

## DETERMINAN CAPITAL STRUCTURE PADA SEKTOR INFRASTRUKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA: PERBANDINGAN ANTARA TRADE OFF THEORY DAN PECKING ORDER THEORY

Fifi Nella

email: fifinella2013@gmail.com

Program Studi Manajemen  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Widya Dharma Pontianak

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan dua teori *capital structure* yaitu *trade off theory* dan *pecking order theory* dengan menguji pengaruh determinan *capital structure* pada perusahaan sektor Infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Determinan *capital structure* yang dibahas adalah struktur aset, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi berganda dengan model data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aset, profitabilitas, dan ukuran perusahaan berpengaruh secara simultan terhadap *capital structure* dengan nilai koefisien determinasi sebesar 90,21 persen. Secara parsial, struktur aset tidak berpengaruh terhadap *capital structure* sehingga tidak mencerminkan teori manapun. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *capital structure* sehingga mencerminkan *pecking order theory*. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *capital structure* sehingga mencerminkan *trade off theory*. Berdasarkan hasil tersebut, maka tidak terdapat teori *capital structure* yang dapat menjelaskan dengan baik perilaku pendanaan perusahaan sektor Infrastruktur.

Kata Kunci: *capital structure*, *trade off theory*, *pecking order theory*, perusahaan infrastruktur

### PENDAHULUAN

Setiap perusahaan memiliki tujuan yang ingin dicapai, salah satunya adalah memaksimalkan keuntungan. Untuk memaksimalkan keuntungan, perusahaan perlu mengelola sumber dananya secara efektif dan efisien. Pembiayaan yang efisien terjadi ketika perusahaan memiliki struktur modal yang optimal. Struktur modal (*capital structure*) adalah kerangka bagaimana ekuitas dan utang membiayai operasi perusahaan untuk menghasilkan pengembalian terbaik dengan risiko minimal. Namun, keputusan perusahaan dalam mengambil keputusan terbaik untuk mendapatkan pengembalian uang dengan risiko rendah masih menjadi pertimbangan. Terdapat dua pandangan dalam menentukan kebijakan struktur modal perusahaan yaitu *trade off theory* dan *pecking order theory*.

Teori *trade off* menjelaskan bahwa sebagian perusahaan akan dibiayai melalui utang dan ekuitas. Hal ini karena adanya pilihan (*trade off*) dari penghematan pajak (*tax shield*) dengan perbandingan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) yang akan terjadi. Sedangkan teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan cenderung memilih

pembiayaan internal untuk membiayai proyek yang dijalankan. Urutan pembiayaan akan dimulai dengan dana internal yang memiliki risiko terkecil, diikuti oleh utang dan penerbitan ekuitas baru sebagai alternatif terakhir.

Dari hasil beberapa penelitian yang menguji kedua teori tersebut, dapat dikatakan bahwa perilaku pendanaan perusahaan tidak mencerminkan teori yang tetap. Maka, diperlukan pengujian lebih lanjut untuk membandingkan teori mana yang tepat. Untuk melihat teori manakah yang terbaik dalam menghasilkan keputusan kebijakan struktur modal, diperlukan pengujian determinan *capital structure* untuk membandingkan kedua teori tersebut. Indikator yang penulis pakai adalah struktur aset, profitabilitas, dan ukuran perusahaan.

Struktur aset merupakan perbandingan aset tetap dengan total aset perusahaan. Menurut teori *trade off*, jika perusahaan memiliki aset yang lebih besar maka perusahaan bisa mendapatkan pinjaman sebagai jaminan. Sementara itu, teori *pecking order* berpendapat bahwa semakin besar aset yang dimiliki, perusahaan tidak memerlukan pendanaan eksternal karena pendanaan internal dianggap cukup.

Profitabilitas diukur dengan membandingkan laba bersih dengan total ekuitas perusahaan. Menurut teori *trade off*, perusahaan dengan profitabilitas tinggi menggunakan lebih banyak utang karena adanya manfaat perlindungan pajak. Sedangkan teori *pecking order* menyatakan bahwa semakin besar profitabilitas, perusahaan tidak akan menambah utang karena cenderung memiliki cadangan dana internal (laba ditahan) yang besar.

