

IMPLEMENTASI *PACKING ORDER THEORY* PADA INDUSTRI MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Oleh :
Dwi Astutik

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini menguji dan menganalisis pengaruh rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan pertumbuhan terhadap struktur modal dengan pendekatan *packing order theory*.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan industri manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2015 berjumlah 116 perusahaan dengan 348 data). Penelitian dilakukan secara sampling dengan teknik *purposive sampling*, diperoleh sampel sebanyak 266 data. Analisis data penelitian dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda *least square method*.

Hasil penelitian membuktikan bahwa secara parsial, likuiditas dan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan, rasio perputaran berpengaruh positif tidak signifikan, dan rasio pertumbuhan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal. Pengujian tersebut membuktikan bahwa likuiditas, profitabilitas dan rasio pertumbuhan mampu membuktikan *pecking order theory*.

Kata kunci : likuiditas, profitabilitas, aktivitas, pertumbuhan, struktur modal.

A. LATAR BELAKANG MASALAH

Struktur modal merupakan proporsi antara penggunaan hutang dan modal sendiri dalam struktur finansial perusahaan. Struktur modal perusahaan dilihat dari perspektif *pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dari pada eksternal. Apabila sumber pendanaan eksternal dibutuhkan, maka pilihan utama adalah hutang dengan cara menerbitkan obligasi. Penerbitan saham baru dilakukan sebagai upaya terakhir apabila sumber pendanaan internal masih tidak mencukupi.

Alternatif tersebut dilakukan oleh manajer keuangan dikarenakan, tindakan pengumuman penerbitan saham diyakini dapat menurunkan harga saham. Hal ini dikarenakan para investor akan memberikan penilaian atau respon yang negatif. Sebaliknya, jika melakukan hutang maka tidak ada pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Kedua hal tersebut menunjukkan adanya urutan pemilihan dalam struktur modal dari perspektif *pecking order theory*.

Banyak faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal khususnya yang mengadopsi hipotesis *pecking order*. Mutamimah (2009) membuktikan bahwa likuiditas perusahaan yang tinggi mengurangi struktur modal. Disisi lain Pahuja et al (2012) yang melakukan penelitian pada perusahaan di India, tidak mendukung hipotesis *packing order*.

Pengujian terhadap profitabilitas, Pahuja et al (2012) pada tahun 2010 mendukung hipotesis *pecking order*, dimana semakin tinggi keuntungan perusahaan, maka mengurangi hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal.

Berbeda halnya, penelitian yang dilakukan oleh *Pahuja et al (2012)* tahun 2009 tidak mendukung hipotesis *pecking order*.

Kristian (2014) dalam studi empirisnya juga mendukung hipotesis *pecking order* dimana *total assets turnover* yang tinggi mengurangi hutang perusahaan. Gamayuni (2012) menunjukkan adanya *gap* dimana variabel tersebut jika tinggi maka justru perusahaan meningkatkan hutang.

Pahuja et al (2012) mendukung hipotesis *pecking order*, dimana *salles growth* yang tinggi, perusahaan mengurangi hutang. Mahardika (2014) membuktikan hasil yang berbeda, tidak mampu mendukung hipotesis tersebut. Dimana *salles growth* yang tinggi, perusahaan justru meningkatkan hutang.

B. TUJUAN PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah :

1. Menguji dan menganalisis pengaruh rasio likuiditas terhadap struktur modal.
2. Menguji dan menganalisis pengaruh rasio profitabilitas terhadap struktur modal.
3. Menguji dan menganalisis pengaruh rasio aktivitas terhadap struktur modal.
4. Menguji dan menganalisis pengaruh rasio pertumbuhan terhadap struktur modal.

C. LANDASAN TEORI

Pecking order theory menyatakan 4 (empat) hal, yaitu (Husnan, 2008:324 dalam Putri, 2012) bahwa perusahaan lebih menyukai *internal financing* Perusahaan juga selalu mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis. Kebijakan dividen yang konstan dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak dapat diduga. Apabila membutuhkan *external financing*, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas paling aman terlebih dahulu. Yaitu dengan cara menerbitkan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi). Apabila belum mencukupi, maka saham baru diterbitkan (Kartika, 2009).

