



Munich Personal RePEc Archive

HOW DOES THE PECKING-ORDER THEORY EXPLAIN THE BANK'S CAPITAL STRUCTURE IN INDONESIA?

suhardi, suhardi and Afrizal, Afrizal

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Pertiba Pangkalpinang, Sekolah
Tinggi Ilmu Ekonomi Pertiba Pangkalpinang

10 March 2019

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/93963/>

MPRA Paper No. 93963, posted 17 May 2019 09:17 UTC

BAGAIMANA PECKING-ORDER THEORY MENJELASKAN STRUKTUR PERMODALAN BANK DI INDONESIA?

Suhardi

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Pertiba Pangkalpinang

Afrizal

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Pertiba Pangkalpinang

ABSTRACT

The pecking order theory of capital structure is one of the most influential theories of corporate finance. The purpose of this study is to explore the most important factors on a firm's capital structure by pecking-order theory. Hierarchical regression is used as the analysis model. This study examines the determinants of debt decisions for 31 Indonesian banking companies that are quoted on the Indonesian Stock Exchange of 2010-2015. The results indicate that the determinants of capital structure are profitability and growth rate. The profitability negatively effects on the capital structure. It implies that firms prefer to use their earnings to finance business activities and thus useless debt capital. Growth rate positively affects capital structure. The greater growth opportunity will have more capital structure to finance the growth. Size is a moderator variable in this study. Size of firms moderates the effects of the tax rate on capital structure. Large firms appear to take advantage of the tax deductibility of debt. The findings are important for management and investors.

Keywords: *Corporate finance, Capital structure, Pecking order theory, Banking*

1. PENDAHULUAN

Setiap perusahaan harus dikelola secara efektif dan efisien agar dapat bertahan dalam persaingan. Pengelolaan sumber daya perusahaan yang dilakukan dengan baik akan memberikan keuntungan bagi pihak internal maupun eksternal perusahaan. Sumber daya perusahaan yang harus dikelola dengan baik terutama adalah sumber modalnya. Sumber modal tersebut ada yang berasal dari dalam perusahaan dan ada pula yang berasal dari luar perusahaan. Menurut Riyanto (2001) jika dilihat dari asalnya, sumber modal terdiri dari sumber *intern (internal resources)* dan sumber modal *ekstern (eksternal resources)*. Modal yang dihasilkan dari dalam perusahaan sebagai sumber intern dapat berupa laba ditahan dan akumulasi penyusutan, sedangkan sumber eksternal dijelaskan sebagai sumber dana yang berasal dari luar perusahaan, yaitu dana yang diperoleh dari para kreditor dan pemegang saham.

Keputusan Struktur Modal dalam perusahaan merupakan hal yang penting. Pentingnya struktur modal ini karena adanya pilihan kebutuhan antara memaksimalkan *return* (meminimalkan biaya modal) dengan kemampuan perusahaan dalam menghadapi lingkungan bisnis yang kompetitif. Struktur modal perusahaan adalah kombinasi dari saham-saham yang berbeda (saham biasa dan saham preferen) atau bauran seluruh sumber pendanaan jangka panjang (ekuitas dan hutang) yang digunakan perusahaan. Pada umumnya, suatu perusahaan dapat memilih berbagai alternatif struktur modal. Persoalannya adalah apakah perusahaan akan menggunakan hutang yang besar atau hanya menggunakan hutang yang sangat kecil. Kebijakan tersebut tidak terlepas dari upaya perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan

kemakmuran pemilik dan para pemegang saham yang tercermin pada harga saham. Peningkatan kemakmuran pemilik dan para pemegang saham tersebut antara lain dilakukan dengan memberikan dividen secara berkesinambungan dengan jumlah yang memuaskan.

Hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan telah menjadi subyek perdebatan yang cukup ramai. Perdebatan berpusat pada apakah ada struktur modal yang optimal untuk suatu perusahaan atau apakah proporsi hutang yang digunakan tidak relevan untuk menentukan nilai suatu perusahaan. Pilihan Struktur modal secara fundamental merupakan masalah *marketing*. Struktur Modal yang optimal adalah salah satu hal yang dapat memaksimalkan nilai pasar saham perusahaan yang beredar. Jika kombinasi ideal ini dapat diciptakan, maka saham perusahaan akan mencapai harga maksimal dan struktur modal yang digunakan merupakan struktur modal optimal.

Manajemen keuangan yang efektif dan karakter apa yang mempengaruhi struktur modal mereka penting bagi sebuah perusahaan untuk memperoleh kinerja operasional yang lebih baik. Sebuah keputusan yang salah tentang struktur modal dapat menyebabkan kesulitan keuangan dan bahkan kebangkrutan. Ada banyak teori yang dikembangkan untuk menganalisis struktur modal alternatif, teori tersebut di antaranya adalah *static trade off theory* yang dikemukakan Modigliani dan Miller (1963) teori ini merupakan yang paling awal dan paling dikenal dalam menjelaskan perumusan struktur modal. *Static trade off theory* diasumsikan bahwa ada struktur modal yang optimal dalam pilihan dari biaya dan manfaat utang dan ekuitas. Manfaat utama dari utang adalah pengurangan pajak dari bunga sedangkan biaya adalah biaya kebangkrutan (Kim, 1978) dan biaya keagenan (Jesen dan Meckling, 1976; Myers, 1977). Namun, studi terbaru menunjukkan pergeseran fokus dari trade off teori menuju teori pecking order (Quan, 2002; Mazur, 2007). Mengingat pentingnya modal bank maka bank perlu menentukan struktur modal yang optimal agar dapat berjalan dan bertahan dengan baik. Penentuan struktur modal yang optimal perlu dilakukan karena struktur modal bank merupakan salah satu faktor penting dalam menentukan keberhasilan suatu bank. Penelitian ini dilakukan untuk menguji struktur permodalan bank dan faktor-faktor apa saja yang memengaruhi struktur permodalan bank. Faktor-faktor tersebut adalah profitabilitas (*profitability*), tingkat pertumbuhan (*growth*), *assets tangibility*, ukuran (*size*), *tax*, dan *non-debt tax shield*.

Teori *pecking order* mengasumsikan bahwa tidak ada struktur modal sasaran. Perusahaan-perusahaan memilih modal sesuai dengan urutan preferensi berikut: sumber keuangan internal, utang, dan ekuitas. Myers dan Majluf (1984) berpendapat adanya asimetri informasi antara manajer (orang dalam) dan investor (orang luar). Mereka berpendapat bahwa manajer memiliki informasi lebih dalam daripada investor dan bertindak dalam mendukung pemegang saham lama. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menjelaskan seberapa besar faktor-faktor yang diduga mempengaruhi struktur permodalan (*leverage ratio*) bank yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam periode 2010-2015 dilihat dari perspektif *pecking order theory*, yaitu *profitability*, *growth*, *asset tangibility*, *size*, *tax* dan *non tax shield* perbankan. Secara spesifik, penelitian ini bertujuan untuk menjawab bagaimana pengaruh *profitability*, *growth*, *asset tangibility*, *size*, *tax* dan *non tax shield* secara parsial terhadap *leverage*? dan bagaimana pengaruh *profitability*, *growth*, *asset tangibility*, *size*, *tax* dan *non tax shield* secara simultan terhadap *leverage*?

Menggunakan data perusahaan dari perusahaan-perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI, penulis menganalisis data *cross-sectional* dari laporan keuangan

perbankanyang diterbitkan pada periode 2010-2015 dan meneliti apakah mereka mengikuti pola pembiayaan tersirat dari teori *pecking order*.

2. TEORI DAN HIPOTESIS PENELITIAN

Modigliani dan Miller (1958) merupakan pelopor dalam teori menilai secara teoritis efek dari struktur modal pada nilai perusahaan. Pada pasar modal yang sempurna, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan, teori struktur modal tidak relevan bahwa nilai perusahaan tergantung pada kemampuan asetnya untuk menciptakan nilai, dan tidak relevan jika aset berasal kas internal atau modal eksternal. Modigliani dan Miller (1963) mempertimbangkan pajak dan mengusulkan bahwa perusahaan harus menggunakan sebanyak mungkin utang. Perusahaan memiliki keuntungan dalam menggunakan utang daripada menggunakan sumber kas internal, karena mereka bisa mendapatkan keuntungan dari *debt tax shields*. *Tax shield* ini memungkinkan perusahaan untuk membayar pajak lebih rendah dari yang seharusnya, ketika menggunakan modal utang bukan hanya menggunakan modal sendiri. Teori ini berpendapat bahwa lebih banyak utang, lebih banyak nilai perusahaan dapat diciptakan.

Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi adanya masalah keagenan. Mereka mengajukan bahwa ada dua jenis biaya agensi dari ekuitas dan utang. Konflik antara manajer dan pemegang saham menyebabkan biaya agensi dari ekuitas, dan konflik antara pemegang saham dan utang pemegang menyebabkan biaya agensi dari utang. Biasanya, manajer tertarik dalam mencapai target mereka sendiri yang mungkin berbeda dari nilai perusahaan. Pemilik dapat mencoba untuk memantau dan mengontrol perilaku manajer. Tindakan monitoring dan kontrol ini menghasilkan *agency costs of equity*. Ketika pemberi pinjaman memberikan uang kepada perusahaan, tingkat bunga berdasarkan risiko perusahaan. Manajer dapat tergoda untuk mentransfer nilai kreditur ke pemegang saham. Tindakan monitoring dan kontrol ini menghasilkan *agency cost of debt*.

Teori *trade off* menunjukkan pengungkapan dari perusahaan yang bangkrut dan *agency cost* terhadap manfaat pajak yang terkait dengan penggunaan utang. Biaya Kepailitan adalah biaya langsung yang timbul ketika probabilitas dirasakan bahwa perusahaan akan gagal bayar pada pembiayaan lebih besar dari nol. Salah satu biaya kepailitan adalah biaya likuidasi, yang mewakili hilangnya nilai sebagai akibat dari melikuidasi aset bersih perusahaan. Biaya kebangkrutan lain adalah *distress cost*, yang merupakan biaya yang timbul pada perusahaan jika pemangku kepentingan percaya bahwa perusahaan akan menghentikan. Menurut *trade off* teori, perusahaan diharapkan untuk mencari rasio utang sasaran (Jalilvand dan Harris, 1984).

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan memiliki urutan preferensi tertentu pada modal digunakan untuk membiayai bisnis perusahaan (Myers dan Majluf, 1984). Karena adanya potensi asimetri informasi antara investor dan perusahaan, perusahaan akan lebih memilih laba ditahan untuk utang (*retained earnings to debt*), utang jangka pendek atas utang jangka panjang (*short-term debt over long-term debt*) dan utang terhadap ekuitas (*debt over equity*). Myers dan Majluf (1984) berpendapat bahwa jika perusahaan tidak menerbitkan saham baru tetapi hanya menggunakan laba ditahan untuk mendukung peluang investasi, asimetris informasi dapat diselesaikan. Yang menyiratkan bahwa menerbitkan saham menjadi lebih mahal karena informasi orang dalam asimetris dan luar meningkat. Perusahaan yang asimetri informasi besar harus mengeluarkan utang untuk menghindari penjualan sekuritas di bawah harga.

Peristiwa penurunan struktur modal seperti penawaran saham baru mengarah ke penurunan harga saham perusahaan.

Pengumuman peningkatan kejadian struktur modal diterima oleh pasar sebagai berita baik karena perantara keuangan seperti bank investasi dapat menjadi orang dalam untuk memantau kinerja perusahaan. Manajer mungkin memiliki informasi yang tidak diketahui pasar. Investor dalam (*insider*) memiliki informasi lebih tentang distribusi *return* perusahaan daripada investor luar. Investor dalam cenderung membatasi penggunaan ekuitas untuk mempertahankan kontrol terhadap perusahaan (Hutchinson, 1995). Selain itu, risiko pengembalian perusahaan tidak diketahui kepada investor. Mereka dipaksa untuk mengandalkan sinyal bising seperti tingkat struktur modal perusahaan untuk menentukan risiko investasi mereka dan nilai perusahaan mungkin berada di bawah-harga pasar (Myers dan Majluf, 1984).

2.1 Struktur Modal

Tujuan dari manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan yang bergantung pada arus dana dimasa datang dan tingkat pendapatan untuk mengkapitalisasi arus dana, sehingga perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kesejahteraan para pemilik perusahaan. 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 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.

Weston dan Copeland (1992) memberikan definisi struktur modal sebagai pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Nilai buku dari modal pemegang saham terdiri dari saham biasa, modal disetor atau surplus modal dan akumulasi laba ditahan. Bila perusahaan memiliki saham preferen, maka saham tersebut akan ditambahkan pada modal pemegang saham. Menurut Lawrence, Gitman (2000), definisi struktur modal adalah sebagai berikut: "*Capital Structure is the mix of long term debt and equity maintained by the firm*". Struktur modal perusahaan menggambarkan perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan. Ada dua macam tipe modal menurut Lawrence, Gitman (2000) yaitu modal hutang (*debt capital*) dan modal sendiri (*equity capital*). Tetapi dalam kaitannya dengan struktur modal, jenis modal hutang yang diperhitungkan hanya hutang jangka panjang. Sedangkan struktur modal menurut Riyanto (2008), Martono dan Harjito (2010), adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing (jangka panjang) dengan modal sendiri", sementara menurut Kamaludin (2011) menyatakan bahwa Struktur modal atau *capital structure* adalah kombinasi atau bauran sumber pembiayaan jangka panjang".

2.1.1 Faktor-Faktor yang mempengaruhi Struktur Modal

Seperti yang telah diuraikan sebelumnya, bahwa struktur modal merupakan perimbangan atau perbandingan antara modal asing dengan modal sendiri yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitya. Masalah struktur modal merupakan masalah yang penting bagi setiap perusahaan karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi *financial* perusahaan. Struktur modal dipengaruhi oleh beberapa faktor, menurut Kamaludin yaitu:

1. Risiko Bisnis, atau risiko yang terkandung dalam operasi perusahaan apabila ia tidak menggunakan hutang. Risiko bisnis juga sering didefinisikan sebagai risiko yang berkaitan dengan ketidakpastian yang melekat proyeksi tingkat pengembalian aktiva (ROA) suatu perusahaan dimasa mendatang.
2. Posisi pajak perusahaan. Alasan utama perusahaan menggunakan hutang karena bbiaya bunga dapat dikurangi dalam perhitungan pajak, sehingga menurunkan biaya hutang yang sesungguhnya. Akan tetapi, jika sebagian besar laba perusahaan telah terhindar dari pajak yang telah dikompensasikan ke muka, maka tambahan hutang tidak banyak manfaat.
3. Fleksibilitas keuangan atau kemampuan perusahaan untuk menambah modal dengan persyaratan yang wajar apabila perusahaan dalam kondisi memburuk. Dalam keadaan perekonomian sulit atau perusahaan dalam keadaan kesulitan keuangan, maka pemilik modal akan lebih suka menanamkan modalnya terhadap perusahaan yang posisi neraca yang lebih baik, karena pemilik modal merasa kemungkinan tersedianya dana di masa mendatang.
4. Konservatif atau agresif. Manajemen konservatif akan lebih takut menggunakan hutang, sebaliknya manajemen yang agresif akan cenderung menggunakan hutang untuk meningkatkan laba. namun demikian faktor ini tidak akan mempengaruhi sturktur modal yang optimal, tetapi akan mempengaruhi struktur modal yang ditargetkan perusahaan.

2.2 Pecking Order Theory

Konsep *pecking order theory* merupakan konsep yang pertama kali diuraikan oleh Gordon Donaldson pada tahun 1961 dengan penelitian yang berjudul *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and Determination of Corporate Debt Capacity*. Pada konsep awalnya, dikemukakan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan (mendahulukan) pendanaan dari sumber internal guna membayar deviden dan mendanai investasi, bila kebutuhan dana kurang maka dipergunakan dana dari sumber eksternal sebagai tambahannya. Pendanaan internal diperoleh dari sisa laba atau laba ditahan dan arus kas dari penyusutan (depresiasi). Sedangkan pendanaan eksternal dilakukan terutama dengan menerbitkan obligasi ketimbang dengan penerbitan saham baru. Sesuai dengan hasil penelitiannya, Donaldson (1961) mengemukakan pendapat bahwa penerbitan utang (obligasi) dilakukan oleh perusahaan untuk menghindari atau mengeliminir biaya penerbitan (*floatation cost*) yang melekat pada pendanaan eksternal. Sehingga, dipilihnya penerbitan obligasi lebih utama ketimbang penerbitan saham baru dikarenakan *floatation cost* untuk penerbitan obligasi lebih kecil ketimbang penerbitan saham baru.