Besar kecilnya perusahaan akan mempengaruhi besarnya modal yang dibutuhkan untuk mendanai kegiatan perusahaan. Menurut teori *trade off*, perusahaan besar memiliki peluang yang lebih tinggi untuk mendapatkan pinjaman karena mereka dianggap peminjam yang kurang berisiko dan menanggung biaya kebangkrutan yang lebih rendah. Teori *pecking order* di sisi lain menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki arus kas yang lebih stabil, sehingga mereka tidak memerlukan pendanaan dari luar. Berdasarkan latar belakang yang dipaparkan, maka penulis tertarik untuk meneliti lebih lanjut mengenai “Determinan *Capital Structure* pada Sektor Infrastruktur di Bursa Efek Indonesia: Perbandingan antara *Trade Off Theory* dan *Pecking Order Theory*”.

## KAJIAN PUSTAKA

### 1. *Capital Structure*

Menurut Ambarwati (2010: 1), Struktur modal adalah kombinasi atau perimbangan antara utang dan modal sendiri (saham preferen dan saham biasa) yang digunakan oleh perusahaan untuk mendapatkan modal. Menurut Dada & Ghazali dalam Said (2022: 55), *the capital structure is a framework that depicts how equity and debt are employed for financing the firm's operations to yield optimum returns for the stakeholders to maximize firm's returns given a level of risk.* Brigham dan Houston (2001: 5) percaya bahwa kebijakan struktur modal yang melibatkan penggunaan lebih banyak utang akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh para pemegang saham. Namun, penggunaan utang yang lebih besar biasanya akan menyebabkan terjadinya ekspektasi tingkat pengembalian yang tinggi juga. Kodrat & Herdinata (2009: 107) mengemukakan bahwa 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. *Capital structure* pada penelitian ini akan diukur menggunakan indikator *Debt to Equity Ratio* (DER). Menurut Kasmir (2021: 160), setiap perusahaan tentunya memiliki nilai *debt to equity ratio* yang berbeda, tergantung karakteristik dari bisnis dan arus kas perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki arus kas stabil tentunya mempunyai rasio yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan rasio kas yang kurang stabil.

## 2. *Trade Off Theory*

Teori *trade off* meyakini bahwa perusahaan dapat meningkatkan utangnya selama *tax shield* lebih besar dari *financial distress*. Harjito (2011: 189) menyatakan bahwa *trade off theory* sebagai hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan terdapat tingkat *leverage* yang optimal. Agar tercapai struktur modal yang optimal, maka perusahaan perlu menyeimbangkan *agency cost of financial distress* dan *the tax advantage of debt financing*. Menurut Ross *et al.* (2016: 533),

*“Our discussion implies that a firm's capital structure decision involves a trade-off between the tax benefits of debt and the costs of financial distress. In fact, this approach is frequently called the trade-off or the static trade-off theory of capital structure. The implication is that there is an optimal amount of debt for any individual firm. This amount of debt becomes the firm's target debt level. Because financial distress costs cannot be expressed in a precise way, no formula has yet been developed to determine a firm's optimal debt level exactly.”*

Berdasarkan *trade off theory*, perusahaan akan lebih memilih sumber pendanaan dari utang karena adanya manfaat dari berkurangnya pajak akibat bunga dari utang. Hal

ini sesuai dengan yang dikemukakan oleh Said (2022: 56), *according to these theories, the optimal capital structure would be determined whenever the net tax advantages of debt financing can balance leverage-relevant costs and disadvantages.*

### 3. *Pecking Order Theory*

Teori *pecking order* meyakini bahwa perusahaan menetapkan keputusan pendanaan berdasarkan urutan pendanaan dari sumber internal ke sumber eksternal. Menurut Kodrat & Herdinata (2009: 113):

“Teori *pecking order* menyarankan bahwa perusahaan pada awalnya akan menggunakan dana internal seperti laba yang ditahan di mana tidak ada *asymmetric information*. Setelah itu perusahaan akan menggunakan utang jika perusahaan memerlukan tambahan dana. Terakhir perusahaan akan mengeluarkan saham baru untuk mempertahankan modal yang disyaratkan. Urutan preferensi ini menggambarkan *relative cost* pada berbagai pilihan pendanaan.”

