untuk variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari struktur aktiva, dan fasilitas perpajakan yang mewakili teori *Trade Off*. Variabel ukuran perusahaan, dan profitabilitas sebagai faktor yang mewakili teori *Pecking Model*.

Penelitian ini akan menguji pengaruh variabel struktur aktiva, fasilitas perpajakan, ukuran perusahaan dan profitabilitas secara parsial terhadap struktur modal. Penelitian ini juga akan menguji pengaruh variabel struktur aktiva, fasilitas perpajakan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas secara simultan terhadap struktur modal.



Gambar 1. Kerangka pemikiran teoritis

Hipotesis

1. Struktur Aktiva berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
2. Fasilitas Perpajakan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
3. Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal.
4. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan Struktur Modal.
5. Struktur Aktiva, Fasilitas Perpajakan, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu berupa data sekunder atau tidak langsung, berupa laporan keuangan tahunan perusahaan bidang farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Struktur Aktiva*, *Penyusutan*, *Ukuran Perusahaan*, dan *Net Profit Margin (NPM)*. Data yang digunakan didapat dari *Indonesian stock exchange* (Bursa Efek Indonesia) dengan periode tahun 2011 – 2017.

Populasi dan Sample Penelitian

Dalam penelitian ini populasi yang digunakan adalah semua perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2011-2017. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Beberapa kriteria pemilihan sampel tersebut adalah :

1. Perusahaan di bidang farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2011-2017.
2. Tersedia data laporan keuangan tahunan selama kurun waktu penelitian (periode 2011 sampai 2017), yaitu variabel DER (struktur modal), NPM (probabilitas), dan Total Aset (*size*), *Non-Debt Tax Shield* (NDTS), dan Total Aktiva (Struktur Aktiva) yang telah diaudit di BEI.

Berdasarkan kriteria di atas, diperoleh 7 perusahaan farmasi sebagai sampel dalam penelitian ini:

Tabel 1. Daftar Sample Penelitian

NO	NAMA PERUSAHAAN
1	Darya Varia Laboratora Tbk
2	Indofarma (Persero) Tbk
3	Kimia Farma (Persero) Tbk
4	Kalbe Farma Tbk
5	Merck Indonesia Tbk
6	Pyridam Farma Tbk
7	Tempo Scan Pasific Tbk

Suber : Bursa Efek Indonesia

Definisi Operasional Variabel

Struktur modal dapat diukur dengan rasio perbandingan antara total utang terhadap modal sendiri yang biasa disebut *debt to equity ratio (DER)*

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total modal}}$$

Struktur Aktiva adalah perimbangan atau perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva

$$\text{Struktur Aktiva} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Fasilitas Perpajakan diukur dengan menggunakan perbandingan antara jumlah depresiasi dengan total aktiva.

$$NDTS = \frac{\text{jumlah depresiasi}}{\text{total aktiva}}$$

Ukuran perusahaan diukur menggunakan jumlah total aset yang dimiliki perusahaan

$$Size = \ln \text{ Total Sales}$$

Profitabilitas diukur dengan menggunakan Net Profit Margin (NPM) yang merupakan perbandingan antara jumlah laba setelah pajak yang tersedia

dengan jumlah penjualan bersih yang menghasilkan laba tersebut

$$NPM = \frac{\text{Laba Bersih setelah Pajak}}{\text{Penjualan}}$$

Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi linear berganda. Analisis regresi berganda berfungsi untuk menguji pengaruh antara variabel independen yaitu Struktur Aktiva (TANG), Fasilitas Perpajakan (NDTS), Ukuran Perusahaan (SIZE) dan Profitabilitas (NPM) terhadap variabel dependennya yaitu Struktur Modal (DER) pada sektor farmasi di BEI.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

a. Normalitas

Hasil pengujian normalitas dapat dilihat di tabel 2 berikut ini :

Tabel 2 Hasil Uji Normalitas

		Unstandardized Residual
N		49
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.49747791
Most Extreme Differences	Absolute	.088
	Positive	.088
	Negative	-.049
Test Statistic		.088
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{c,d}

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Dalam tabel penelitian di atas menunjukkan bahwa data tersebut berdistribusi secara normal. Hal ini ditunjukkan yaitu nilai Asymp. Sig. (2-tailed) yaitu 0,200 lebih besar dari nilai signifikan yaitu 0,05 (0,200 > 0,05).