Myers dan Majluf (1984) mengembangkan *pecking order theory* sebagai suatu teori alternatif keputusan pendanaan perusahaan, dimana perusahaan akan berusaha mendanai investasinya berdasarkan urutan resiko. Terdapat tiga sumber pendanaan dalam perusahaan yaitu: laba ditahan, hutang dan ekuitas. Para investor melihat bahwa ekuitas lebih beresiko dibandingkan hutang. Oleh karena itu, investor akan mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi terhadap penggunaan ekuitas dibandingkan hutang. Pandangan perusahaan, laba ditahan merupakan sumber pendanaan yang lebih baik dibandingkan hutang, dan hutang merupakan sumber pendanaan yang lebih baik dibandingkan ekuitas.

Pecking order theory yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) menggunakan dasar pemikiran bahwa tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu

dan tentang hirarkhi sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan. Esensi teori ini adalah adanya dua jenis modal *external financing* dan *internal financing*. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* umumnya menggunakan utang dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu: (1) dana internal tidak mencukupi, dan (2) utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

Pecking Order Theory ini muncul jika biaya mengeluarkan saham baru melebihi biaya lain dan keuntungan dari hutang. Biaya yang dikeluarkan sebagai akibat *pecking order* ini adalah biaya transaksi dan pengeluaran saham baru dan biaya-biaya yang timbul sebagai akibat informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen mengenai prospek perusahaan. Konsekuensi biaya ini adalah perusahaan akan mendanai kesempatan investasi yang dimiliki dengan laba ditahan, kemudian dengan hutang bebas resiko, dan dengan hutang beresiko, yang pada akhirnya akan menggunakan saham. Teori *pecking order* membuat hirarkhi sumber dana, yaitu dari internal (laba ditahan), dan eksternal (utang dan saham). Pemilihan sumber eksternal menurut Myers dan Majluf (1984) disebabkan karena adanya asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham. Asimetri informasi terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemegang saham. Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal) sehingga manajemen akan menerbitkan saham baru dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya. Adanya asimetri informasi ini mengakibatkan terjadinya gap antara pengelola dan pemilik perusahaan yang memungkinkan terjadinya *moral hazard* pengelola, sehingga harga saham tidak mencerminkan informasi secara penuh tentang kondisi perusahaan. Penerbitan saham juga berakibat pada turunnya dividen perlembar saham dan turunnya harga atau nilai saham karena jumlah saham bertambah. Akibatnya jika pendanaan eksternal dilakukan dengan penerbitan saham baru akan mendapat apresiasi atau respon negatif oleh pasar.

Myers dan Majluf (1984) juga menunjukkan bahwa dengan *assymetric information*, penerbitan ekuitas akan diinterpretasikan oleh rasional investor sebagai berita buruk, karena manajemen akan menggunakan *private information* untuk mengeluarkan saham ketika sahamnya *overpriced*. Investor yang mengetahui masalah *assymetric information* ini akan mengabaikan saham baru dan yang telah ada pada saat pengumuman *right issue*. Dengan adanya *assymetric information*, biaya penerbitan saham ini akan mendorong perilaku *pecking order*. Implikasi dari hal ini adalah perusahaan seharusnya memperkecil penerbitan sahamnya. Dengan demikian akan lebih menyukai membiayai kesempatan investasinya dengan laba ditahan, dimana tidak ada masalah *assymetric information* dan menggunakan hutang dengan resiko yang lebih rendah.

Prediksi *Pecking Order Theory* terhadap Pendanaan perusahaan merupakan hal yang lebih kompleks. Dalam *pecking order theory*, hutang secara khusus akan naik pada saat kesempatan investasi melebihi laba ditahan dan turun pada saat kesempatan investasi kurang dari laba ditahan. Sehingga jika profitabilitas dan pengeluaran invetasi tetap, perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan menggunakan pendanaan hutang yang rendah. Sementara itu pada investasi yang memberikan profit, maka pendanaan hutang akan naik jika kesempatan investasi perusahaan meningkat.

Menurut Myers (1984), *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang lebih tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang lebih kecil, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik, perusahaan mempunyai urutan-urutan preferensi dalam penggunaan dana. Smart, Megginson, dan Gitman (2004) menyebutkan skenario urutan dalam *pecking order theory* adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- b. Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas hybrid seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.
- c. Terdapat kebijakan deviden yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran deviden yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.
- d. Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan deviden yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia.

Pecking order theory tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan-urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil.

Pecking order theory terfokus pada motivasi manajer perusahaan. Model ini didasari dengan adanya kemungkinan terjadinya *asymmetric information*. Myers dan Majluf (1984) membuat asumsi penting terkait dengan perilaku manajer perusahaan yaitu manajer perusahaan memiliki pengetahuan atau informasi yang lebih banyak mengenai *current earnings* dan kesempatan investasi perusahaan dibandingkan dengan investor luar dan manajer perusahaan bertindak sesuai dengan *best interest* dan *firms existing shareholders*. Dalam kenyataannya, terdapat perusahaan-perusahaan yang dalam menggunakan dana untuk kebutuhan investasinya tidak sesuai seperti skenario urutan (hierarki) yang disebutkan dalam *pecking order theory*. Penelitian yang dilakukan oleh Singh dan Hamid (1992) dan Singh (1995) menyatakan bahwa “Perusahaan-perusahaan di negara berkembang lebih memilih untuk menerbitkan ekuitas daripada berhutang dalam membiayai perusahaannya.” Hal ini berlawanan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan memilih untuk menerbitkan hutang terlebih dahulu daripada menerbitkan saham pada saat membutuhkan pendanaan eksternal.

2.3 PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.3.1 Hubungan Profitabilitas dengan Struktur Modal

Profitabilitas merupakan salah satu faktor yang dapat menentukan struktur modal bank, bank dengan profitabilitas yang tinggi biasanya lebih sedikit menggunakan hutang di

dalam struktur modalnya karena bank akan cenderung menggunakan dana internalnya dibanding dana eksternalnya.

Menurut *pecking order theory* adanya hubungan negatif antara profitabilitas dengan leverage karena semakin besarnya profitabilitas perusahaan, perusahaan tersebut akan lebih besar menggunakan dana internalnya dan lebih kecil menggunakan dana eksternalnya (Myers, 1984). Namun *trade off theory* mengasumsikan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi biasanya lebih menggunakan hutang dalam struktur permodalannya untuk meningkatkan benefit dan *tax shield*. Hal ini konsisten dengan Ooi (1999) yang mengindikasikan profitabilitas memiliki hubungan yang positif dengan leverage namun banyak studi yang telah dilakukan antara lain Ahmad (2011), Amidu (2007), Gropp dan Heider (2009) disimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dengan leverage.

Kinerja perusahaan diidentifikasi sebagai penentu potensi struktur modal. Menurut teori *pecking order* di hadapan asimetris informasi, perusahaan akan lebih memilih pembiayaan internal, tetapi akan mengeluarkan utang jika keuangan internal habis. Alternatif terakhir akan menerbitkan saham baru. Myers (1984) menentukan hubungan negatif antara profitabilitas dan utang. Perusahaan yang menguntungkan cenderung memiliki lebih laba ditahan. Perusahaan yang sukses tidak perlu terlalu banyak bergantung pada sumber pendanaan eksternal. Bukti empiris dari penelitian sebelumnya (Al-Sakran, 2001; Kayo dan Kimura, 2010), tampaknya konsisten dengan teori *pecking order*. Kebanyakan penelitian menemukan hubungan negatif antara profitabilitas dan pembiayaan utang (Myers dan Majluf, 1984; Daskalakis dan Psillaki 2008, Vasiliou et al, 2009).

H1: Profitabilitas akan berdampak negatif terhadap struktur modal.

2.3.2 Hubungan Tingkat Pertumbuhan (*Growth*) dengan Struktur Modal

Sebagai perusahaan yang tumbuh, kebutuhan keuangan mereka cenderung akan meningkat. Kapasitas untuk membiayai peningkatan permintaan tergantung pada kondisi keuangan internal. Jika suatu perusahaan sepenuhnya bergantung pada dana internal, maka pertumbuhan akan terbatas. Manajer mungkin melupakan beberapa proyek yang menguntungkan. Namun, jika perusahaan menggunakan pembiayaan eksternal, maka kemungkinan akan menaikkan risiko. Myers (1977), berpendapat bahwa perusahaan dengan potensi pertumbuhan akan cenderung memiliki struktur modal kurang. Peluang pertumbuhan dapat menghasilkan efek *moral hazard* dan mendorong perusahaan untuk mengambil lebih banyak risiko. Dalam rangka untuk mengurangi masalah ini, peluang pertumbuhan harus dibiayai dengan ekuitas bukan utang.