Dalam teori ini, perusahaan lebih memilih menggunakan pendanaan yang berasal dari dalam (internal). Perusahaan dapat melakukan *right issue* untuk mendapatkan tambahan dana dari pihak internal. Fahmi (2016: 192) menyatakan bahwa bagi perusahaan dengan melakukan *right issue* menjadi lebih baik dalam arti pendanaan yang diperoleh berasal dari hasil *right issue* dari pemilik saham lama, sehingga memudahkan perusahaan untuk tidak berurusan dengan pihak eksternal seperti berutang atau mengajukan pinjaman pada bank. Menurut Sulindawati, Yuniarta, & Purnamawati (2018: 116-117), *pecking order theory* tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan-urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat utang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi.

### 4. *Struktur Aset*

Struktur aset merupakan perbandingan komposisi aset tetap yang dimiliki perusahaan terhadap total aset. Struktur aset pada penelitian ini diukur menggunakan indikator *Asset Tangibility* (TANG). Asumsi *trade off theory* menyatakan bahwa semakin besar struktur aset perusahaan maka semakin besar pula peluang perusahaan dalam mendapatkan pinjaman karena aset tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan. Menurut Said (2022: 58), *tangible assets can be used as collateral. If firm defaults on the payment of the debt, the assets are realized by lenders as compensation. Thus, a positive relationship between tangibility and leverage is predicted.* Pernyataan tersebut

menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap *capital structure* berdasarkan *trade off theory*.

Asumsi *pecking order theory* menyatakan bahwa semakin besar aset perusahaan maka perusahaan tidak memerlukan tambahan dana eksternal karena dana internal yang berasal dari laba ditahan dianggap cukup untuk menjalankan operasional perusahaan. Said (2022: 58) menyatakan bahwa:

*“Firms that own more fixed assets have less asymmetrical information and employed them to generate internal funds for financing their investments since they prefer internal finance compared to external debts. These firms can issue equity at fair prices since they are generally larger firms that do not need to issue debt to finance new investments.”*

Berdasarkan pernyataan tersebut, maka struktur aset berpengaruh negatif terhadap *capital structure* sesuai *pecking order theory*. Sehingga rumusan hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

Ha<sub>1</sub> : Struktur aset berpengaruh positif terhadap utang berdasarkan *trade off theory*.

Ha<sub>2</sub> : Struktur aset berpengaruh negatif terhadap utang berdasarkan *pecking order theory*.

## 5. Profitabilitas

Profitabilitas mencerminkan bahwa kinerja perusahaan dalam mengembalikan investasi pemegang saham dapat meningkatkan laba yang dihasilkan. Profitabilitas pada penelitian ini diukur menggunakan indikator *Return on Equity (ROE)*. *Return on equity* merupakan perbandingan antara laba bersih dengan total ekuitas yang dimiliki perusahaan. Asumsi *trade off theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menggunakan lebih banyak utang karena adanya manfaat perlindungan pajak. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi menggambarkan perusahaan memiliki kinerja yang bagus sehingga akan menurunkan biaya kebangkrutan. Menurut Said (2022: 58),

*“Profitable firms should use more debt in order to discipline managers, to induce them to pay out cash instead of spending money on inefficient projects. The higher leverage indicates the good performance of a business, thus managers and investors are more confident about the future operation.”*

Pernyataan tersebut menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap *capital structure* berdasarkan *trade off theory*. Asumsi *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi cenderung memiliki utang yang kecil. Hal ini karena perusahaan memiliki laba ditahan yang besar untuk membiayai perusahaan. Said (2022: 58) menyatakan:

*“The pecking order theory suggests that firms usually follow a hierarchical path to finance their projects and they are likely to prefer equity financing instead of debt financing. Profitable firms are likely to have a large reservoir of internal funds and a lower leverage ratio because they have more retained earnings.”*

Berdasarkan pernyataan tersebut, maka profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *capital structure* sesuai *pecking order theory*. Sehingga rumusan hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

Hb<sub>1</sub> : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap utang berdasarkan *trade off theory*.

Hb<sub>2</sub> : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap utang berdasarkan *pecking order theory*.