Pecking order theory merupakan salah satu teori yang didasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas.

Struktur modal perusahaan berkaitan erat dengan kapitalisasi yang biasa diartikan sebagai *outstanding*, baik dalam bentuk *capital stock* maupun hutang jangka panjang atau obligasi. Susunan dari jenis-jenis modal yang membentuk kapitalisasi merupakan struktur modal (Riyanto, 1995 dalam Kaweny, 2007). Pemenuhan dana yang bersumber dari luar perusahaan yang berasal dari kredit merupakan *leverage* bagi perusahaan atau *debt financing*.

Perusahaan yang memiliki rasio *leverage* tinggi, maka akan berdampak timbulnya risiko kerugian yang lebih besar, tetapi juga ada kesempatan mendapatkan laba yang besar pula. Sebaliknya, jika perusahaan mempunyai rasio *leverage* yang rendah, tentu akan mempunyai kerugian yang lebih kecil pula, terutama pada saat perekonomian sedang menurun. Dampak ini juga akan mengakibatkan rendahnya *return* pada saat perekonomian tinggi (Kasmir, 2012:152).

Rasio likuiditas disebut pula sebagai rasio modal kerja, yaitu rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan membayar *current liabilities* pada saat jatuh tempo dengan menggunakan *current assets*. Rasio yang terlalu tinggi dapat

dipersepsikan bahwa perusahaan tidak mampu mengelola aktiva lancar dengan efektif. Sebaliknya, jika terlalu rendah, justru perusahaan dalam kondisi *unliquid*. Likuiditas yang baik adalah 200% atau 2:1 (Kasmir, 2012:128-131).

Profitabilitas merupakan suatu ukuran tentang efektivitas manajemen dalam mengelola investasinya. Selain itu, hasil pengembalian investasi menunjukkan produktivitas dari seluruh dana perusahaan, baik modal pinjaman maupun modal sendiri. Semakin kecil rasio ini, maka semakin kurang baik, demikian pula sebaliknya. Artinya, rasio ini digunakan untuk mengukur efektivitas dari keseluruhan operasional perusahaan (Kasmir, 2012:201).

Rasio aktivitas menggambarkan keseluruhan kegiatan yang dilakukan oleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya (Harahap, 2013:308). Kasmir (2009:175) menyatakan bahwa rasio aktivitas digunakan untuk mengetahui penggunaan semua aktiva perusahaan dibandingkan dengan penjualan dalam suatu periode waktu tertentu.

Growth ratio menggambarkan presentasi atas pertumbuhan dari pos-pos perusahaan dari tahun ke tahun. Informasi pertumbuhan perusahaan juga sangat dibutuhkan oleh para investor atau calon investor, khususnya yang berminat untuk melakukan investasi pada saham. Berinvestasi pada saham tentunya mempunyai niat untuk jangka panjang, dan memberikan hasil yang besar di masa yang akan datang (Harahap, 2013:309).

D. HIPOTESIS

Hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

1. Rasio likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
2. Rasio profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
3. Rasio aktivitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
4. Rasio pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

E. METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia, selama kurun waktu tahun 2013-2015, berjumlah 116 perusahaan atau 348 data (*Indonesian Capital Market Directory*, 2016).

Penelitian dilakukan secara *sampling*, dengan teknik *purposive sampling*, dimana pengambilan sampel dari populasi berdasarkan suatu bagan (*judgment*) tertentu atau jatah (*quota*) tertentu, atau teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan tertentu (Jogiyanto, 2010:79).

Sampel ditetapkan berdasarkan kriteria : perusahaan yang tidak pernah *suspend* selama periode penelitian, secara berturut-turut perusahaan tersebut selalu mempublikasikan data yang dibutuhkan setiap periode penelitian, perusahaan yang mempunyai *price to book value* positif, dan perusahaan yang profitabilitasnya bernilai positif. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel sebanyak 266 data.