Smith dan Watts (1992) menemukan hubungan negatif yang diperkirakan antara utang dan peluang pertumbuhan. Di sisi lain, perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan cenderung melihat ke dana eksternal untuk menyesuaikan pertumbuhan (Michaelas et al., 1999). Pertumbuhan kemungkinan akan meletakkan beban pada laba ditahan dan mendorong perusahaan ke dalam pinjaman. Perusahaan akan melihat ke jangka pendek, jangka panjang kurang untuk kebutuhan pembiayaan mereka. Studi menemukan bahwa pertumbuhan berpengaruh positif terkait dengan struktur modal (Michaelas et al 1999; Bevan dan Danbolt, 2002; Eriotis, 2007).

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

Majluf, 1984), sehingga perusahaan yang memiliki aset yang tinggi tidak memerlukan pinjaman berupa hutang.

H2: peluang Pertumbuhan positif akan mempengaruhi struktur modal.

2.3.3. Hubungan Tingkat Pajak (Tax) dengan Struktur Modal

Menurut Modigliani dan Miller (1963), perusahaan akan membiayai aktivitasnya melalui pendanaan eksternalkarena pemotongan pajak dari pembayaran bunga, namun asumsi ini tidak dapat digunakan jika hutangnya menggunakan *interest free*. Menurut teori *trade off*, kenaikan tingkat pajak berimbas pada kenaikan pinjaman eksternal perusahaan. Efek ini mendorong penggunaan utang oleh perusahaan sebagai peningkatan lebih utang laba setelah pajak kepada pemilik. Mackie-Mason (1990) mempelajari dampak pajak pada pilihan antara utang dan ekuitas dan menyimpulkan bahwa perubahan tarif pajak untuk setiap perusahaan akan mempengaruhi keputusan pembiayaan.

Booth et al. (2001) menggunakan tarif pajak rata-rata, dengan alasan bahwa hal itu termasuk dampak kerugian fiskal dan penggunaan korporasi sebagai saluran untuk arus masuk pendapatan. Tingkat pajak rata-rata akan mempengaruhi keputusan pendanaan. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan positif antara tingkat leverage dan pajak. Semakin besar pajak perusahaan semakin besar pula *leverage bank*, hal ini disebabkan pembayaran bunga mengurangi pajak.

H3: Tingkat pajak rata-rata secara positif akan mempengaruhi struktur modal.

2.3.4 Hubungan Struktur Asset (Assets structure) dengan Struktur Modal

Struktur aset merupakan faktor penentu penting dari keputusan modal. Aset perusahaan adalah *tangible* dan memiliki nilai likuidasi lebih besar (Harris dan Raviv, 1991). Dengan semakin banyak *aset tangible*, semakin baik tingkat jaminan (*collateral*). Teori *pecking order* memprediksi bahwa perusahaan yang memiliki *aset tangible* yang lebih kurang rentan terhadap masalah asimetris informasi dan akan mengurangi biaya keagenan. Biaya agensi dari utang dijamin seperti aset berwujud lebih rendah daripada utang tanpa jaminan. Beberapa penelitian mengungkapkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap struktur aset perusahaan dengan teori *pecking order* (Allen, 1995; Michaelas et al, 1999;. Amidu, 2007).

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

H4: struktur Aset akan berdampak positif terhadap struktur modal.

2.3.5 Hubungan Dividends dengan Struktur Modal

Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang. Bhaduri (2002) mendukung bahwa dividen merupakan sinyal kesehatan keuangan bagi pihak eksternal. Perusahaan dengan pembayaran dividen konstan akan menghadapi sedikit *asymmetric information* ketika memasuki pasar modal. Pembayaran dividen mengurangi jumlah dana internal perusahaan dan meningkatkan kebutuhan pembiayaan eksternal. Kebijakan dividen memungkinkan untuk melepaskan sumber daya ketika sebuah perusahaan tidak memiliki proyek yang menguntungkan dan menyampaikan informasi tentang harapan

masa depan perusahaan ke pasar modal. Terdapat hubungan positif antara rasio payout dan utang (Frank dan Goyal, 2004).

Menurut Martono dan D. Agus Harjito (2000:253) kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Ketika akan memutuskan seberapa besar jumlah kas yang akan didistribusikan, manajer keuangan harus selalu ingat bahwa tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. Sehingga sebagian besar sasaran rasio pembayaran (*target payout ratio*) yang didefinisikan sebagai presentase laba bersih yang akan dibayarkan sebagai dividen tunai—seharusnya didasarkan atas preferensi investor atas dividen versus keuntungan modal.

H5: Dividen payout ratio akan berdampak positif terhadap struktur modal.

2.3.6 Hubungan Ukuran Perusahaan (Size) dengan Struktur Modal

Ukuran perusahaan memainkan peran penting dalam struktur modal (Booth et al, 2001; Amidu, 2007; Abor and Biekpe, 2006; Abor and Biekpe, 2009;). Perusahaan kecil sering dikelola dengan sedikit manajer yang tujuan utamanya adalah untuk meminimalisir gangguan dalam bisnis mereka dan itulah sebabnya dana internal akan berada dalam tempat pertama preferensi keuangan mereka. Jika dana internal tidak mencukupi, perusahaan kecil akan lebih memilih *debt to equity* baru terutama karena utang berarti tingkat yang lebih rendah dari intrusi dan risiko yang lebih rendah dari kehilangan kontrol.

Hussain dan Matlay (2007) menyatakan bahwa perusahaan kecil cenderung untuk mengoptimalkan sumber keuangan eksternal hanya jika sumber internal terkuras. perusahaan kecil mencoba untuk memenuhi kebutuhan keuangan mereka dengan pecking order pribadi dan laba ditahan, hutang dan penerbitan ekuitas baru. Teori pecking order dapat dengan mudah diterapkan di perusahaan-perusahaan kecil karena perusahaan kecil meminjam kebutuhan investasi mereka daripada upaya untuk mencapai struktur modal yang optimal (Daskalakis dan Psillaki, 2008). Oleh karena itu, pertimbangan ukuran perusahaan untuk menjadi moderator yang akan berinteraksi dengan hubungan antara variabel dependen dan variabel independen dalam model empiris.

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

Laba berinteraksi dengan ukuran perusahaan (*size*), Perusahaan besar kurang rentan terhadap kebangkrutan karena mereka cenderung lebih terdiversifikasi dibandingkan perusahaan kecil (Ang dan McConnel, 1982). Oleh karena itu, biaya kebangkrutan diharapkan lebih rendah memungkinkan perusahaan besar untuk mengambil utang lagi. Perusahaan-perusahaan yang lebih besar dapat mengurangi tingkat asimetri informasi di pasar dan memperoleh sumber keuangan yang lebih mudah

(Padron et al. 2005). Jika dua perusahaan dengan profitabilitas yang sama, perusahaan yang lebih besar akan mendapatkan lebih banyak pembiayaan eksternal.

Pertumbuhan (*growth*) berinteraksi dengan ukuran perusahaan (*size*): pada perusahaan kecil, manajer mungkin juga pemilik. Pemilik ingin tetap mengendalikan perusahaan mereka, karena mereka memperoleh keuntungan pribadi atas pengembalian keuangan atas investasi mereka. Mereka perlu untuk melupakan beberapa peluang pertumbuhan jika peluang terlalu luas untuk direalisasikan dan lebih mengandalkan utang. Pertumbuhan perusahaan kecil lebih sensitif terhadap keuangan internal dibandingkan dengan perusahaan yang lebih besar (Cressy dan Olofsson, 1997). perusahaan kecil kemungkinan menghadapi kendala keuangan yang lebih tinggi dan membuat lebih sulit untuk mendapatkan akses ke sumber daya perbankan. Mereka siap untuk membayar suku bunga yang lebih tinggi untuk pinjaman tambahan dan tidak mempertimbangkan mengeluarkan ekuitas eksternal agar tetap dalam kontrol.

Pajak berinteraksi dengan ukuran perusahaan (*size*): Pettit dan Singer (1985) berpendapat bahwa pertimbangan pajak memperoleh sedikit perhatian bagi perusahaan kecil karena perusahaan-perusahaan ini cenderung menghasilkan keuntungan tinggi dan karena itu cenderung untuk menggunakan utang untuk *tax shields*. Perusahaan besar memiliki insentif untuk menggunakan lebih banyak utang karena harus dikurangkan dari pajak seperti depresiasi, penelitian dan biaya pengembangan dan pemotongan investasi.

