

PECKING ORDER THEORY: PENGARUH PROFITABILITAS DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN PADA KEPUTUSAN PENDANAAN PERUSAHAAN

Putu Sri Mae Yanti Dewi¹
Dewa Gede Wirama²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
Email/nomor telepon: yanti.dewiyanti@gmail.com/089618978549

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji validitas *pecking order theory* dalam menjelaskan preferensi keputusan pendanaan perusahaan melalui faktor-faktor penentu utama, yaitu profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Metode penentuan sampel yang digunakan adalah metode *non probability sampling* dengan teknik *purposive sampling*. Teknik analisis yang digunakan adalah uji regresi logistik. Berdasarkan hasil penelitian dengan 90 perusahaan sampel, disimpulkan bahwa (1) profitabilitas tidak berpengaruh pada keputusan pendanaan perusahaan, dan (2) berlawanan dengan hipotesis, pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif pada keputusan pendanaan perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa pola keputusan pendanaan perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak sesuai dengan prediksi *pecking order theory*.

Kata kunci: pecking order theory, profitabilitas, pertumbuhan, keputusan pendanaan.

ABSTRACT

The aim of this research is to examine the validity of the pecking order theory in explaining companies' preferences in making financing policy through two main factors, i.e. profitability and growth. This research was conducted on companies listed in the Indonesian Stock Exchange in 2011-2015. Sample chosen by non-probability sampling method with purposive sampling technique. The analysis technique used was logistic regression. Based on the results of the analysis using 90 companies as sample, it can be concluded that: (1) profitability has no effect on financing policy, and (2) contrary to the research hypothesis, growth has negative effect on financing policy. The result indicates that the order of financing preferences in Indonesia is not in accordance with the prediction of the pecking order theory.

Keywords: pecking order theory, profitability, growth, financing policy.

PENDAHULUAN

Perkembangan ekonomi saat ini mendorong semakin ketatnya persaingan antar perusahaan. Perusahaan dituntut untuk mampu merumuskan strategi yang efektif dan efisien dalam upaya meningkatkan nilai perusahaannya. Strategi tersebut

mencakup keputusan-keputusan keuangan yang berorientasi pada laba, yaitu meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan operasional. Keputusan pendanaan merupakan objek utama dalam penelitian ini.

Keputusan pendanaan adalah keputusan keuangan yang mencakup aktivitas-aktivitas pembiayaan investasi maupun operasional perusahaan (Wiagustini, 2013:6). Hal ini terkait dengan upaya pencarian sumber dana yang paling ekonomis atau dengan kata lain pencarian sumber dana dengan biaya modal terendah untuk memenuhi jumlah tertentu. Keputusan pendanaan berhubungan erat dengan struktur modal yang akan terbentuk dan berimplikasi pada biaya modal yang menjadi bagian terpenting dalam pembentukan nilai perusahaan (Jumono *et al.*, 2013). Struktur modal mengacu pada proporsi sumber pendanaan perusahaan berupa sumber dana ekuitas dan utang, dimana perusahaan harus menentukan kombinasi struktur modal yang mampu mengoptimalkan nilai perusahaan.

Pecking Order Theory mampu menjelaskan preferensi perusahaan dalam menentukan struktur modal optimal. Teori ini menyatakan bahwa terdapat tata urutan keputusan pendanaan perusahaan dalam menentukan struktur modal optimal, yaitu memilih sumber dana internal dan kemudian sumber dana eksternal, dengan urutan utang terlebih dahulu dan sekuritas ekuitas sebagai alternatif terakhir. Sumber dana internal yang dimaksud adalah laba ditahan dan cadangan depresiasi aktiva tetap. Perusahaan lebih menyukai sumber dana internal karena tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi kepada pihak eksternal berupa prospektus perusahaan (Noor, 2015). Jumlah sumber dana internal sering

kali tidak mampu membiayai seluruh aktivitas investasi dan operasional perusahaan. Defisit pendanaan internal menunjukkan kondisi dimana kas internal yang dihasilkan dari aktivitas operasional perusahaan tidak mampu untuk mendanai aktivitas-aktivitas perusahaan (baik aktivitas investasi maupun operasional perusahaan) di masa yang akan datang. Ketika terdapat defisit pendanaan internal, maka perusahaan akan beralih ke sumber dana eksternal dengan mendahulukan sumber dana utang daripada menerbitkan sekuritas ekuitas.

Pecking Order Theory juga menjelaskan mengenai terjadinya asimetri informasi atas penggunaan sumber dana eksternal antara manajemen perusahaan dan investor, dimana informasi yang lebih komprehensif mengenai kondisi perusahaan saat ini dan prospek masa depan perusahaan hanya dimiliki oleh salah satu pihak, yaitu manajemen perusahaan. Peningkatan penggunaan utang cenderung direspon sebagai suatu *good news* dan penerbitan sekuritas ekuitas sebagai suatu *bad news*. Adanya peningkatan jumlah penggunaan utang memberi keyakinan pada investor bahwa hal tersebut merupakan cara perusahaan menyampaikan informasi mengenai keyakinan manajemen atas labaperusahaan di masa depan, sehingga tidak perlu mengkhawatirkan pembayaran utang dan biaya bunga atas utang tersebut.

Teori ini didukung oleh beberapa studi empiris seperti penelitian Apriani (2009), Wardianto (2012), serta Mahardhika dan Aisjah (2013) yang membuktikan perusahaan di Indonesia mengikuti pola pendanaan sesuai *Pecking Order Theory*. Pola pendanaan sesuai *Pecking Order Theory* juga ditemukan di perusahaan elektronik Hongkong oleh Chang & Song (2013) dan di perusahaan-

perusahaan Eropa Utara oleh Laisi (2016). Fenomena menarik terjadi beberapa tahun terakhir di Indonesia. Penggalangan dana melalui skema *right issue* mengalami peningkatan yang cukup drastis. Tren ini terjadi akibat tidak adanya harmonisasi kebijakan dan kondisi likuiditas perbankan yang semakin ketat, sehingga perusahaan cenderung beralih kepada penerbitan saham baru untuk mendanai aktivitas perusahaannya maupun untuk mempertahankan rasio utang optimal (Investor Daily, 2016). PT. XL Axiata, Tbk dan PT. MNC Kapital Indonesia, Tbk merupakan perusahaan yang akan secara besar-besaran melakukan penerbitan saham baru. Fenomena ini tentu bertentangan dengan *Pecking Order Theory* yang menjelaskan bahwa penerbitan saham merupakan alternatif terakhir bagi perusahaan dalam menggalang dana.