Operasionalisasi variabel dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. Rasio likuiditas diproksikan dengan *Current Ratio*(CR).
2. Profitabilitas diproksikan dengan *Return On Assets* (ROA).
3. Rasio aktivitas diproksikan dengan *Total Assets Turnover* (TATO).
4. Rasio pertumbuhan diproksikan dengan *Salles Growth* (SG).

5. Struktur modal diproksikan dengan *Debt To Equity Ratio* (DER).

Teknik analisis menggunakan regresi linier berganda *least square*, dengan berbagai analisis dan pengujian sebagai berikut :

1. Analisis deskriptif

Analisis ini dilakukan untuk memberikan gambaran mengenai variabel-variabel penelitian.

2. Uji normalitas residual

Pengujian dilakukan dengan uji *Z skweness*. Residual data dinyatakan normal apabila $Z_{skweness} < 2$ (Ghozali, 2011:163).

3. Uji asumsi klasik

Dilakukan dengan 3 (tiga) tahapan pengujian, yaitu :

a. Uji heteroskedastisitas

Dilakukan dengan uji *Gletser*, dimana jika seluruh variabel independen tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan variabel absolut residual, maka dinyatakan tidak terjadi gejala heteroskedastisitas (Ghozali, 2011: 139).

b. Uji multikolinieritas

Uji ini menggunakan uji VIF, suatu model regresi dikatakan tidak terjadi masalah multikolinieritas jika koefisien VIF < 10 (Ghozali, 2011:105).

c. Uji autokorelasi

Pengujian dilakukan uji *Durbin Watson* (DW). Dikatakan tidak terjadi autokorelasi manakala nilai $du < dw < 4-du$ (Ghozali, 2011:110-111).

4. Analisis persamaan regresi linier berganda

Analisis ini mengandung makna bahwa, dalam suatu persamaan regresi yang terdapat satu variabel dependen dan lebih dari satu variabel independen (Algifari, 2009:62). Persamaan regresi dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

$$PBV = \alpha + \beta_1 CR - \beta_2 ROA - \beta_3 TATO - \beta_4 SG + e$$

5. Uji model, yang terdiri :

a. Uji *goodness of fit*

Pengujian yang menunjukkan pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen (Ghozali, 2011:98). Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ dan $\text{sig. } F < 0,05$ maka seluruh variabel independen yang terdapat dalam model regresi mampu menjelaskan variasi variabel dependen secara signifikan.

b. Uji koefisien determinasi

Uji ini dilakukan dengan menggunakan *adjusted R square*. Tujuan dari pengujian ini adalah mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2011:98).

6. Uji hipotesis

Pengujian dilakukan untuk melihat pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen (Ghozali, 2011:98). Pengujian dilakukan jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan $\text{sig. } t < 0,05$ maka, hipotesis alternatif diterima.

F. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil penelitian dan pembahasan dilakukan sebagai berikut :

1. Analisis Deskriptif

Berdasarkan hasil pengolahan data, analisis statistik deskriptif dapat dilakukan sebagai berikut :

Tabel 1
Statistik Deskriptif

Variabel	Min.	Max.	Mean	SD.
CR (X1)	0,24	247,44	3,27	15,40
ROA (X2)	0,01	32,11	7,90	6,25
TATO (X3)	0,06	3,19	1,17	0,59
SG (X4)	-0,58	9,40	0,18	0,71
SM (Y)	0,04	4,38	1,01	0,81

Sumber : data sekunder diolah (2017).