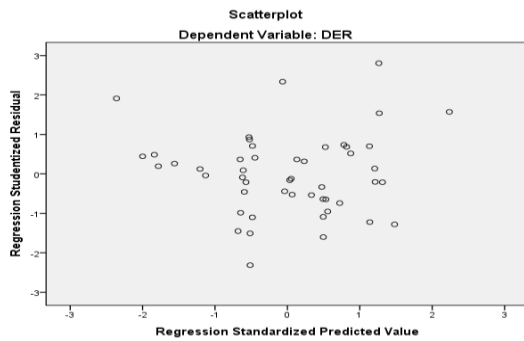
b. Uji Heterokedastisitas

Salah satu cara untuk menguji heterokedastisitas yaitu dengan menggunakan *scatterplot*. Dari gambar 1 di bawah yaitu uji heterokedastisitas dengan menggunakan *scatterplot* menunjukkan bahwa olahan data tersebut homokedastisitas atau tidak

terjadi heteroskedastisitas. Hal ini ditunjukkan titik-titik pada gambar diatas menyebarkan pada sumbu Y yaitu ditatas 0 dan dibawah 0.

Berikut ini adalah gambar uji heteroskedastisitas dengan menggunakan *scatterplot*.

Gambar 2 Hasil Uji Heterokedastisitas



Hasil uji multikolonieritas dapat dilihat pada tabel di bawah ini :

Tabel 3

Uji Multikolonieritas

Coefficients ^a			
Collinearity Statistics			
Model		Tolerance	VIF
1	TANG	.161	6.218
	NDTS	.211	4.738
	SIZE	.639	1.566
	NPM	.338	2.958

a. Dependent Variable: DER

Menurut tabel di atas, menunjukkan bahwa tidak terjadinya multikolonieritas. Hal ini ditunjukkan bahwa nilai tolerance dari masing-masing variabel independen di atas 10% atau di atas 0,1 dan nilai dari VIF dari masing-masing dari variabel independen tersebut dibawah 10, sehingga variabel independen tersebut memenuhi syarat bebas dari multikolonieritas.

c. Pengujian Hipotesis

Adapun hasil pengujian regresi linier berganda dapat dilihat pada tabel, dibawah ini:

Tabel 4

Hasil Analisis Linier Berganda untuk Uji t

Coefficients ^a				
Model	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.

	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	3.374	.755		4.469	.000
TANG	1.647	.650	.472	2.535	.015
NDTS	-	4.502	-.849	-	.000
SIZE	-.087	.026	-.311	-	.002
NPM	-3.042	.843	-.463	-	.001

Dari hasil analisis regresi linier berganda tersebut diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$Y = 3,374 + 1,647X_1 - 23,504X_2 - 0,087X_3 - 3,042X_4 + e$$

Keterangan :

- Y = Struktur Modal (*DER*)
- X1 = Struktur Aktiva (*TANG*)
- X2 = Fasilitas Perpajakan (*NDTS*)
- X3 = Ukuran Perusahaan (*SIZE*)
- X4 = Profitabilitas (*NPM*)
- e = error term atau derajat kesalahan

d. Pengujian secara simultan (Uji F)

Dari hasil *output analisis* regresi dapat diketahui nilai F seperti pada tabel, berikut ini:

Tabel 5 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda untuk uji F

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.395	4	1.349	33.826	.000 ^b
	Residual	1.754	44	.040		
	Total	7.149	48			

a. Dependent Variable: DER

b. Predictors: (Constant), TANG, NDTS, SIZE, NPM

Data dari tabel 4.7 diatas dapat kita lihat bahwa nilai signifikansi sebesar 0,000 yang artinya lebih kecil dari 0,05 (0,000 < 0,05). Hal ini berarti variabel-variabel independen Struktur Aktiva, Fasilitas Perpajakan, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen Struktur Modal.

e. Pengujian secara parsial (Uji t)

Penjelasan hasil uji t untuk masing-masing variabel independen sebagai berikut :

- a. Variabel independen Struktur Aktiva (*TANG*) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal

(DER) karena dilihat dari nilai Sig. TANG yaitu 0,015 ($0,015 < 0,05$) dan nilai koefisien regresi TANG yaitu (1,647)

- b. Variabel independen Fasilitas Perpajakan (NDTS) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (DER) karena dilihat dari nilai Sig, NDTS yaitu 0,000 ($0,000 < 0,05$) dan nilai koefisien regresinya (-23,504)
- c. Variabel independen Ukuran Perusahaan (SIZE) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (DER) karena dilihat dari nilai Sig. SIZE yaitu 0,002 ($0,002 < 0,05$) dan nilai koefisien regresinya yaitu (-0,087)
- d. Variabel independen Profitabilitas (NPM) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (DER) karena dilihat dari nilai Sig. NPM yaitu 0,001 ($0,001 < 0,05$) dan nilai koefisien regresi NPM yaitu (-3,042)

f. Koefisien Determinasi (Adjusted R²)

Hasil koefisien determinasi dapat dilihat pada tabel, berikut ini :

Tabel 6 Hasil Analisis Koefisien Determinasi

Model Summary ^b					
Model	R	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson	
1	.905 ^a	.819	.519598732		1.275

a. Predictors: (Constant), TANG, NDTS, SIZE, NPM

b. Dependent Variable: DER

Tabel diatas menunjukkan bahwa nilai *Adjusted R²* sebesar 0,802 atau sebesar 80,2%. Nilai 80,2% menunjukkan bahwa persentase sumbangan pengaruh variabel independen yaitu Struktur Aktiva, Fasilitas Perpajakan, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas mampu menjelaskan sebesar 80,2% variabel dependen yaitu Struktur

Modal, sedangkan sisanya sebesar 19,8% dipengaruhi atau dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini.

Pembahasan

1. Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji analisis parsial variabel independen Struktur Aktiva (TANG) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (DER) karena dilihat dari nilai koefisien TANG yaitu 1.647 dan nilai signifikan TANG yaitu 0,015 ($0,015 < 0,05$). Hal ini sesuai dengan hipotesis pertama yaitu Struktur Aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Harjito (2011), Bandyopadhyay dan Barua (2016), dan Bayrakdaroglu (2013) yang juga menyatakan bahwa Struktur Aktiva (*Tangibility*) berpengaruh secara signifikan terhadap Struktur Modal.

Struktur Aktiva perusahaan yang diukur dengan menggunakan Tangibilitas menunjukkan perbandingan aktiva tetap perusahaan dengan total asset yang dimiliki. Ketika sebuah perusahaan memiliki asset tetap yang banyak, maka perusahaan tersebut dapat menggunakannya sebagai jaminan untuk mendapatkan pinjaman berupa utang. Sehingga diharapkan akan mempermudah perusahaan mendapatkan pinjaman dari pihak ketiga. Dengan kata lain, semakin tinggi nilai struktur aktiva suatu perusahaan maka akan semakin tinggi pula struktur modalnya.

2. Pengaruh Fasilitas Perpajakan Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji analisis parsial variabel independen Fasilitas Perpajakan (NDTS) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (DER) karena dilihat dari nilai koefisien NDTS yaitu -23.504 dan nilai signifikan NDTS yaitu 0,000 ($0,000 < 0,05$). Hal ini sesuai dengan hipotesis kedua yaitu Fasilitas Perpajakan berpengaruh negatif terhadap struktur

modal. Hasil penelitian in mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Bayrakdaroglu (2013).