## 6. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan diukur menggunakan indikator *size*. *Size* dihitung berdasarkan hasil logaritma natural dari total aset perusahaan. Asumsi *trade off theory* menyatakan bahwa perusahaan besar umumnya memiliki akses yang lebih mudah untuk mendapatkan utang daripada perusahaan kecil. Hal ini dikarenakan perusahaan besar cenderung melakukan diversifikasi. Perusahaan besar juga lebih tahan terhadap risiko kebangkrutan, sehingga perusahaan besar lebih dipercaya oleh kreditur daripada perusahaan kecil. Menurut Said (2022: 57),

*“They usually have more assets and stable cash flows, which eases their access to external funds from banks, as they are likely to be considered less risky borrowers. They tend to engage in international activities, therefore they are more able to diversify their operations and raise funds in foreign capital markets.”*

Pernyataan tersebut menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *capital structure* berdasarkan *trade off theory*. Asumsi *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran besar cenderung memiliki jumlah aset yang banyak sehingga perusahaan tidak membutuhkan pinjaman eksternal dalam bentuk utang. Said (2022: 57) menyatakan *they have more stable cash flows and are well diversified. Because their internally generated revenue is large, they will rely less on outside financing such as debt capital*. Berdasarkan pernyataan tersebut, maka ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *capital structure* sesuai *pecking order theory*. Sehingga rumusan hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

Hc<sub>1</sub> : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap utang berdasarkan *trade off theory*.

Hc<sub>2</sub> : Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap utang berdasarkan *pecking order theory*.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan model data panel pada perusahaan sektor Infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengumpulan data menggunakan data sekunder dari laporan keuangan tahun 2017 s.d. 2021 yang telah dipublikasikan. Penentuan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria yaitu perusahaan yang *initial public offering* sebelum tahun 2017. Dari metode *sampling* tersebut, terdapat 45 perusahaan sebagai sampel penelitian. Pengujian dilakukan dengan menggunakan analisis statistik deskriptif, uji signifikansi data panel, uji asumsi klasik, analisis regresi berganda, uji F, uji t, dan uji koefisien determinasi. Pengujian asumsi klasik terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Pada penelitian ini, uji normalitas tidak dilakukan karena jumlah data penelitian melebihi 100 data dan telah memenuhi kriteria *Central Limit Theorem* (CLT). Hal ini berdasarkan pernyataan Gujarati & Porter (2009: 544) yang menjelaskan bahwa estimasi OLS dapat menunjukkan data terdistribusi normal seiring meningkatnya ukuran sampel. Semua pengujian dilakukan menggunakan bantuan *software* Eviews 10.

## PEMBAHASAN

### 1. Hasil Analisis Statistik Deskriptif

**Tabel 1. Analisis Statistik Deskriptif**

	TANG	ROE	SIZE	DER
Mean	0.372084	-2.648495	15.20372	3.866178
Median	0.313780	0.033567	15.46558	1.067320
Maximum	0.946774	0.734357	19.44019	370.6217
Minimum	0.000000	-544.5227	4.382027	-3.433558
Std. Dev.	0.304147	36.39611	2.278809	26.62405
Observations	225	225	225	225

Sumber: Data Olahan Eviews 10, 2023

Pada Tabel 1, dapat diketahui jumlah data yang diteliti untuk setiap variabel berjumlah 225 buah. Pada variabel struktur aset ( $X_1$ ) yang diwakili oleh *asset tangibility*, nilai tertinggi sebesar 94,6774 persen dan nilai terendah sebesar 0,000000 persen. Nilai rata-rata sebesar 0,372084 dengan standar deviasi sebesar 0,304147. Pada variabel profitabilitas ( $X_2$ ) yang diwakili oleh *return on equity*, memiliki nilai tertinggi sebesar 73,4357 persen dan nilai terendah sebesar -54.452,27 persen. Nilai rata-rata sebesar -

2,648495 dengan standar deviasi sebesar 36,39611. Pada variabel ukuran perusahaan ( $X_3$ ) yang diwakili oleh *size*, memiliki nilai tertinggi sebesar 19,44019 dan nilai terendah sebesar 4,382027. Nilai rata-rata sebesar 15,20372 dengan standar deviasi sebesar 2,278809. Variabel *capital structure* (Y) yang diwakili oleh *debt to equity ratio* memiliki nilai tertinggi sebesar 37.062,17 persen dan nilai terendah sebesar -343,3558 persen. Nilai rata-rata sebesar 3,866178 dengan standar deviasi adalah 26,62405.