Ketidaksesuaian pola pendanaan perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan *Pecking Order Theory* ditemukan melalui studi empiris oleh Darminto dan Manurung (2008) dan Ruslim (2009). Pola pendanaan yang bertentangan dengan *Pecking Order Theory* juga ditemukan pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Pakistan oleh Jibrán *et al.* (2012), pada perusahaan-perusahaan di Eropa oleh Machielsén (2013), serta pada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat oleh Frank and Goyal (2003). Hal-hal tersebut memotivasi peneliti untuk menguji kembali validitas *Pecking Order Theory* sebagai preferensi pola keputusan pendanaan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui faktor-faktor penentu utama, yaitu profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Lokasi penelitian tidak terfokus pada salah satu sektor

atau kelompok perusahaan, sehingga hasil penelitian diharapkan mampu mengeneralisasi pola pendanaan perusahaan di Indonesia dengan lebih baik.

Profitabilitas mengukur kemampuan manajemen perusahaan dalam menghasilkan laba melalui aktivitas-aktivitas operasional dalam suatu periode tertentu. Profitabilitas menjadi faktor yang patut dipertimbangkan dalam memilih sumber dana eksternal. Penelitian ini mengestimasi profitabilitas melalui *Return on Equity* (ROE) yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atas modal sendiri yang dimiliki. *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa semakin baik profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi proporsi utang yang dimiliki dibandingkan dengan proporsi ekuitasnya. Pernyataan ini didukung oleh Oetama *et al.* (2008) serta Hardiningsih & Oktaviani (2012), namun Deari and Deari (2009) menemukan bahwa semakin baik profitabilitas maka semakin kecil proporsi penggunaan utang perusahaan. Laily (2013) menemukan bahwa tidak adanya hubungan antara profitabilitas dengan keputusan pendanaan perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan memberi gambaran mengenai perkembangan perusahaan pada periode saat ini dibandingkan dengan periode sebelumnya. Pertumbuhan perusahaan juga menentukan keberhasilan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaannya. *Pecking Order Theory* menyatakan semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin besar dana yang dibutuhkan dalam mengembangkan usahanya. Pada kondisi seperti ini, manajemen perusahaan akan berusaha memenuhi kebutuhan dana melalui sumber-sumber dana eksternal melalui utang terlebih dahulu dan kemudian melalui sekuritas ekuitas. Pernyataan ini didukung melalui studi empiris oleh Joni & Lina (2010) serta Chen & Chen

(2010). Hasil yang berbeda ditemukan oleh Gaud *et al.* (2003) yang menyimpulkan bahwa semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka semakin kecil proporsi penggunaan utangnya, namun Widayanti *et al.* (2016) tidak menemukan adanya hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan keputusan pendanaan perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut, maka rumusan masalah yang menjadi fokus dalam penelitian ini adalah apakah profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan yang terdaftar di BEI. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh positif profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan pada keputusan pendanaan perusahaan yang terdaftar di BEI. Penelitian diharapkan dapat memberikan kegunaan baik secara teoritis dan secara praktis. Secara teoritis penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris dan menambah referensi mengenai pola keputusan pendanaan berdasarkan *Pecking Order Theory*, khususnya mengenai faktor profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan yang terdaftar di BEI. Secara praktis penelitian dapat menjadi bahan pertimbangan dalam menetapkan kebijakan perusahaan dan pengambilan keputusan pendanaan oleh manajemen perusahaan serta bagi pihak investor dan pemakai laporan keuangan lainnya dalam merespon tindakan perusahaan yang terkait dengan keputusan pendanaan perusahaan bersangkutan.

Teori utama atau *grand theory* pada penelitian ini adalah *Pecking Order Theory*. Donaldson (1961) adalah orang pertama yang mendeskripsikan preferensi perusahaan dalam suatu tata urutan pendanaan, yaitu melalui sumber dana internal

terlebih dahulu dan kemudian sumber dana eksternal. Teori ini disempurnakan kembali oleh Stewart C. Myers yang menjelaskan model teoritis keputusan pendanaan dengan menghubungkan kebutuhan sumber dana eksternal dalam struktur modal suatu perusahaan. *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa terdapat tata urutan keputusan pendanaan perusahaan dalam menentukan struktur modal optimal, yaitu memilih sumber dana internal dan kemudian sumber dana eksternal, dengan urutan utang terlebih dahulu dan sekuritas ekuitas sebagai alternatif terakhir.

Beberapa asumsi yang digunakan terhadap perilaku pendanaan perusahaan dalam *Pecking Order Theory* adalah sebagai berikut (Myers, 1984): 1) Asumsi pertama, sumber dana internal merupakan sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan, 2) Asumsi kedua, perusahaan melakukan penyesuaian target *dividend payout ratio* (DPR) berdasarkan peluang-peluang investasi yang menguntungkan, walaupun kebijakan dividen perusahaan bersifat kakudan penyesuaian target DPR hanya dilakukan secara bertahap terhadap peluang investasi yang menguntungkan, 3) Asumsi ketiga, fluktuasi laba dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi berhadapan dengan kebijakan dividen perusahaan yang bersifat kaku, mengimplikasi bahwa jumlah sumber dana internal kemungkinan lebih atau kurang dari pengeluaran investasi yang dibutuhkan, dan 4) Asumsi keempat, jika sumber dana eksternal diperlukan, maka perusahaan mencari sumber dana yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan memulai dari utang, lalu sekuritas *hybrid* berupa obligasi konvertibel, dan sekuritas ekuitas menjadi alternatif terakhir.