Non-Debt Tax Shield (NDTS) merupakan suatu jenis beban dalam perpajakan yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak. Dengan adanya NDTS maka perusahaan dapat mengurangi jumlah pajak yang harus dibayarkannya. Dengan adanya pengurangan ini maka laba ditahan perusahaan akan mengalami peningkatan. Laba ditahan ini nantinya dapat digunakan oleh perusahaan sebagai alternatif pendanaannya. Dalam Teori *Pecking Model* dan Teori *Trade Off* sama-sama menyatakan bahwa pendanaan internal merupakan alternatif pendanaan yang paling disukai oleh perusahaan dan akan mengurangi alternatif pendanaan dari pihak ketiga. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi nilai *Non-Debt Tax Shield* perusahaan maka akan semakin kecil nilai struktur modalnya.

3. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji analisis parsial variabel independen Ukuran Perusahaan (*SIZE*) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (*DER*) karena dilihat dari nilai koefisien *SIZE* yaitu -0,087 dan nilai signifikan *SIZE* yaitu 0,002 ($0,002 < 0,05$). Hal ini sesuai dengan hipotesis ketiga yaitu Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Yusralaini (2007), Margaretha dan Ramadhan (2010), Mat Kiladan Wan Mansor(2008), serta penelitian Bandyopadhyay dan Barua (2016).

Ukuran Perusahaan sangat mempengaruhi kebijakan dalam menentukan sumber pendanaannya. Perusahaan yang besar yang diukur dari total penjualan cenderung mampu mendanai perusahaan dari sumber internalnya. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan penjualan yang tinggi, cenderung akan memperoleh laba yang tinggi juga. Hal ini akan membuat struktur

modalnya cenderung kecil, karena perusahaan akan lebih memilih menggunakan laba ditahannya sebagai alternatif sumber pendanaan. Hal ini juga sesuai dengan teori *Pecking Model* dan teori *Trade Off* dimana kedua teori tersebut menyatakan bahwa sumber pendanaan internal perusahaan merupakan alternatif utama yang dipilih oleh perusahaan.

4. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji analisis parsial variabel independen Profitabilitas (*NPM*) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (*DER*) karena dilihat dari nilai koefisien *NPM* yaitu -3,042 dan nilai signifikan *NPM* yaitu 0,001 ($0,001 < 0,05$). Hal ini sesuai dengan hipotesis keempat yaitu Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Harjito (2011), Jahanzeb (2013), Singh (2016), Hossain dan Ali (2012), serta penelitian yang dilakukan oleh Bandyopadhyay dan Barua (2016).

Berdasarkan teori *Pecking Model* dan teori *Trade Off* alternatif pendanaan perusahaan yang utama adalah pendanaan internal. Profitabilitas perusahaan yang tinggi akan memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan perusahaan dengan pendanaan internal. Hal ini akan mengakibatkan struktur modalnya mengecil. Dengan kata lain, semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, maka akan semakin kecil struktur modalnya.

5. Relevansi Teori *Pecking Model* Dan *Trade Off*

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa Struktur Aktiva berpengaruh positif dengan struktur modal perusahaan. Hal ini disebabkan karena aktiva tetap perusahaan dapat digunakan sebagai jaminan untuk memperoleh utang. Sedangkan variabel-variabel independen lain yaitu Fasilitas Perpajakan, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas berpengaruh negatif dengan struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan secara tidak langsung ketiga variabel tersebut mempengaruhi

laba yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi laba perusahaan maka utang perusahaan akan semakin kecil.