Berdasarkan tabel 1 dapat dianalisis sebagai berikut :

- a. *Current Ratio* (CR)
PT. Roda Vivatex Tbk. pada tahun 2013 memiliki kemampuan perusahaan membayar hutang jangka pendek dengan menggunakan aktiva lancar terendah sebesar 0,24%. Sebaliknya, PT. Jaya Pari Steel Tbk. mempunyai likuiditas terbesar pada tahun 2013 sebesar 247,44%. Rata-rata likuiditas dari 258 perusahaan sebesar 3,27% dengan *standard deviation* 15,40%.
- b. *Return On Assets* (ROA)
PT. Kobexindo Tractors Tbk. mempunyai tingkat pengembalian atas total aset terendah sebesar 0,01% pada tahun 2014. PT. Multi Bintang Indonesia Tbk. pencapaian ROA tertinggi yaitu 35,32%. Kinerja ROA perusahaan industri manufaktur jika dilihat dari rata-rata sebesar 7,90% *standard deviation* sebesar 6,25%.
- c. *Total Assets Turn Over* (TATO)
PT. Kertas Basuki R. Indonesia Tbk. mempunyai kemampuan memutar asset terendah pada tahun 2012 yaitu 0,06 kali. PT. Metroda Electronics Tbk. menunjukkan kinerja yang sangat baik, dimana pencapaian TATO pada tahun 2013 mencapai 3,19 kali. Rata-rata perusahaan yang diteliti mempunyai kemampuan hanya 1,17 kali, dengan *standard deviation* 0,59%.
- d. *Salles Growth* (SG)
PT Jaya Pari Steel Tbk. mempunyai pertumbuhan penjualan terendah di industri manufaktur pada tahun 2013 sebesar -0,58%. *Salles growth* tertinggi dicapai oleh PT. Indopoly Swakarsa Industri Tbk. pada tahun 2013 sebesar 9,40%. Capaian rata-rata dari seluruh perusahaan hanya 0,18%, dengan *standard deviation* sebesar 0,71%.
- e. Struktur Modal
PT. Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk. pada penelitian ini mempunyai kemampuan terendah dalam membayar hutang jangka panjang dengan menggunakan modal sendiri pada tahun 2012 sebesar 0,04%. Sebaliknya, PT. Indomobil Multi Jasa Tbk. pada tahun 2014 mempunyai kinerja terbaik dibandingkan perusahaan yang lain yaitu 4,38%. Kemampuan rata-rata industri ini sebesar 1,01%, dengan *standard deviation* sebesar 0,81%.

2. Uji Normalitas, dan Uji Asumsi Klasik

Pengujian dilakukan sebagai berikut :

Tabel 2
Uji Normalitas dan Uji Asumsi Klasik

Variabel	ZSkw RES_2	Sig.	VIF	DW
CR	1,399	0,884	1,016	1,873
ROA		0,080	1,023	
TATO		0,091	1,033	
SG		0,324	1,010	

Sumber : data sekunder diolah (2017).

Berdasarkan tabel 2 dapat dilakukan pengujian sebagai berikut :

a. Uji normalitas

Uji normalitas residual pertama dilakukan terhadap 266 data, namun nilai *Z skewness* > 2 ($4,749 > 2$), sehingga residual dinyatakan tidak normal. Langkah selanjutnya dilakukan uji *outlier*, ditemukan 8 (delapan) data yang terjadi *outlier*. Uji residual kedua dilakukan terhadap 258 data dan diperoleh hasil *Z skewness* < 2 ($1,399 < 2$), artinya bahwa residual data dalam model regresi ini dinyatakan normal.

b. Uji asumsi klasik

Uji heteroskedastisitas dilakukan terhadap Abs_Res-2, diperoleh hasil bahwa signifikansi dari seluruh variabel independen tidak signifikan terhadap Abs_Res-2. Berarti dalam model regresi dalam kondisi homoskedastisitas.

Uji multikolinieritas terhadap seluruh variabel independen mempunyai nilai $VIF < 10$. Hasil ini membuktikan bahwa di dalam model regresi tidak terjadi multikolinieritas, sehingga dapat digunakan untuk pengujian-pengujian selanjutnya.

Uji autokorelasi nilai *durbin up (du)* diperoleh dengan cara interpolasi (dengan $k = 4$ dan $n = 258$) diperoleh 1,837. Hasil pengujian membuktikan bahwa $du < dw < 4-du$ atau $1,837 < 1,873 < 2,163$, sehingga dalam model regresi ini tidak terjadi autokorelasi.