Pecking Order Theory juga menjelaskan adanya asimetri informasi yang dimiliki oleh manajemen perusahaan dan investor dalam kaitannya dengan sumber dana eksternal. Dalam hal ini, manajemen memiliki informasi yang lebih komprehensif tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Manajemen perusahaan memiliki informasi mengenai besarnya *net present value* sebuah peluang investasi dan besarnya nilai keuntungan yang didapatkan, sedangkan investor hanya mampu memprediksi nilai distribusi keuntungan yang memungkinkan. Peningkatan utang akan direspon sebagai suatu *good news* oleh investor, sedangkan penerbitan sekuritas ekuitas akan direspon sebagai suatu *bad news*. Hal ini karena peningkatan utang dianggap sebagai cara manajemen dalam menginformasikan keyakinannya atas labaperusahaan di masa depan sehingga tidak perlu mengkhawatirkan pembayaran utang dan biaya bunga atas utang yang dimiliki tersebut.

Sunder & Myers (1999) kembali menyempurnakan *Pecking Order Theory*. Pada penelitiannya dibangun model asosiatif antara defisit pendanaan internal dengan tingkat penggunaan utang perusahaan. Penelitian tersebut ditemukan bahwa adanya hubungan satu-satu antara defisit pendanaan internal dengan tingkat penggunaan utang perusahaan. Hal ini berarti, jika terjadi defisit pendanaan internal, maka perusahaan akan beralih pada sumber dana utang, sedangkan saham bukanlah alternatif pendanaan eksternal yang dipilih.

Pecking order theory secara umum menjelaskan mengenai tata urutan pola keputusan pendanaan perusahaan. Keputusan pendanaan (*financing policy*) merupakan keputusan keuangan yang menyangkut pemenuhan kebutuhan dana

perusahaan dan pemilihan sumber-sumber pendanaannya. Perusahaan dituntut untuk memilih sumber pendanaan yang paling ekonomis, yaitu sumber dana dengan biaya modal terendah dari berbagai alternatif pendanaan yang tersedia. Dana tersebut akan dipergunakan untuk membiayai aktivitas investasi maupun aktivitas operasional perusahaan.

Keputusan pendanaan berkaitan dengan bagaimana kegiatan perusahaan akan didanai, bagaimana cara memperoleh kebutuhan dana untuk investasi, bagaimana sumber dana optimal akan dipertahankan, bagaimana komposisi penggunaan utang dan ekuitas, serta adakah pengaruh keputusan pendanaan ini terhadap nilai perusahaan. Secara sederhana, terdapat dua fungsi pendanaan yaitu sebagai berikut: Fungsi pertama, yaitu fungsi memperoleh dana, dimana dalam pelaksanaannya manajemen harus mengambil keputusan pemilihan alternatif pendanaan yang paling ekonomis, dan fungsi kedua, fungsi menggunakan dana atau alokasi dana, dimana dalam pelaksanaannya manajemen harus mengambil keputusan dalam memilih alternatif investasi yang menguntungkan.

Sisi pasiva dalam neraca perusahaan akan mencerminkan keputusan pendanaan perusahaan dan juga mencerminkan bagaimana komposisi struktur modal perusahaan (Wiagustini, 2013:6). Manajemen perusahaan dituntut untuk mampu menentukan kombinasi pendanaan yang terbaik atau struktur modal optimal. Beberapa hal yang menjadi bahan pertimbangan manajemen dalam memilih sumber dana meliputi biaya inkremental, fleksibilitas, waktu, pengendalian, dan risiko yang dihadapi.

Berbagai sumber pendanaan dapat dipilih perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya. Berdasarkan asalnya, sumber dana perusahaan dikelompokkan menjadi sumber dana internal dan sumber dana eksternal. Sumber dana internal merupakan dana yang dihasilkan melalui aktivitas operasional perusahaan, seperti laba ditahan dan akumulasi penyusutan aktiva tetap. Sedangkan, sumber dana eksternal merupakan dana yang didapatkan dari pihak luar perusahaan, seperti utang, obligasi, dan saham.

Berbagai sumber dana perusahaan yang tercermin pada sisi passiva neraca perusahaan membentuk struktur modal perusahaan tersebut. Struktur modal merupakan komposisi utang (*debt*) dan modal (*equity*) yang akan menentukan struktur keuangan jangka panjang suatu perusahaan. Utang memiliki karakteristik utama yaitu perusahaan berkewajiban untuk membayar kembali pada waktu tertentu tanpa memerhatikan kondisi keuangan perusahaan, termasuk beban bunga atas utang tersebut.

Terdapat dua motivasi yang melandasi perusahaan lebih menyukai sumber dana dari utang. Pertama, perusahaan akan mendapat keuntungan dari selisih bunga atas sebagian besar utang jumlahnya tetap dan pengembalian aset operasi bersih. Kedua, perusahaan mendapatkan manfaat pajak atas penggunaan utang karena beban bunga utang dapat mengurangi pajak. Alasan lainnya terkait dengan penghindaran dilusi kepemilikan saham dan perusahaan dengan utang yang membayar bunga tetap akan lebih menguntungkan dalam kondisi suku bunga yang naik. Karakteristik dari modal adalah tingkat pengembalian yang tidak pasti dan pola pembayaran kembali yang tidak menentu. Penggunaan modal memiliki

kelebihan dalam solvabilitas dan stabilitas perusahaan. Alasan lainnya adalah penggunaan modal untuk berinvestasi tidak menghadapi ancaman penarikan modal.