Berdasarkan teori *Pecking Model* dan teori *Trade Off* alternatif pendanaan perusahaan yang utama adalah pendanaan internal. Dengan kata lain laba perusahaan merupakan alternatif pendanaan utama. Berdasarkan teori tersebut semakin tinggi laba perusahaan, maka utang perusahaan akan semakin kecil. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa teori *Pecking Model* dan *Trade Off* masih relevan digunakan sebagai teori yang mempengaruhi struktur modal.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk menguji teori *Pecking Model* dan teori *Trade Off*. Pengujian dilakukan dengan melihat pengaruh struktur aktiva (TANG) dan Fasilitas Perpajakan (NDTS) sebagai 2 variabel yang mewakili teori *Trade off*, serta ukuran perusahaan (*SIZE*) dan profitabilitas (NPM) sebagai 2 variabel yang mewakili teori *Pecking Model*. Dari hasil penelitian ini maka dapat disimpulkan bahwa :

1. Variabel independen Struktur Aktiva (TANG) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (DER).
2. Variabel independen Fasilitas Perpajakan (NDTS) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (DER).
3. Variabel independen Ukuran Perusahaan (*SIZE*) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (DER).
4. Variabel independen Profitabilitas (NPM) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (DER).
5. Secara simultan variabel independen Struktur Aktiva (TANG), Fasilitas Perpajakan (NDTS), Ukuran Perusahaan (*SIZE*), dan Profitabilitas (NPM) berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal (DER).

6. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa teori *Pecking Model* dan *Trade Off* masih relevan digunakan sebagai teori yang mempengaruhi struktur modal.

Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Penelitian dilakukan dengan menggunakan periode pengamatan yang relatif masih pendek dan jumlah perusahaan yang sedikit, yaitu tahun 2011–2017 dengan 7 perusahaan sampel, sehingga jumlah sampel yang digunakan masih sangat terbatas.
- 2) Variabel yang digunakan dalam penelitian ini masih terbatas, hal ini terbukti masih terdapat 19,8% variabel lain yang memengaruhi struktur modal perusahaan. Hal ini terjadi karena faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh teori *Pecking Model* dan *Trade Off*, namun juga faktor-faktor lain seperti ekonomi makro (inflasi, nilai tukar rupiah dan lain-lain).
- 3) Keterbatasan referensi yang dimiliki penulis belum begitu lengkap untuk menunjang proses penelitian ini sehingga terjadi banyak kekurangan dalam mendukung teori ataupun pemecahan masalah yang diajukan.
- 4) Keterbatasan waktu dan biaya juga mempengaruhi penelitian ini yang hanya meneliti faktor yang fundamental sehingga faktor eksternal kurang begitu diperhatikan.

Saran

Saran yang dapat diberikan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan variasi variabel lain yang mungkin akan berpengaruh terhadap struktur modal, serta penggunaan proksi lain yang berbeda yang dapat mencerminkan variabel struktur aktiva, fasilitas perpajakan, ukuran perusahaan dan profitabilitas.
2. Menggunakan data yang lebih banyak serta rentan waktu penelitian yang lebih

panjang, sehingga dapat menghasilkan penemuan yang lebih akurat dan hasil yang lebih baik