3. Analisis Persamaan Regresi

Persamaan regresi dirumuskan sebagai berikut :

$$SM = 1,407 - 0,128CR - 0,473ROA + 0,072TATO - 0,014SG.$$

Konstanta sebesar 1,407 artinya bahwa struktur modal perusahaan yang termasuk di dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian sebesar 1,407% dengan asumsi likuiditas, profitabilitas, aktivitas dan pertumbuhan nilainya nol, dan tentunya *ceteris paribus*.

Koefisien regresi likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* sebesar - 0,128 artinya jika *current ratio* meningkat sebesar 1% maka *debt to equity ratio* turun sebesar 0,128%. Sebaliknya, jika *current ratio* turun sebesar 1% maka *debt to equity ratio* perusahaan industri manufaktur meningkat sebesar 0,128%.

Koefisien regresi dari profitabilitas yang diproksikan dengan *return on assets* sebesar -0,473. Artinya, jika *return on assets* meningkat sebesar 1% maka *debt to*

equity ratio turun sebesar 0,473%. Sebaliknya, jika *return on assets* turun sebesar 1% maka *debt to equity ratio* perusahaan industri manufaktur meningkat sebesar 0,473%.

Rasio aktivitas yang diproksikan dengan *total asset turnover* sebesar 0,072. Artinya, jika *total asset turnover* meningkat sebesar 1 kali maka *debt to equity ratio* perusahaan industri manufaktur meningkat sebesar 0,072 kali. Sebaliknya, jika *total asset turnover* menurun sebesar 1 kali maka *debt to equity ratio* perusahaan industri manufaktur juga turun sebesar 0,072 kali.

Koefisien regresi dari rasio pertumbuhan yang diproksikan dengan *salles growth* sebesar -0,014. Artinya, jika *salles growth* meningkat sebesar 1% maka *debt to equity ratio* turun sebesar 0,014%. Sebaliknya, jika *salles growth* turun sebesar 1% maka *debt to equity ratio* perusahaan industri manufaktur meningkat sebesar 0,014%.

4. Uji Model

Uji model terdiri dari uji F dan uji koefisien determinasi, sebagai berikut :

Tabel 3
Uji Model

Uji F		Adj. R ²
F _{hitung}	Sig. F	
19,562	0,000	0,224
F _{tabel} (α 5%, df 1 = k-1, df2 = n-k-1) = 2,407.		

Sumber : data sekunder diolah (2017).

Berdasarkan tabel 3 dapat dilakukan pengujian sebagai berikut :

a. Uji F

Uji F membuktikan bahwa $F_{hitung} > F_{tabel}$ ($19,562 > 2,407$), dan $sig. F < 0,05$ ($0,00 < 0,05$). Hasil pengujian membuktikan bahwa secara simultan *current ratio*, *return on assets*, *total assets turnover*, *salles growth* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan di industri manufaktur.

b. Uji koefisien determinasi

Diperoleh *adjusted R square* sebesar 0,224. Hasil ini membuktikan bahwa secara simultan, kemampuan *current ratio*, *return on assets*, *total assets turnover*, *salles growth* dalam mempengaruhi struktur modal perusahaan di industri manufaktur sebesar 22,4%. Selebihnya 77,6% dipengaruhi oleh faktor lain, misalnya tingkat suku bunga pinjaman, kebutuhan investasi, dan sebagainya.

5. Uji Hipotesis

Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji t sebagai berikut :

Tabel 4
Uji Hipotesis

Hipotesis	t _{hitung}	Sig. t
CR → SM	-2,316	0,021
ROA → SM	-8,516	0,000
TATO → SM	1,286	0,200
SG → SM	-0,251	0,802
t _{tabel} (α 5%, df : n-k) = 1,969		

Sumber : data sekunder diolah (2017).