Aktiva tetap berinteraksi dengan ukuran perusahaan (*size*): Perusahaan kecil lebih sulit untuk mengakses layanan keuangan karena informasi dan biaya transaksi yang lebih besar (Ceston dan Putih, 2003) biaya Informasi dapat dianggap nihil untuk pendanaan internal tetapi sangat tinggi ketika harus mengeluarkan modal baru, sedangkan utang berperan sebagai perantara. Biaya transaksi tetap mencegah perusahaan-perusahaan kecil mengakses jasa keuangan dan tidak proporsional membantu perusahaan-perusahaan besar. perusahaan kecil tidak menanggung risiko bisnis yang lebih tinggi tetapi risiko kesulitan keuangan juga lebih tinggi. Bank cenderung untuk menanggapi risiko ini dengan nilai agunan yang tersedia. Hal ini menciptakan masalah bagi perusahaan kecil bahwa mereka sering tidak memiliki aset tetap yang signifikan untuk mengamankan. (Tucker dan Ramping, 2003), adanya asimetris informasi di perusahaan kecil dapat menyebabkan debitur untuk meminta jaminan dalam bentuk agunan (Myers, 1977; Harris dan Raviv, 1990).

Dividen berinteraksi dengan ukuran perusahaan (*size*): Serupa dengan faktor profitabilitas, karena perusahaan besar dapat memperoleh sumber keuangan yang lebih mudah (Padron et al 2005.), adalah hal wajar untuk mengasumsikan bahwa perusahaan besar, ketika isu yang lebih dividen kepada pemegang saham mereka, akan cenderung untuk meminjam sedikit uang dari bank dibandingkan dengan perusahaan kecil.

H6: Ukuran perusahaan akan memoderasi hubungan antara variabel independen dan struktur modal.

3. METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Desain Penelitian

Penelitian yang akan dilakukan oleh peneliti adalah penelitian pengujian hipotesis yaitu penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan antar variabel, yakni hubungan yang bersifat korelasional. Studi korelasional dilakukan untuk menentukan ada atau tidaknya korelasi antar variabel atau membuat prediksi berdasarkan korelasi antar

variabel. Studi ini menekankan pada penentuan tingkat hubungan yang dapat juga digunakan untuk melakukan prediksi.

3.2 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif berupa data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan cara mendownload dari situs www.idx.co.id sesuai dengan periode pengamatan, *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, serta penelusuran pada situs resmi masing-masing perbankan yang terdaftar dalam BEI tersebut. Data sekunder yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan perbankan pada periode 2010-2015.

3.3 Populasi dan Sampel

Populasi merupakan seluruh kumpulan elemen yang menunjukkan ciri-ciri tertentu yang dapat digunakan untuk membuat kesimpulan (Sanusi, 2011). Populasi penelitian dipilih menggunakan metode *purposive sampling*. Terdapat 31 perusahaan perbankanyang memenuhi kriteria penelitian. Penelitian ini termasuk penelitian penarikan sampel dimana menentukan populasi yang memenuhi kriteria untuk diteliti.

Tabel 2: Daftar perusahaan pengamatan 2010-2015

No	Kode Saham	Nama Emiten	Tanggal IPO
1	AGRO	Bank Rakyat Indonesia Agro Niaga Tbk	08Aug2003
2	BABP	Bank MNC Internasional Tbk	15Jul2002
3	BACA	Bank Capital Indonesia Tbk	08Oct2007
4	BBCA	Bank Central Asia Tbk	31May2000
5	BBKP	Bank Bukopin Tbk	10Jul2006
6	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero)Tbk	25Nov1996
7	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan Tbk	10Jan2001
8	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero)Tbk	10Nov2003
9	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk	17Dec2009
10	BCIC	Bank J Trust Indonesia	25Jun1997
11	BDMN	Bank Danamon Indonesia Tbk	6Dec1989
12	BEKS	Bank Pundi Indonesia Tbk	13Jul2001
13	BJBR	Bank Jabar Banten Tbk	08Jul2010
14	BJTM	Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur (Tbk)	12Jul2012
15	BKSW	Bank QNB Indonesia Tbk	21Nov2002
16	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk	14Jul2003
17	BNBA	Bank Bumi Arta Tbk	29Nov1989
18	BNGA	Bank CIMB Niaga Tbk	
19	BNII	Bank Maybank Indonesia Tbk	21Nov1989
20	BNLI	Bank Permata Tbk	15Jan1990
21	BSIM	Bank Sinar Mas Tbk	13Dec2010
22	BSWD	Bank of India Indonesia Tbk	01May2002
23	BTPN	Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk	12Mar200
24	BVIC	Bank Victoria International Tbk	30Jun1999
25	INPC	Bank Artha Graha International Tbk	29Aug1990
26	MAYA	Bank Mayapada International Tbk	29Aug1997
27	MCOR	Bank Windu Kentjana International Tbk	03Jul2007

28	MEGA	Bank Mega Tbk	17Apr2000
29	NISP	Bank OCBC NISP Tbk	20Oct1994
30	PNBN	Bank Pan Indonesia Tbk	29Dec1982
31	SDRA	Bank Woori Saudara Indonesia 1906 Tbk	15Dec2006

Sumber: www.idx.co.id, 2016

3.4 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variable merupakan segala sesuatu yang menjadi objek pengamatan dalam penelitian yang merupakan konsep yang mempunyai variasi nilai, sesuai dengan identifikasi yang akan diuji dan model yang disusun dalam tinjauan literature. Definisi variabel dan prediksi arah hubungan disajikan pada tabel 1. Menurut *pecking order theory*, ada empat variabel yang berhubungan positif dengan struktur modal, termasuk peluang pertumbuhan, struktur aktiva, tingkat pajak dan tingkat pembayaran dividen. Profitabilitas berhubungan negatif dengan struktur modal. Ukuran perusahaan (*size*) adalah moderator dalam penelitian ini. perusahaan besar dapat memperoleh sumber keuangan yang lebih mudah dan apakah ada beberapa perbedaan keputusan struktur modal antara perusahaan besar dan kecil.

Tabel 1: Definisi variabel dan Prediksi Arah Hubungan

Faktor	Variabel	Definisi	Prediksi Hubungan
<i>Profitability</i>	ROE	<i>Return on Equity</i>	-
<i>Growth</i>	Grow	<i>Persentase perubahan dalam total assets</i>	+
<i>Tax</i>	Tax	<i>Tax/profit before tax</i>	+
<i>Assets Structure</i>	AST	<i>Asset tetap/Total Assets</i>	+
<i>Dividen</i>	DIV	<i>Pembayaran Dividen</i>	+
<i>Size</i>	Size	<i>Log (Total Assets)</i>	+

3.5 Teknik Analisis

Penelitian ini dilakukan untuk melihat hubungan leverage bank dengan enam variabelnya menggunakan regresi panel data dengan metode general Least squared (GLS) dengan pendekatan Fixed effect dengan cross section weight. Pengujian untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara bersama terhadap variabel dependen dilakukan dengan uji F. Pengujian F adalah dengan melihat probabilitas F statistik dari pengujian yang dilakukan. Sementara analisis statistik deskriptif digunakan untuk melihat karakteristik data yang tersedia.

Dalam penelitian ini, data dianalisis dengan menggunakan statistik deskriptif. Statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi. Data dianalisis dengan menggunakan eviews 9. Analisis statistik yang digunakan adalah analisis regresi berganda dengan melakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu. Penelitian ini menggunakan model fixed effect approach dan random effect approach. Model regresi yang digunakan untuk menguji *pecking order theory* (Frank dan Goyal, 2003) yang menggunakan pendekatan *pooled least square* adalah sebagai berikut:

$$DER_{it} = \alpha + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 GROW_{it} + \beta_3 Tax_{it} + \beta_4 AST_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots$$

persamaan 1

Sedangkan untuk menguji efek moderasi size di rumuskan sebagai berikut:

$$DER_{it} = \alpha + \beta_1 SIZE_{it} * ROE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} * GROW_{it} + \beta_3 SIZE_{it} * Tax_{it} + \beta_4 SIZE_{it} * AST_{it} + \beta_5 SIZE_{it} * DIV_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots \text{persamaan 2}$$

Di mana:

DER: *Debt to Equity*

ROE: *Return on Equity*

GROW: *Persentase perubahan dalam total assets*

Tax: *Tax/profit before tax*

AST: *Asset tetap/Total Assets*

DIV: *Pembayaran Dividen*

Size: *Log (Total Assets)*

Analisis deskriptif dilakukan untuk menganalisa faktor yang diduga memengaruhi struktur permodalan bank dari profitability (ROE), struktur asset (ASSETTANGIBLE), TINGKATPAJAK (TAX), pembayaran dividend (DIVIDEN) dan pertumbuhan (GROW), serta Size sebagai variabel moderasi. DER atau rasio hutang terhadap equitas 31 bank selama enam tahun (2010-2015) atau sebanyak 186 observasi memiliki nilai rata-rata 8.247247, nilai maksimum sebesar 18.20747, dan nilai minimum sebesar 0.006205, sementara deviasi standar DER sebesar 2.670649. Nilai mean untuk variabel ROE sebesar 10.79059, dengan nilai maksimum sebesar 40.65000 dan minimum sebesar -82.62000, serta deviasi standar sebesar 14.35305.