Komposisi yang tepat atas struktur modal perusahaan berdampak pada stabilitas keuangan perusahaan dan risiko-risiko kegagalan dalam melunasi utang. Keputusan pendanaan yang dibuat oleh manajemen perusahaan dituntut untuk mampu menciptakan suatu struktur modal optimal. Struktur modal optimal merupakan kombinasi struktur modal yang mampu mengoptimalkan nilai perusahaan bagi para pemegang saham (investor). Struktur modal memiliki peran penting dalam menentukan kemampuan perusahaan untuk merespon perubahan lingkungan bisnis terhadap nilai perusahaannya (Saif *et al.*, 2013). Kondisi dimana sumber-sumber dana internal perusahaan tidak mampu dalam mendanai aktivitas investasi maupun operasional perusahaan disebut dengan defisit pendanaan internal (Jong *et al.*, 2007). *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa jika terjadi defisit pendanaan internal, maka perusahaan akan beralih pada sumber-sumber dana eksternal. Defisit pendanaan internal dihitung dengan mempertimbangkan pembelanjaan modal (*capital expenditure*), pembayaran dividen (*dividend payment*), investasi jangka pendek (*current investment*), dan arus kas operasi (*operating cash flow*).

Pembelanjaan modal (*capital expenditure*) adalah penggunaan dana perusahaan untuk membeli sejumlah aset yang diperlukan dalam mendukung pertumbuhan perusahaan. Pembayaran dividen (*dividend payment*) berkaitan dengan pendistribusian keuntungan yang menjadi hak para pemegang saham.

Investasi jangka pendek (*current investement* atau *short-term investement*) adalah investasi perusahaan pada sekuritas-sekuritas yang dapat segera dicairkan dalam waktu kurang dari satu tahun. Arus kas operasi (*operating cash flow*) adalah arus kas yang didapatkan dari aktivitas operasional perusahaan. Arus kas operasi berhubungan erat dengan transaksi-transaksi yang berpengaruh pada penentuan laba perusahaan.

Profitabilitas menjadi salah satu faktor perusahaan dalam menentukan pilihan sumber pendanaannya. Profitabilitas merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui pengelolaan manajemen. Beberapa rasio keuangan seperti *Profit Margin*, *Return on Equity (ROE)*, dan *Return on Asset (ROA)* dapat mencerminkan profitabilitas suatu perusahaan. *Profit Margin* menggambarkan margin laba yang dihasilkan dari aktivitas operasional perusahaan. ROE menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui pengelolaan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. ROA mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui pengelolaan aktiva yang dimiliki perusahaan.

Pada penelitian ini, aspek profitabilitas akan diproksikan dengan ROE. ROE dihitung dengan membandingkan laba bersih setelah pajak terhadap modal awal perusahaan. Analisis ROE mampu memberikan informasi kepada pemegang saham mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atas dana yang telah diinvestasikan dalam perusahaan.

Perusahaan juga mempertimbangkan tingkat pertumbuhan perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaannya. Pertumbuhan perusahaan

menggambarkan perkembangan usaha pada periode saat ini dibandingkan dengan periode sebelumnya, dimana hal ini menggambarkan keberhasilan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaannya. Perusahaan yang bertumbuh membutuhkan dana yang cukup banyak untuk membiayai aktivitas perusahaannya. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi lebih baik menggunakan sumber dana eksternal melalui utang untuk menekan biaya keagenan yang mungkin muncul dari sumber dana ekuitas. Pertumbuhan perusahaan dapat dinilai dari pertumbuhan aset dan pertumbuhan penjualannya. Pertumbuhan perusahaan pada penelitian ini diestimasi melalui pertumbuhan penjualan perusahaan karena akan lebih tepat untuk menilai keberhasilan aktivitas operasional perusahaan.

Berdasarkan teori yang telah dikaji tersebut, peneliti dapat melakukan perumusan hipotesis. Hipotesis pada penelitian ini mengacu pada pengaruh profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan pada keputusan pendanaan perusahaan. Hipotesis pertama mengacu pada pengaruh profitabilitas pada keputusan pendanaan perusahaan. Profitabilitas yang diestimasi dengan ROE menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atas modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi menunjukkan adanya kinerja perusahaan yang baik dan kondisi perusahaan yang menjanjikan di masa yang akan datang. Sumber dana internal cenderung tidak mampu mendanai aktivitas investasi dan operasional perusahaan dalam upaya meningkatkan profitabilitas tersebut, sehingga perusahaan akan beralih pada sumber dana eksternal. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan dengan mudah mendapatkan kepercayaan dari kreditor. Kondisi tersebut mendorong

perusahaan untuk mencari dana melalui sumber dana utang, daripada sumber dana ekuitas yang berpotensi menimbulkan biaya-biaya keagenan.

Oetama *et al.* (2008), Hardiningsih & Oktaviani (2012), serta Roerink (2014) menemukan adanya pengaruh positif profitabilitas perusahaan pada tingkat penggunaan utang perusahaan. Berdasarkan paparan tersebut, maka rumusan hipotesis pertama adalah sebagai berikut:

H₁: Profitabilitas berpengaruh positif pada keputusan pendanaan perusahaan.