Berdasarkan tabel 4 dapat dilakukan uji hipotesis sebagai berikut :

a. Pengaruh *current ratio* terhadap struktur modal (H_1)

Pengujian H_1 terbukti bahwa nilai $-t_{hitung} < -t_{tabel}$ ($-2,316 < -1,969$) dengan signifikansi 0,021. Artinya bahwa *current ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan industri manufaktur yang *listing* di BEI.

Likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* merupakan kemampuan perusahaan dalam membayar *current liabilities* dengan menggunakan jaminan *current assets*. Likuiditas yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai *current asset* yang tinggi pula.

Hasil pengujian hipotesis ini membuktikan *packing order theory*, dimana perusahaan lebih mengutamakan sumber pendanaan internal. Likuiditas yang tinggi, berarti perusahaan mempunyai cukup banyak aktiva lancar, sehingga jika perusahaan membutuhkan tambahan modal akan lebih memilih menggunakan aktiva lancarnya, dibandingkan membiayai kebutuhan operasional dengan hutang.

Hasil penelitian ini didukung studi empiris yang dilakukan oleh Nugrahani (2012) membuktikan bahwa *current ratio*

b. Pengaruh ROA terhadap struktur modal (H_2)

Pengujian H_2 terbukti bahwa nilai $-t_{hitung} < -t_{tabel}$ ($-8,516 < -1,969$) dengan signifikansi 0,000. Artinya bahwa *return on asset* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan industri manufaktur yang *listing* di BEI.

Hasil ini membuktikan bahwa tingkat pengembalian dari keseluruhan total aset yang tinggi dapat menurunkan *leverage* bagi perusahaan di industri manufaktur. Kondisi sebaliknya, jika tingkat pengembalian rendah maka *leverage* meningkat.

Pengujian hipotesis tersebut membuktikan bahwa *packing order theory*, yang mana perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung *leverage* rendah. Hal ini dikarenakan keuntungan yang tinggi cukup untuk membiayai operasional perusahaan, sehingga *leverage* menjadi rendah.

Pecking order theory menjelaskan alasan bagi perusahaan yang sangat menguntungkan, pada umumnya mempunyai hutang yang lebih sedikit. Hal ini bukan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt ratio* yang rendah, namun disebabkan karena perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal (Brealey dan Myer, 1995 dalam Lestari, 2015).

Hasil penelitian ini didukung studi empiris Nugrahani (2012) dimana profitabilitas yang tinggi dapat mengurangi *leverage*.

c. Pengaruh *total assets turnover* terhadap struktur modal (H_3)

Pengujian H_3 terbukti bahwa $t_{hitung} < t_{tabel}$ ($1,286 < 1,969$) dengan signifikansi 0,200. Artinya bahwa *total assets turnover* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan industri manufaktur yang *listing* di BEI.

Hasil pengujian membuktikan bahwa perputaran total aset yang tinggi membuat perusahaan untuk meningkatkan *leverage*. Kondisi sebaliknya jika rasio ini rendah, maka *leverage* perusahaan juga berkurang.

Pengujian ini tidak dapat membuktikan hipotesis dalam *packing order theory*. Perputaran total aset yang tinggi berarti perusahaan membutuhkan tambahan modal dalam investasinya, dan hal ini dilakukan dengan meningkatkan *leverage*.

Hasil penelitian ini didukung studi empiris yang dilakukan oleh Indiarto (2012), dimana hasil penelitian membuktikan bahwa perputaran total aset yang tinggi justru meningkatkan *leverage*.

d. Pengaruh *salles growth* terhadap struktur modal (H_4)

Uji H_4 terbukti bahwa nilai dari $-t_{hitung} > -t_{tabel}$ ($-0,251 > -1,969$) dengan signifikansi 0,802. Artinya bahwa *salles growth* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan industri manufaktur yang *listing* di BEI.

Hasil ini berarti *salles growth* yang tinggi menurunkan *leverage* perusahaan. Sebaliknya, apabila *salles growth* rendah perusahaan meningkatkan *leverage*.