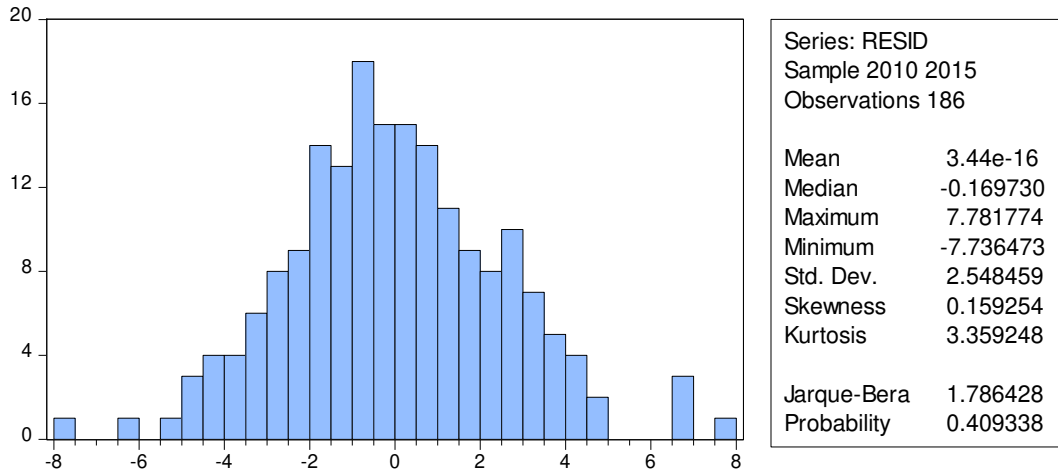
Tabel3: Analisis Deskriptif

	DER	ROE	GROWTH	TINGKATPAJAK	ASSETTANGIBLE	DIVIDEN	SIZE
Mean	8.247247	10.79059	22.47075	0.229231	0.198596	79.32952	17.41054
Median	7.825000	12.26000	17.81000	0.250794	0.142346	79.00000	17.38048
Maximum	18.20747	40.65000	283.7700	0.827621	1.121907	311.6600	20.62902
Minimum	0.006205	-82.62000	-15.71000	-0.270016	0.009042	0.660000	14.26124
Std. Dev.	2.670649	14.35305	26.44417	0.115214	0.155840	49.44104	1.617288
Skewness	0.435481	-3.077495	5.970888	0.433631	2.479473	1.863661	0.135252
Kurtosis	3.710705	18.46249	54.89101	12.97175	11.53702	8.960299	1.966749
Jarque-Bera	9.793500	2146.538	21973.44	776.4568	755.4075	382.9902	8.841049
Probability	0.007471	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.012028
Sum	1533.988	2007.050	4179.560	42.63688	36.93890	14755.29	3238.360
Sum Sq. Dev.	1319.488	38111.87	129369.4	2.455757	4.492909	452217.1	483.8899
Observations	186	186	186	186	186	186	186

Sumber: hasil pengolahan data primer

Uji Normalitas

Gambar 1:
Probabilitas 0.409338, data terdistribusi normal



Sumber: hasil pengolahan data primer

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Database dari Bursa Efek Indonesia digunakan sebagai dasar untuk analisis. Perusahaan Perbankan dipilih karena industri ini adalah industri yang paling penting bagi perekonomian di Indonesia, apalagi Indonesia pernah mengalami masa-masa suram perbankan pada krisis ekonomi tahun 1997 dengan ditutupnya beberapa Bank yang *collaps* akibat krisis ekonomi dan kepercayaan masyarakat. Setelah mengeliminasi bank dengan data tidak cukup, terdapat 31 bank yang di kutip dari Bursa Efek Indonesia periode 2010-2015, dengan menggunakan sumber data ICMD dan penelusuran pada website resmi bank yang terdaftar.

Variabel dependen adalah struktur modal (DEBT) yang dihitung dari total utang dibagi dengan total modal. Variabel independen meliputi profitabilitas (PROFIT), struktur aktiva (ASSETTANGIBLE), pajak (TINGKATPAJAK), Pembayaran dividen (DIVIDEN) dan pertumbuhan penjualan (GROWTH). Secara khusus, peneliti mempertimbangkan ukuran (SIZE) sebagai variabel moderator yang akan berinteraksi dengan variabel independen lain. Koefisien korelasinya disajikan pada tabel 4.

Table 4

	DAR	ASSETTANGIBLE	DIVIDEN	GROWTH	PROFIT	TINGKATPAJAK	SIZE
DAR	1.000						
ASSETTANGIBLE	-0.1096	1.000					
DIVIDEN	-0.0990	-0.1989	1.000				
GROWTH	0.0191	0.0532	-0.0770	1.000			
PROFIT	-0.1476	-0.4097	0.2370	-0.0889	1.000		
TINGKATPAJAK	-0.1619	0.1186	-0.1292	0.0479	-0.0062	1.000	
SIZE	-0.0153	-0.4546	0.5372	-0.1717	0.3840	-0.0813	1.000

Tabel 5: Hasil Pengujian hipotesis dan Arah Hubungan

Faktor	Definisi	Arah Hubungan	Pengujian Hipotesis
<i>Profitability</i>	<i>Return on Equity</i>	-	Ha Diterima, Signifikan pada level 0.1 dengan nilai koefisien regresi sebesar 0.0616
<i>Growth</i>	<i>Persentase perubahan dalam total assets</i>	+	Ha Ditolak, dengan nilai koefisien regresi sebesar 0.5519
<i>Tax</i>	<i>Tax/profit before tax</i>	-	Ha Diterima, Signifikan pada level 0.1 dengan nilai koefisien regresi sebesar 0.0670
<i>Assets Structure</i>	<i>Asset tetap/Total Assets</i>	-	Ha Diterima, Signifikan pada level 0.1 dengan nilai koefisien regresi sebesar 0.0092
<i>Dividen</i>	<i>Pembayaran Dividen</i>	-	Ha Diterima, Signifikan pada level 0.05 dengan nilai koefisien regresi sebesar 0.0279
<i>Size</i>	<i>Log (Total Assets)</i>	-	Ha Diterima, Signifikan pada level 0.05 dengan nilai koefisien regresi sebesar 0.0019

Pada tahap analisis data, peneliti menggunakan regresi blok sebagai alat analisis. Pertama, struktur modal diregresikan dengan lima variabel penjelas untuk melihat signifikansi masing-masing, seperti tampak dalam tabel 4a *fixed effect*. Pengujian signifikansi *Fixed Effects Model* bertujuan untuk memperbandingkan antara model *Fixed Effects* dengan model *common Effects*, dimana hipotesis *Null* nya adalah model *common effects* lebih baik, artinya memang tidak ada perbedaan efek antar individu (waktu kalau menggunakan efek *fixed period*) pada data panel. Kemudian guna melihat apakah pemilihan model *fixed effect* apakah merupakan model terbaik, maka dilakukan pengujian *Redundant Fixed Effects Tests*, hasil pengujian seperti tampak pada tabel 4b.