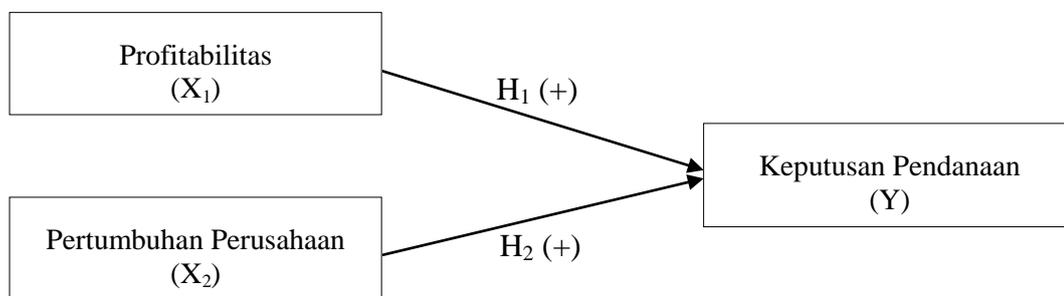
Hipotesis kedua mengacu pada pengaruh pertumbuhan perusahaan pada keputusan pendanaan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang diestimasi dengan pertumbuhan penjualan memberikan gambaran mengenai perkembangan perusahaan saat ini dibandingkan dengan periode sebelumnya. Perusahaan-perusahaan yang sedang bertumbuh akan membutuhkan banyak dana dalam pengembangan usahanya, sehingga sumber-sumber dana internal perusahaan sering kali tidak cukup untuk mendanai aktivitas-aktivitas perusahaan tersebut. Perusahaan yang sedang bertumbuh akan cenderung memilih sumber dana eksternal melalui utang, karena dipandang lebih murah dan lebih aman dibandingkan dengan sekuritas ekuitas. Alasan lainnya adalah dengan penggunaan utang, perusahaan dapat terhindar dari konflik-konflik keagenan yang seringkali muncul dari penggunaan dana ekuitas.

Penelitian Anderson (2009), Awan *et al.* (2010), dan Hermuningsih (2013) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif pada tingkat penggunaan utang perusahaan. Berdasarkan paparan tersebut, maka rumusan hipotesis kedua adalah sebagai berikut:

H₂: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif pada keputusan pendanaan perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian yang bersifat asosiatif dengan pendekatan kuantitatif. Secara sistematis, model penelitian yang digunakan dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Model Penelitian

Ruang lingkup atau wilayah penelitian ini adalah pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan objek pada penelitian yang berfokus pada keputusan pendanaan perusahaan. Data kuantitatif adalah jenis data yang digunakan dengan sumber data sekunder. Data dikumpulkan dengan metode observasi non-partisipan. Variabel bebas (*independent variable*) yang digunakan pada penelitian ini adalah profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan serta variabel terikat (*dependent variable*) pada penelitian ini adalah keputusan pendanaan.

Profitabilitas diestimasi dengan *return on equity* (ROE), karena ROE secara efektif mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atas modal sendiri yang dimiliki. ROE dihitung dengan membandingkan laba bersih

setelah pajak terhadap modal awal perusahaan. Secara matematis, ROE dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$ROE = \frac{EAT}{OE_{i,t-1}} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

- ROE: *Retrun on Equity*
- EAT: *Earnings After Tax*
- OE_{i,t-1}: *Total Owner's Equity* perusahaan i pada tahun t-1

Pertumbuhan perusahaan diestimasikan dengan pertumbuhan penjualan perusahaan. Secara matematis, pertumbuhan penjualan perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut: \

$$Growth = \frac{Sales_{i,t} - Sales_{i,t-1}}{Sales_{i,t-1}} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

- Growth*: Pertumbuhan Perusahaan
- Sales_{i,t}*: Total penjualan bersih perusahaan i pada tahun t
- Sales_{i,t-1}*: Total penjualan bersih perusahaan i pada tahun t-1

Keputusan pendanaan menggambarkan preferensi perusahaan terhadap pemilihan sumber dana eksternal dalam mendanai aktivitas investasi maupun operasional perusahaannya. Perusahaan yang memilih menerbitkan sekuritas ekuitas diwakili oleh perusahaan-perusahaan yang melakukan *right issue*. Sedangkan, perusahaan yang memilih menggunakan utang diwakili oleh perusahaan pada industri sejenis yang tidak melakukan *right issue* dengan nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) meningkat. Variabel dummy digunakan untuk mengukur keputusan pendanaan perusahaan dengan ketentuan sebagai berikut:

- a) Y = 1, jika perusahaan memutuskan menggunakan sumber pendanaan eksternal melalui penggunaan utang.

b) $Y = 0$, jika perusahaan memutuskan menggunakan sumber pendanaan eksternal melalui penerbitan sekuritas ekuitas.

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015. Sampel dipilih menggunakan metode *non-probability sampling* dengan teknik *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel dengan mengambil sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu.

Pertimbangan-pertimbangan yang digunakan dalam menentukan sampel yang akan diteliti adalah sebagai berikut: 1) Perusahaan yang melakukan *right issue* pada periode 2011-2015 atau tidak melakukan *right issue* dengan nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) meningkat sebagai *pairing group*, 2) Perusahaan tidak termasuk perusahaan teregulasi seperti perusahaan pada sub sektor keuangan, yaitu perbankan, lembaga pembiayaan, perusahaan efek, asuransi, dan lembaga keuangan lainnya. Hal ini untuk menghindari kemungkinan regulasi tertentu yang akan mempengaruhi variabel penelitian, 3) Perusahaan hanya satu kali melakukan *right issue* pada periode 2011-2015. Hal ini untuk menghindari *overlapping* pada analisis data, dan 4) Perusahaan tidak memiliki nilai ekuitas negatif.

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji regresi logistik. Persamaan model regresi logistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan:

- Y: Keputusan Pendanaan Perusahaan
- X₁: Profitabilitas (ROE)
- X₂: Pertumbuhan Perusahaan (*Growth*)

- α : Konstanta
 β_1, β_2 : Koefisien Regresi
 \ln : Logaritma natural
 p : Probabilitas
 ε : Error

Peneliti juga melakukan menganalisis statistik deskriptif untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik variabel yang diuji, uji koefisien determinasi untuk menilai kemampuan model dalam mengestimasi variasi variabel terikat, dan uji kelayakan model penelitian untuk menilai apakah model penelitian layak atau tidak.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai lembaga pasar modal Indonesia menyediakan informasi mengenai berbagai aktivitas bursa dan data terkait perusahaan-perusahaan yang telah *go public* di Indonesia. Salah satu informasi yang disediakan adalah mengenai aktivitas *right issue*, yaitu penawaran umum saham terbatas yang dilakukan oleh perusahaan untuk ditawarkan kepada pemegang saham lama dengan harga tertentu. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel, maka perusahaan yang dijadikan sampel adalah sebanyak 100 perusahaan dengan proses *pair matching*, penyeleksian sampel sebagai berikut:

Tabel 1.
Proses Penyeleksian Sampel Perusahaan

Kriteria	Perusahaan yang Memilih Sekuritas Ekuitas
Perusahaan melakukan <i>right issue</i> pada periode 2011-2015.	94
Perusahaan termasuk perusahaan sektor keuangan.	(37)
Perusahaan melakukan <i>right issue</i> lebih dari satu kali pada periode 2011-2015.	(6)
Perusahaan mengalami memiliki nilai ekuitas negatif.	(1)
Total	50

*Sumber:*Data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 1, maka jumlah sampel yang mewakili perusahaan yang memilih menerbitkan sekuritas ekuitas adalah 50 perusahaan. Perusahaan-perusahaan tersebut selanjutnya dicarikan perusahaan pembanding pada sub-sektor yang sama sebagai *pairing group* dengan ketentuan ukuran perusahaan yang sebanding, dimana estimasi dengan nilai total aset perusahaan, dan nilai DER yang naik. Sehingga total perusahaan sampel adalah sebanyak $50 \times 2 = 100$ perusahaan. Dalam penelitian ini ditemukan adanya data outlier, yang diidentifikasi dengan cara menganalisis sebaran data penelitian dengan melihat *scatter plot*. Hasil identifikasi ini menemukan bahwa dari 100 sampel perusahaan ditemukan adanya 5 sampel perusahaan yang memiliki data outlier. Data perusahaan ini termasuk perusahaan *pairing*-nya harus dikeluarkan dari sampel penelitian untuk menghindari bias pada hasil penelitian. Sehingga total perusahaan sampel yang dianalisis pada penelitian ini adalah sebanyak 90 perusahaan.

Hasil statistik deskriptif pada variabel profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 2.
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standar
ROE	90	-1,568	0,799	0,074	0,326
GROWTH	90	-0,311	1,486	0,189	0,304
Valid N	90				

Sumber: Data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 2, menunjukkan jumlah pengamatan (N) dari penelitian adalah 90 amatan. Variabel Profitabilitas (X_1) yang dinotasikan dengan ROE memiliki nilai rata-rata sebesar 0,074 dengan nilai minimum sebesar -1,568 dan

nilai maksimum sebesar 0,799. Hasil ini menunjukkan rata-rata perusahaan sampel memiliki profitabilitas positif. Nilai deviasi standar sebesar 0,326 yaitu lebih tinggi dari nilai rata-rata artinya ada indikasi sebaran data profitabilitas tidak merata.

Variabel Pertumbuhan Perusahaan (X_2) yang dinotasikan dengan GROWTH memiliki nilai rata-rata sebesar 0,189 dengan nilai minimum sebesar -0,311 dan nilai maksimum sebesar 1,486. Hasil ini menunjukkan rata-rata perusahaan sampel memiliki pertumbuhan positif. Nilai deviasi standar sebesar 0,304 yaitu lebih tinggi dari nilai rata-rata artinya ada indikasi sebaran data pertumbuhan perusahaan tidak merata. Uji koefisien determinasi mengukur seberapa jauh kemampuan model penelitian untuk menerangkan variasi variabel terikat, yaitu keputusan pendanaan perusahaan. Uji koefisien determinasi dapat dianalisis dari nilai *Cox & Snell's and Nagelkerke R²*. Hasil uji koefisien determinasi adalah sebagai berikut:

Tabel 3.
Hasil Uji Koefisien Determinasi

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R ²	Nagelkerke R ²
1	117,017	0,083	0,110

Sumber: Data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 3, dapat dijelaskan hasil uji koefisien determinasi yang ditunjukkan dengan nilai *Cox and Snell R²* sebesar 0,083 dan *Nagelkerke R²* sebesar 0,110. Nilai ini menunjukkan bahwa variasi variabel terikat (yaitu keputusan pendanaan) dapat dijelaskan oleh model penelitian ini sebesar 11%, sedangkan sisanya sebesar 89% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model.

Uji kelayakan model dianalisis untuk melihat ada tidaknya perbedaan signifikan antara model dengan nilai observasi. Uji kelayakan model dapat dilihat dari nilai signifikansi *Hosmer and Lemeshow Test*. Hasil uji kelayakan model adalah sebagai berikut:

Tabel 4.
Hasil Uji Kelayakan Model

Step	Chi-square	df	Sig.
1	2,039	8	0,980

Sumber: Data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 4, dapat dijelaskan hasil uji kelayakan model yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi *Hosmer and Lemeshow Test* adalah sebesar 0,980 yaitu lebih besar dari 0,05. Nilai ini menunjukkan bahwa model yang digunakan adalah layak untuk memprediksi data observasinya karena tidak terjadi perbedaan signifikan antara nilai observasi dengan model penelitian. Regresi logistik adalah model regresi untuk menganalisis hubungan antara variabel dependen yang diukur melalui variabel dummy dengan dua atau lebih variabel independen lainnya. Hasil regresi logistik dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 5.
Hasil Regresi Logistik

	B	S.E.	Wald	Df	Sig.
Step 1 ^a ROE	0,594	0,747	0,633	1	0,426
GROWTH	-2,252	0,910	6,122	1	0,013
Constant	0,357	0,263	1,836	1	0,175

Sumber: Data diolah, 2016

Berdasarkan hasil yang ditampilkan pada Tabel 5 tersebut, maka dapat dirumuskan persamaan regresi logistik adalah sebagai berikut:

$$Y = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = 0,357 + 0,594X_1 - 2,252X_2$$

Berdasarkan Tabel 5, dan persamaan tersebut, maka hasil uji hipotesis dan pembahasannya dapat dijelaskan sebagai berikut. Hipotesis pertama menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif pada keputusan pendanaan perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan profitabilitas yang dihitung dengan ROE memiliki koefisien regresi sebesar 0,594 dengan probabilitas sebesar 0,6443. Hal ini menunjukkan apabila profitabilitas perusahaan naik satu satuan dengan asumsi faktor lain adalah konstan, maka probabilitas perusahaan memutuskan memilih sumber dana eksternal melalui penggunaan utang naik sebesar 0,6443. Nilai signifikansi sebesar 0,426 lebih besar dari 0,05.

Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa H_1 ditolak yaitu apabila profitabilitas naik satu satuan dengan asumsi faktor lain adalah konstan, maka probabilitas perusahaan memutuskan memilih sumber dana eksternal melalui penggunaan utang tidak naik dan tidak turun atau profitabilitas tidak berpengaruh pada keputusan pendanaan perusahaan. Temuan penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Liwang (2011) dan Infantri (2015) yang menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh pada keputusan pendanaan perusahaan di Indonesia. Alnajjar (2015) juga menemukan bahwa tidak adanya pengaruh profitabilitas pada keputusan pendanaan perusahaan di *Amman Stock Exchange*. Hal tersebut menunjukkan bahwa hasil penelitian ini tidak mendukung pola pendanaan perusahaan berdasarkan *Pecking Order Theory*.

Hipotesis kedua menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif pada keputusan pendanaan perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan profitabilitas yang dihitung dengan pertumbuhan penjualan memiliki koefisien

regresi sebesar sebesar -2,252 dengan probabilitas sebesar 0,0952. Hal ini menunjukkan apabila pertumbuhan perusahaan naik satu satuan dengan asumsi faktor lain adalah konstan, maka probabilitas perusahaan memutuskan memilih sumber dana eksternal melalui penggunaan utang turun sebesar 0,0952. Nilai signifikansi sebesar 0,013 lebih kecil dari 0,05. Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa H_2 ditolak yaitu pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif pada keputusan pendanaan perusahaan.

Temuan penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Fitrijanti (2012) serta Suhadak (2015) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif pada keputusan pendanaan perusahaan di Indonesia. Temuan ini menunjukkan hasil penelitian tidak mendukung pola pendanaan berdasarkan *Pecking Order Theory*. Hal ini diindikasikan terjadi akibat perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan cenderung mengurangi tingkat penggunaan utang untuk menghindari terjadinya *debt overhang*. Temuan ini juga diperkuat dengan hasil penelitian Jung *et al.* (1994) yang menyimpulkan bahwa semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka perusahaan cenderung beralih pada sumber dana eksternal melalui penerbitan sekuritas ekuitas.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dipaparkan maka dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian ini tidak mendukung *Pecking Order Theory* dalam menjelaskan preferensi pola keputusan pendanaan perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Hal ini didukung dengan temuan-temuan berikut ini: 1) Profitabilitas perusahaan yang diestimasi dengan ROE tidak berpengaruh pada keputusan pendanaan perusahaan atau H_1 pada penelitian ini ditolak. Hasil penelitian tidak mendukung pola pendanaan perusahaan berdasarkan *Pecking Order Theory*, dan 2) Pertumbuhan perusahaan yang diestimasi dengan pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif pada keputusan pendanaan perusahaan atau H_2 pada penelitian ini ditolak. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan cenderung memilih sumber dana eksternal melalui penerbitan sekuritas ekuitas untuk menghindari terjadinya *debt overhang*.

Berdasarkan hasil penelitian dan simpulan yang telah dipaparkan, maka saran yang dapat disampaikan kepada investor dan pemakai laporan keuangan lainnya serta peneliti-peneliti selanjutnya. Bagi investor dan pemakai laporan keuangan lainnya agar lebih tepat dalam merespon aktivitas pendanaan perusahaan. Hal ini mengacu pada pola pendanaan perusahaan yang ternyata tidak relevan dengan teori yang ada, yaitu *Pecking Order Theory*. Bagi peneliti-peneliti selanjutnya agar menambah variabel independen lain di luar model penelitian ini. Hal ini mengacu pada nilai *Nagelkerke R²* yaitu sebesar 0,110 yang menunjukkan bahwa variasi variabel terikat (yaitu keputusan pendanaan) hanya dapat dijelaskan oleh model penelitian ini sebesar 11%, sedangkan sisanya sebesar 89% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model.

REFERENSI

Alnajjar, Mohd I M. 2015. Business Risk Impact on Capital Structure: A Case of Jordan Industrial Sector. *Global Journal of Management and Business Research: C Finance*, 15(1): 1-7.

- Anderson, Ronald W. 2002. Capital Structure, Firm Liquidity, and Growth. *National Bank of Belgium*, 1(27): 1-29.
- Apriani, Tiar. 2009. Analisis Kebijakan Struktur Modal: Pengujian Pecking Order Theory dan Trade Off Theory. *Skripsi*. Sarjana Manajemen pada Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah, Jakarta.
- Awan, Hayat M., M. Ishaq Bhatti., Raza Ali., dan Azeem Qureshi. 2010. How Growth Opportunities are Related to Corporate Leverage Decisions. *Investment Management and Financial Innovations*, 7(1): 90-97.
- Chang, Huili., dan Frank M. Song. 2013. Testing The Pecking Order Theory with Financial Constraints. *SSRN Electronic Journal The University of Hongkong*, 1(1): 1-44.
- Chen, Li-Ju., dan Shun-Yu Chen. 2010. How The Pecking Order Theory Explains Capital Structure. *Journal of International Management Studies*, 6(2): 1-9.
- Darminto., dan Adler Haymans Manurung. 2008. Pengujian Teori Trade-Off dan Pecking Order Theory dengan Satu Model Dinamis pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Integritas – Jurnal Manajemen Bisnis*, 1(1): 35-52.
- Deari, Fitim., dan Media Deari. 2009. The Determinants of Capital Structure: Evidence from Macedonian Listed and Unlisted Companies. *Journal Analele Stiintifice ale Universitatii "Alexandru Ioan Cuza" din Iasi: Stiinte Economice*, 6: 91-102.
- Fitrijanti, Tettet. 2012. Keputusan Pendanaan: Keputusan Pemilihan Hutang dan Ekuitas. Disampaikan pada Konferensi Program Doktor Manajemen Bisnis Unpad, Tahun 2012.
- Frank, Murray Z., dan Vidhan K. Goyal. 2003. Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67: 217-248.
- Gaud, Philippe., Elion Jani., Martin Hoesli., dan Andre Bender. 2003. *International Financial Asset Management and Engineering Research Paper*, 152: 1-37.
- Hardiningsih, Pancawati., dan Rachmawati Meita Oktaviani. 2012. Determinan Kebijakan Utang (dalam Agency Theory dan Pecking Order Theory). *Dinamika Akuntansi, Keuangan, dan Perbankan*, 1(1): 11-24.