Studi ini sejalan dengan *packing order theory*. Pertumbuhan penjualan yang tinggi, berarti penjualan perusahaan selalu mengalami peningkatan. Penjualan yang tinggi berate perusahaan sedang prospektif, dan berkembang. Apabila perusahaan membutuhkan taambahan modal, maka cukup dinai dari internal sehingga *leverage* berkurang.

Hasil penelitian ini didukung studi empiris yang dilakukan oleh Julita (2013). Dimana *salles growth* yang tinggi, *leverage* perusahaan rendah.

6. SIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) berdasarkan data yang diambil dari tahun 2013 sampai tahun 2015 dapat disimpulkan bahwa secara parsial, likuiditas dan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Sebaliknya rasio aktivitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal. Rasio pertumbuhan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal

Saran yang dapat direkomendasikan bagi para investor untuk melakukan analisa secara fundamentak terhadap variabel-variabel tersebut, selain itu juga perlu dilakukan analisa teknikal.

G. DAFTAR PUSTAKA

_____, *Indonesian Capital Market Directory*, 2016.

Algifari, 2009, Analisis Regresi Teori, Kasus dan Solusi, Edisi 2, STIEYKPN, Yogyakarta.

Gamayuni, Rindu Rika, 2012, Relevansi Kinerja Keuangan, Kualitas Laba, *Intangible Asset* Dengan Nilai Perusahaan, Trikonomika, Volume 11, No. 2, Desember 2012, Hal. 119–136, ISSN 1411-514X.

Ghozali, Imam, 2011, Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19, Edisi 5, Universitas Diponegoro, Semarang.

Harahap, Sofyan Syafri, 2013, Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan, PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta.

Husnan, Suad dan Emy Pudjiastuti, 2015, Dasar-dasar Manajemen Keuangan: Edisi Ketujuh, UPP STIM YKPN, Yogyakarta.

- Indiarto, 2012, Pengaruh Profitabilitas, Rasio Aktivitas, dan Struktur Modal Terhadap Struktur Modal, Vol. 1, No. 2.
- Jogiyanto, 2010, Metodologi Penelitian Bisnis, Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Julita, Erna, 2013, Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal PT. Semen Gresik, Tbk, Vol.03 No.01, Maret 2013.
- Kartika, Andi, 2009, *Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Public di BEI*, Dinamika Keuangan dan Perbankan, Vol. 1 No. 2, ISSN :1979-4878.
- Kasmir, 2012, Analisis Laporan Keuangan, PT Raja Grafindopersada, Jakarta.
- Kaweny, Siwi Puspa, 2007, *Studi Keterkaitan Antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi Dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order (Studi Kasus: Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Dan Listed Di Bursa Efek Jakarta Periode 2004-2005)*, Tesis, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Kristian, Nantyo, 2014, Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal dan Rasio Aktivitas Sebagai *Intervening*, Jurnal Ilmu & Riset Manajemen Vol. 3 No. 12 (2014).
- Lestari, Sagita, 2015, Determinan Struktur Modal Dalam Perspektif *Pecking Order Theory* dan *Agency Theory* (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI Tahun 2010-2013), Jurnal WRA, Vol 3, No 1, April 2015.
- Mahardhika, Bhagas Pratyaksa. 2014. Pengujian *Pecking Order Theory* dan *Trade Off Theory* Pada Struktur Modal Perusahaan (Studi Pada Perusahaan *Consumer Goods* di Bursa Efek Indonesia), Universitas Brawijaya Malang.
- Mutamimah dan Rita. 2009. Keputusan Pendanaan : Pendekatan *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory*, Ekobis Vol.10, No.1, Januari 2009:241–249.
- Nugrahani, Sarsa Meta dan R. Djoko Sampurno, 2012, *Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal (Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2010)*, Universitas Diponegoro, Vol 1, No 1.
- Pahuja, Anuraga et al., 2012, *Factors Effecting Capital Structure Decisions : Empirical Evidence From Selected Indian Firm*, *International Journal of Marketing*, Vol. 1, No. 3.