Table 6a

Dependent Variable: DER
 Method: Panel Least Squares
 Date: 06/26/16 Time: 22:04
 Sample: 2010 2015
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 31
 Total panel (balanced) observations: 186

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.356255	0.501995	18.63814	0.0000
ROE	0.028147	0.014740	1.909632	0.0581
GROWTH	0.004753	0.006360	0.747321	0.4560
ASSETTANGIBLE	-5.246311	1.444708	-3.631398	0.0004
TINGKATPAJAK	-2.083650	1.531636	-1.360408	0.1757

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.550607	Mean dependent var	8.247247
Adjusted R-squared	0.449420	S.D. dependent var	2.670649
S.E. of regression	1.981651	Akaike info criterion	4.373615
Sum squared resid	592.9681	Schwarz criterion	4.980610
Log likelihood	-371.7462	Hannan-Quinn criter.	4.619593
F-statistic	5.441442	Durbin-Watson stat	1.234920
Prob(F-statistic)	0.000000		

Table 6b

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.443777	(30,151)	0.0000
Cross-section Chi-square	136.358553	30	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: DER
Method: Panel Least Squares
Date: 06/26/16 Time: 22:06
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 31
Total panel (balanced) observations: 186

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.662470	0.522269	18.50093	0.0000
ROE	-0.029576	0.014224	-2.079293	0.0390
GROWTH	0.005216	0.007286	0.715916	0.4750
ASSETTANGIBLE	-3.058955	1.308432	-2.337879	0.0205
TINGKATPAJAK	-2.642740	1.704024	-1.550882	0.1227
R-squared	0.064569	Mean dependent var		8.247247
Adjusted R-squared	0.043896	S.D. dependent var		2.670649
S.E. of regression	2.611375	Akaike info criterion		4.784145
Sum squared resid	1234.290	Schwarz criterion		4.870859
Log likelihood	-439.9255	Hannan-Quinn criter.		4.819285
F-statistic	3.123412	Durbin-Watson stat		0.629401
Prob(F-statistic)	0.016287			

Tabel 4a: Fixed effect Model

Dependent Variable: DER
Method: Panel Least Squares
Date: 06/26/16 Time: 07:07
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 31
Total panel (balanced) observations: 186

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.784991	0.662107	14.77856	0.0000
ROE	0.027772	0.014745	1.883484	0.0616
GROWTH	0.004647	0.006361	0.730589	0.4662
TINGKATPAJAK	-2.196254	1.535896	-1.429949	0.1548
ASSETTANGIBLE	-5.138361	1.448857	-3.546494	0.0005
DIVIDEN	-0.005268	0.005305	-0.993137	0.3222
Effects Specification				

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.553543	Mean dependent var	8.247247
Adjusted R-squared	0.449370	S.D. dependent var	2.670649
S.E. of regression	1.981741	Akaike info criterion	4.377814
Sum squared resid	589.0945	Schwarz criterion	5.002152
Log likelihood	-371.1367	Hannan-Quinn criter.	4.630819
F-statistic	5.313674	Durbin-Watson stat	1.242920
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: hasil pengolahan data primer

Tabel 4b: Redundant Fixed Effects Tests

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.197928	(30,150)	0.0000
Cross-section Chi-square	132.570874	30	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: DER
Method: Panel Least Squares
Date: 06/26/16 Time: 07:12
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 31
Total panel (balanced) observations: 186

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.52312	0.646394	16.27974	0.0000
ROE	-0.024912	0.014229	-1.750772	0.0817
GROWTH	0.004303	0.007220	0.595986	0.5519
TINGKATPAJAK	-3.133772	1.700406	-1.842955	0.0670
ASSETTANGIBLE	-3.438944	1.305828	-2.633536	0.0092
DIVIDEN	-0.008855	0.003996	-2.216079	0.0279

R-squared	0.089413	Mean dependent var	8.247247
Adjusted R-squared	0.064119	S.D. dependent var	2.670649
S.E. of regression	2.583612	Akaike info criterion	4.767980
Sum squared resid	1201.509	Schwarz criterion	4.872036
Log likelihood	-437.4221	Hannan-Quinn criter.	4.810147
F-statistic	3.534923	Durbin-Watson stat	0.646246
Prob(F-statistic)	0.004502		

Sumber: hasil pengolahan data primer

Kemudian variabel moderator (SIZE) dan interaksi dengan semua variabel penjelas dimasukkan ke dalam model regresi untuk melihat efek moderasi. Output regresi dengan memasukkan SIZE sebagai variabel moderasi dengan tercantum dalam Tabel 5a. Kemudian guna melihat apakah pemilihan model fixed effect apakah merupakan model terbaik, maka dilakukan pengujian *Redundant Fixed Effects Tests*, hasil pengujian seperti tampak pada tabel 5b.

Tabel 5a: Fixed Effect Moderasi

Dependent Variable: DER
 Method: Panel Least Squares
 Date: 06/26/16 Time: 10:39
 Sample: 2010 2015
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 31
 Total panel (balanced) observations: 186

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	44.68627	11.31178	3.950421	0.0001
ROE	-0.196775	0.323919	-0.607482	0.5445
GROWTH	-0.181568	0.120669	-1.504681	0.1346
TINGKATPAJAK	-71.23281	23.94394	-2.974983	0.0034
ASSETTANGIBLE	-7.980294	18.67827	-0.427250	0.6698
DIVIDEN	0.013598	0.050302	0.270319	0.7873
SIZE	-2.118860	0.671345	-3.156140	0.0019
ROE_SIZE	0.013439	0.019833	0.677587	0.4991
GROWTH*SIZE	0.011655	0.007532	1.547436	0.1240
TAX*SIZE	4.226268	1.463630	2.887525	0.0045
ASSET*SIZE	0.164493	1.156145	0.142277	0.8871
DIVIDEN*SIZE	-0.000693	0.002661	-0.260345	0.7950

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.596414	Mean dependent var	8.247247
Adjusted R-squared	0.481504	S.D. dependent var	2.670649
S.E. of regression	1.923046	Akaike info criterion	4.341377
Sum squared resid	532.5271	Schwarz criterion	5.069772
Log likelihood	-361.7481	Hannan-Quinn criter.	4.636550
F-statistic	5.190268	Durbin-Watson stat	1.216489
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: hasil pengolahan data primer

Tabel 5b: Redundant Fixed Effects Tests Moderasi

Redundant Fixed Effects Tests
 Equation: Untitled
 Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.102664	(30,144)	0.0000
Cross-section Chi-square	134.698950	30	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: DER
 Method: Panel Least Squares
 Date: 06/26/16 Time: 10:43
 Sample: 2010 2015
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 31
 Total panel (balanced) observations: 186

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	32.12421	8.872909	3.620482	0.0004
ROE	-0.418262	0.227759	-1.836422	0.0680
GROWTH	-0.132573	0.139138	-0.952816	0.3420
TINGKATPAJAK	-78.56424	24.22661	-3.242891	0.0014
ASSETTANGIBLE	-0.071896	18.46174	-0.003894	0.9969
DIVIDEN	0.047084	0.043060	1.093438	0.2757
SIZE	-1.338310	0.528083	-2.534279	0.0122
ROE*SIZE	0.024238	0.013802	1.756108	0.0808
GROWTH*SIZE	0.008298	0.008647	0.959678	0.3385
TAX*SIZE	4.535499	1.457687	3.111436	0.0022
ASSET*SIZE	-0.175189	1.139074	-0.153800	0.8779
DIVIDEN*SIZE	-0.002953	0.002244	-1.315989	0.1899
R-squared	0.167379	Mean dependent var		8.247247
Adjusted R-squared	0.114742	S.D. dependent var		2.670649
S.E. of regression	2.512764	Akaike info criterion		4.742984
Sum squared resid	1098.633	Schwarz criterion		4.951097
Log likelihood	-429.0976	Hannan-Quinn criter.		4.827320
F-statistic	3.179881	Durbin-Watson stat		0.677420
Prob(F-statistic)	0.000593			

Sumber: hasil pengolahan data primer

Dari Tabel 5, dapat dijelaskan hasil melalui blok model pertama dan model kedua. Pada model pertama, efek utama dari variabel penjelas diuji. Terdapat korelasi yang signifikan dan negatif antara struktur modal dan profitabilitas sesuai dengan teori pecking order. Ada juga hubungan positif yang signifikan antara struktur modal dan aset tangible. Tidak ada hubungan positif yang signifikan antara struktur modal dan peluang pertumbuhan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada hubungan linear antara rasio utang dan variabel penjelas. Nilai R² adalah 27,5%. Hal ini menunjukkan bahwa 27,5% dari variasi dalam struktur modal di perusahaan dianalisis dijelaskan. Koefisien regresi profitabilitas dan peluang tumbuh sejalan dengan teori *pecking order*. Variabel struktur aset, pajak dan dividen tidak diprediksi oleh teori ini.