3. Mengingat adanya keterbatasan dalam penelitian ini, maka bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk melakukan perluasan penelitian. Perluasan penelitian yang dimaksud adalah tidak hanya terbatas pada faktor-faktor di dalam laporan keuangan saja, tetapi juga faktor-faktor ekonomi makro seperti tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, tingkat suku bunga, dan lain-lain yang belum dipertimbangkan dalam penelitian ini. Selain itu juga perlu untuk menambah atau meleiti teori-teori lain yang berkaitan dengan struktur modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad Rodoni dan Herni Ali. 2010. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Bambang Riyanto. 2010. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, ed. 4, BPFE-YOGYAKARTA.
- Bandyopadhyay, A., and Barua, N. 2016. *Factors Determining Capital Structure and Corporate Performance in India: Studying the Business Cycle Effects*, Quarterly Review of Economics and Finance
- Bayrakdaroglu, A., Ege, I., Yazıcı, N. 2013. *A panel data analysis of capital structure determinants: Empirical results from Turkish capital market*. International Journal of Economics and Finance, Vol. 5 No. 4.
- Brigham, Eugene F dan Ehrhardt, Michael C. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesebelas. Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Damayanti. 2013. *Pengaruh Stuktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Peluang Bertumbuh Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal (Studi Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)*. Jurnal Prespektif Bisnis, Vol.1, No.1, Juni 2013, ISSN : 2338-5111
- Darminto dan Manurung, AH. 2008. *Pengujian Teori Trade-Off Dan Teori Pecking Order Dengan Satu Model Dinamis Pada Perusahaan Publik Di Indonesia*. Integritas-Jurnal Manajemen Bisnis. Vol 1 No. 1.
- Fitriwati, Riska. 2012. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Struktur Modal (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2011)*.
- Frank, MZ. dan Goyal, VK. 2009. *Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?* Financial Management.
- Frank, MZ. dan VK. Goyal. 2005. *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*. Hong Kong University of Science & Technology.
- Ghozali. 2013. *Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Edisi Ketujuh. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Harjito, D Agus. 2011. *Teori Pecking Order Dan Trade-Off Dalam Analisis Struktur Modal Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Siasat Bisnis, Vol. 15 No. 2.
- Hary dan Wiksuana. 2015. *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, dan Non-Debt Tax Shield terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Telekomunikasi Di Bursa Efek Indonesia*, E-jurnal Manajemen Unud, Vol. 4, No. 5
- Hidayat, L., dan Achmad, N. 2013. *Pengaruh Manajemen Aset Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan*. Jurnal Ilmiah Manajemen Kesatuan, Vol. 1 No. 1, 23-38.
- Hossain, M.F., Ali, A.M. 2012. *Impact of firm-specific factors on capital structure decision: An empirical study of Bangladeshi companies*. International Journal of Business Research and Management. Vol. 3 No. 4
- Jahanzeb, Agha. Rehman, Saif Ur. Bajuri, Norkhairul Hafiz. Karami, Meisam. dan Ahmadimousaab, Aiyoub. 2013. *Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital*

- Structure Theories*. International Journal of Management and Commerce Innovations (IJMCI). Vol. 1 Issue. 1
- Kasmir, Dr. 2012. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta. PT. Raja Grafindo Persada
- Kasmir. 2010. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Mardiyanto, Handono. 2009. *Intisari Manajemen Keuangan*. Jakarta : Grasindo
- Margaretha, Farah. dan Aditya Rizky Ramadhan. 2010. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Industri Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol. 12 No. 2.
- Mat Kila, S., dan Wan Mansor, W. 2008. *Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies*. Journals of Applied Finance, 15(7), 19-25
- Muhammadiyah. 2017. *Pengaruh Cost Of Financial Distress, Dan Non-Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal Perusahaan Sub Sektor Otomotif Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2016*. Jurnal I-Finance Vol. 1. No. 1
- Noor, Juliansyah Dr., 2011. *Metodologi Penelitian: Skripsi, Tesis, Disertasi, dan Karya Ilmiah*. Edisi Pertama. Jakarta: Prenadamedia Group.
- Qudriah, Desriana Nurul dan Abdul Muid. 2014. *Pengaruh Perubahan Tarif Pajak Penghasilan Wajib Pajak Badan dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan*. Journal of Accounting. Vol. 3 No. 2, pp: 1-9.
- Sari, Ni Putu Ayu Pudak. 2014. *Faktor – Faktor Yang Memengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2012*. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana. Vol. 7 No. 1.
- Singh, Dharmendra. 2016. *A Panel Data Analysis of Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Non-Financial Firms in Oman*. International Journal of Economics and Financial Issues. Vol. 6 Issue. 4. ISSN: 2146-4138
- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta
- Surjadi Merda, Sinambela Sarton. 2014. *Faktor Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur*. Jurnal Akuntansi Bisnis, Vol. 9 No. 2
- Suryabrata. 2010. *Metodologi Penelitian*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Ticoalu, Rouben Meldrick Andrew. *Factor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan di sektor agriculture yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011*. Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya, Vol. 2 No. 2, 17-18.