- Hermuningsih, Sri. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 10: 127-148.
- Infantri, Riski Dian. 2015. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas terhadap Struktur Modal Perusahaan Otomotif yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 4(7): 1-15.
- Investor Daily. 2016. Jakarta ID: Pengamat Fundamental Saham. <http://www.investor.co.id/pages/investordailyku/paidsubscription.php>. Diakses tanggal 20, bulan september, tahun 2016.
- Jibran, Sheikh., Shakeel Ahmed Wajid., Iqbal Waheed., dan Tahir Masood Muhammad. 2012. Pecking Order Theory: Evidence from Pakisrtan's Non-Financial Sector. *Journal of Competitiveness*, 4(4): 86-95.
- Jong, Abe de., Marno Verbeek., dan Patrick Verwijmeren. 2007. Testing Testing The Pecking Order Theory: The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits. *Research Paper*. Erasmus University Rotterdam the Netherlands.
- Joni., dan Lina. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(2): 81-96.
- Jumono, Spto., Abdurrahman., dan Lia Amalia. 2013. Deteksi Praktis Aplikasi Pecking Order Theory. *Jurnal Ekonomi*, 4(1): 13-28.
- Jung, Kooyul., Yong-Ceol Kim., dan Rene M Stulz. 1994. Investment Opportunities, Managerial Discretion, and The Security Issue Decision. *National Bureau of Economic Researces*, 4907: 1-30.
- Laily, Nurul. 2013. Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Penjualan, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal dan Harga Saham Perusahaan Pertambangan di Daftar Efek Syariah. *Skripsi*. Sarjana Ekonomi pada Fakultas Syariah dan Hukum Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta.
- Laisi, Tommi. 2016. Pecking Order Theory in A Bank Centered Lending Enviroment-Evidence from North European Economies. *Thesis*. Department of Accounting and Finance Faculty of Business Studies University of VAASA.

- Liwang, Florencia Paramitha. 2011. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal serta Pengaruhnya terhadap Harga Saham pada Perusahaan-Perusahaan yang Tergabung dalam LQ45 Periode 2006-2009. *Seminar Nasional Teknologi Informasi dan Komunikasi Terapan 2011 (Semantik 2011)*, ISBN 979-26-0255-0: 1-9.
- Machielsen, Bas. 2013. Empirical Evidence on The Existence of A Pecking Order. *Thesis*. Business Administration Faculty of Management and Governance Univeraitweit Twente.
- Mahardhika, Bhagas Pratyaksa., dan Siti Aisjah. 2013. Pengujian Pecking Order Theory dan Trade Off Theory pada Struktur Modal Perusahaan. *Skripsi*. Sarjana Manajemen Keuangan pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya, Malang.
- Myers, Steward C. 1984. Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39: 575-592.
- Noor, Tajudin. 2015. Pengujian Pecking Order Theory dan Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Pertanian. *Tesis*. Pascasarjana pada Fakultas Manajemen dan Bisnis Institut Pertanian Bogor, Bogor.
- Oetama, Kurniati., Deddy Marciano., dan Liliana Inggrit Wijaya. 2008. Pengujian Pecking Order Theory pada Kondisi High Uncertainty dan Low Uncertainty. *Manajemen dan Bisnis*, 7(1): 72-82.
- Roerink, Bas. 2014. Testing The Static Trade-Off Theory and The Pecking Order Theory of Capital Structure: Evidence from Dutch Listed Firms. *Thesis*. Faculty of Management and Governance University of Twente.
- Ruslim, Herman. 2009. Pengujian Struktur Modal (Pecking Order Theory): Analisis Empiris terhadap Saham di LQ-45. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(3): 209-221.
- Saif, Naveed., Shafiq ur Rehman., Khalid Rehman., Shahid Khan., Zia ur Rehamn., Nafid Khan., dan Javed Iqbal Bhaba. 2013. Capital Structure Decision, Importance and Implementation (The Case of KSE. *European Journal of Business and Management*, 5(13): 261-296.

- Suhadak, Mohammad Nur Fauzi. 2015. Pengaruh Kebijakan Dividen dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Struktur Modal dan Profitabilitas. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 24(1): 1-10.
- Sunder, Shyam., dan Steward C. Myers. 1999. Testing Static Trade-Off Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51: 219-244.
- Wardianto, Bagus K. 2012. Pengujian Teori Struktur Modal pada Perusahaan-Perusahaan 50 Biggest Market Capitalization di Bursa Efek Indonesia. Disampaikan pada Seminar Hasil-Hasil Penelitian dan Pengabdian kepada Masyarakat dalam rangka *Dies Natalis* Universitas Lampung, Lampung, Tahun 2012.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. 2013. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Denpasar: Udayana University Press.
- Widayanti, Luh Putu., Nyoman Triaryati., dan Nyoman Abundanti. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Tingkat Pertumbuhan Perusahaan, Likuiditas, dan Pajak terhadap Struktur Modal pada Sektor Pariwisata. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(6): 3761-3793.