Variabel yang paling signifikan masukkan model terakhir adalah profitabilitas yang koefisien profitabilitas negatif. perusahaan lebih menguntungkan memiliki lebih pembiayaan internal yang tersedia. Itu menunjukkan ketika perusahaan kurang dana internal menggunakan pembiayaan utang lebih. Ini mendukung teori pecking order dan menegaskan temuan dari beberapa studi sebelumnya (Gaud et al, 2005;. Amidu, 2007; Chakraborty, 2010; Vanacker dan Manigart, 2010). Koefisien peluang pertumbuhan dan struktur modal adalah signifikan positif. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi lebih mungkin untuk peredam dana internal dan membutuhkan tambahan modal (Michaelas et al., 1999). Pertumbuhan kemungkinan akan meletakkan beban pada laba ditahan dan mendorong perusahaan untuk melakukan pinjaman (hutang).

Koefisien struktur aktiva tetap dan struktur modal tidak signifikan dalam penelitian ini. Dalam teori pecking order hubungan positif. Ini berarti bahwa proporsi yang lebih tinggi dari aktiva tetap total aset akan menurunkan masalah informasi asimetris dan harus mengeluarkan lebih banyak utang. Namun dalam penelitian empiris ini teori pecking order tidak mendukung. Struktur aset tidak berkorelasi dengan struktur modal yang tidak konsisten dengan studi empiris lainnya seperti Portugal (Psillaki dan Daskalakis, 2009). Namun, Balai et al. (2004) menemukan hubungan negatif antara utang jangka pendek dan struktur aset dan hubungan positif antara utang jangka panjang

dan struktur aset. Dalam penelitian kami, kami tidak membedakan antara jangka panjang dan utang jangka pendek. Dengan demikian hubungan antara struktur aktiva dan utang tidak signifikan dalam penelitian ini.

Koefisien pajak dan struktur modal tidak signifikan dalam penelitian ini. Dalam teori pecking order hubungan positif. Perusahaan dapat menggunakan non-utang pelindung pajak seperti depresiasi untuk mengurangi pajak perusahaan. Krisis keuangan tahun 2008 dipengaruhi sebagian Taiwan perusahaan elektronik. Imbalan tersebut dibatasi maka mereka cenderung menggunakan utang untuk perisai pajak. Kebijakan dividen tidak berkorelasi dengan struktur modal. Ini tidak dilapisi dengan teori pecking order. Dalam badai keuangan mempengaruhi sebagian besar perusahaan. Perusahaan dengan kesehatan keuangan yang baik dapat membayar sebagian dari keuntungan mereka untuk menjaga tingkat kebijakan dividen sebelumnya. Tapi satu ke perusahaan ketiga, mereka tidak memiliki uang untuk membayar dividen. Ketika datang ke kesulitan keuangan, ukuran merupakan faktor penting dari struktur modal. Bisa faktor ukuran menjelaskan perbedaan pada struktur modal? Ukuran adalah variabel moderator dalam penelitian ini. Jalan dari pajak terhadap struktur modal dimoderatori oleh ukuran perusahaan. Koefisien moderator adalah positif yang berarti koefisien jalur lebih besar di perusahaan besar. Dalam perusahaan besar tarif pajak berpengaruh positif terhadap struktur modal. Perusahaan besar meningkatkan keuangan dari lembaga formal untuk mengambil keuntungan dari pengurangan pajak dari utang.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Artikel ini menyajikan analisis faktor-faktor penentu pilihan struktur modal perusahaan perbankan di Indonesia yang terdaftar di BEI berdasarkan data dari 31perbankan yang terdaftar dalam periode 2010-2015 dalam konteks *pecking order theory*. Studi ini memberikan kontribusi pada literatur empiris terhadap struktur modal dengan dua cara. Pertama, penelitian ini itu milik sejumlah studi yang analisis struktur modal pasar saham emerging. Kedua, membandingkan pengaruh ukuran perbankan terhadap faktor-faktor penentu.Kesimpulannya, bukti empiris dari penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas dan *Tangible Asset* merupakan variabel penting yang mempengaruhi struktur modal perbankan.

Profitabilitas negatif mempengaruhi struktur modal bahwa perusahaan lebih memilih pembiayaan dari sumber eksternal. Bank menggunakan kas internal untuk membiayai kredit nasabah atau proyek-proyek baru. Ketika kas internal tidak mencukupi, Bank menerbitkan utang. Ekuitas dikeluarkan sebagai jalan terakhir. Bank yang memiliki profitabilitas lebih mungkin untuk menghasilkan internal leverage yang menurun dengan profitabilitas.

Tangible Asset secara positif mempengaruhi struktur modal, hal ini mungkin karena mempengaruhi utang jangka panjang. Menerapkan teori *pecking order*, perusahaan berkembang menempatkan permintaan yang lebih besar pada dana keuangan. Mereka akan cenderung untuk melihat ke dana eksternal untuk membiayai pertumbuhan. Peluang pertumbuhan (*growth*) tidak berkorelasi dengan struktur modal, padahal menerapkan teori *pecking order*, perusahaan berkembang menempatkan permintaan yang lebih besar pada dana keuangan, sehingga mereka akan cenderung untuk melihat ke dana eksternal untuk membiayai pertumbuhan.

Kebijakan dividen tidak berkorelasi dengan struktur modal pada tahun 2010-2015, hal ini mungkin karena adanya krisis keuangan. Ukuran perusahaan adalah moderator dari jalur antara tarif pajak dan struktur modal. Tarif pajak mempengaruhi

secara positif. perusahaan besar muncul untuk mengambil keuntungan dari pengurangan pajak dari utang. perusahaan besar menghadapi keuntungan relatif untuk menaikkan pembiayaan dari lembaga formal karena mereka memiliki asimetri informasi yang lebih rendah, lebih beragam dan risiko yang lebih rendah.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] Abor, J. and Biekpe, N. (2006). An empirical test of the agency problems and capital structure of South Africa quoted SMEs, *SA Journal of Accounting Research*, 20(1), 51-65.
- [2] Abor, J. and Biekpe, N. (2009). How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa? Evidence from Ghana, *Journal of Economic Studies*, 36(1), 83-97.
- [3] Amidu M. (2007). Determinants of capital structure of banks in Ghana: an empirical approach, *Baltic Journal of Management*, 2(1).67-79.
- [4] Bhaduri S. (2002). Determinants of corporate borrowing: some evidence from the Indian corporate structure, *Journal of Economic and Finance*, 26, 200-215.
- [5] Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A. and Maksimovic V. (2001). Capital structure in developing countries, *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- [6] Daskalakis N, Psillaki M (2008). Do country of firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece, *Applied Financial Economics*, 18, 87-97.
- [7] Frank M.Z. and Goyal V.K. (2004). Capital structure decisions: Which factors are reliably important?EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 2464, Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference paper.
- [8] Gani, A. (2015). Analisis Perbandingan Risiko dan Tingkat Pengembalian Reksadana Syariah dan Reksadana Konvensional. *Journal of Accountancy FE UBB*, 1(1).
- [9] Harris M.and Raviv, A. (1991). The theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 41, 297-355.
- [10] Javed, A.Y. & Imad, Q. (2012). A decomposition analysis of capital structure: evidence from Pakistan's manufacturing sector. *The Lahore Journal of Economics*, 17(1), 1-31.
- [11] Jibrán, Sheikh, *et all.* (2012). Pecking at Pecking Order Theory: Evidence from Pakistan's Non-Financial Sector. *Journal of Competitiveness*. Vol. 4, Issue 4, pp. 86-95, December 2012.
- [12] Myers, S.C., (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- [13] Myers S.C. and Majluf N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- [14] Modigliani F. and Miller M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American economic Review*, 48(3), 261-297.
- [15] Modigliani F. and Miller M.H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *American economic Review*, 53, 433-443.
- [16] Smart, S. B., Megginson, Gitman. (2004). *Corporate Finance*. Ohio: South-Western, Thomson Learning.

- [17] Suhardi, S. (2012). Persepsi pemakai laporan keuangan pemerintah daerah terhadap independensi auditor Badan Pemeriksa Keuangan. *Jurnal Akuntansi Universitas Jember*, 10(2).
- [18] Tsuji Ch. (2011). An International Survey of the Evidence of the Pecking Order Theory of Corporate Financing. *Business and Economic Research*, 1(1), 1-13.
- [19] Titman, S dan Wessel, R. 1998. The Determinant of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. Vol 43.
- [20] Vanacker T.R. and Manigart S. (2010). Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing, *Small Business Economics*, 35, 53-69.
- [21] Vasiliou D., Eriotis N. and Daskalakis N. (2009). Testing the pecking order theory: the importance of methodology, *Qualitative Research in Financial*, 1(2), 85-96.