## 2. Hasil Analisis Data Panel

### 2.1 Uji Chow

**Tabel 2. Hasil Uji Chow**

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.267783	(44,177)	0.1436
Cross-section Chi-square	61.639805	44	0.0406

Sumber: Data Olahan Eviews 10, 2023

Berdasarkan Tabel 2, dapat diketahui bahwa nilai probabilitas *cross-section Chi-square* pada model adalah 0,0406 lebih kecil dari 0,05 sehingga model yang terpilih adalah model *fixed effect* (FEM).

### 2.2 Uji Hausman

**Tabel 3. Hasil Uji Hausman**

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.716100	3	0.6334

Sumber: Data Olahan Eviews 10, 2023

Berdasarkan Tabel 3, dapat diketahui bahwa nilai probabilitas *cross-section random* pada model tersebut adalah 0,6334 lebih besar dari 0,05 sehingga model yang terpilih adalah model *random effect* (REM).

### 2.3 Uji Langrange Multiplier

**Tabel 4. Hasil Uji LM**

Lagrange multiplier (LM) test for panel data

Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both
Alternative	One-sided	One-sided	
Breusch-Pagan	0.753953	0.177294	0.931247
	(0.3852)	(0.6737)	(0.3345)

Sumber: Data Olahan Eviews 10, 2023

Berdasarkan Tabel 4, dapat diketahui bahwa nilai probabilitas *Cross-section Breusch-Pagan* adalah 0,3852 lebih besar dari 0,05 sehingga model yang terpilih adalah model *common effect* (CEM). Oleh karena itu, model *common effect* (CEM) merupakan model data panel yang paling tepat untuk dipakai dalam penelitian ini.

### 3. Hasil Uji Asumsi Klasik

#### 3.1 Uji Multikolinearitas

**Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas**

	TANG	ROE	SIZE
TANG	1.000000	-0.095938	0.046711
ROE	-0.095938	1.000000	0.080215
SIZE	0.046711	0.080215	1.000000

Sumber: Data Olahan Eviews 10, 2023

Berdasarkan Tabel 5, dapat diketahui bahwa masing-masing variabel independen memiliki nilai koefisien korelasi kurang dari 0,90 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengalami gejala multikolinearitas.

#### 3.2 Uji Heteroskedastisitas

**Tabel 6. Hasil Uji Heteroskedastisitas**

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.111314	Prob. F(3,221)	0.3454
Obs*R-squared	3.343840	Prob. Chi-Square(3)	0.3416
Scaled explained SS	292.2787	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

Sumber: Data Olahan Eviews 10, 2023

Berdasarkan Tabel 6, dapat diketahui bahwa nilai probabilitas *Chi-Square* adalah 0,3416 lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.

#### 3.3 Uji Autokorelasi

**Tabel 7. Hasil Uji Autokorelasi**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.205569	Prob. F(2,219)	0.1126
Obs*R-squared	4.442508	Prob. Chi-Square(2)	0.1085

Sumber: Data Olahan Eviews 10, 2023

Berdasarkan Tabel 7, dapat diketahui bahwa nilai probabilitas *Chi-Square* adalah 0,1085 lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terjadi gejala autokorelasi.

### 4. Analisis Regresi Berganda

Berdasarkan Tabel 8, maka dapat dibentuk persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$Y = - 4,805342 - 3,539936 X_1 - 0,699467 X_2 + 0,535141 X_3 + e$$

Nilai konstanta sebesar  $-4,805342$  menyatakan bahwa jika variabel independen tetap, maka variabel dependen yaitu *capital structure* adalah sebesar  $-4,805342$ . Nilai tersebut artinya jika struktur aset ( $X_1$ ), profitabilitas ( $X_2$ ), dan ukuran perusahaan ( $X_3$ ) diasumsikan sama dengan nol maka *capital structure* ( $Y$ ) akan bernilai negatif sebesar  $4,805342$ .

Koefisien regresi variabel struktur aset ( $X_1$ ) adalah sebesar  $-3,539936$  artinya setiap terjadi peningkatan nilai struktur aset sebesar 1 maka akan menyebabkan penurunan nilai *capital structure* sebesar  $3,539936$  dengan asumsi apabila semua variabel independen lainnya bernilai tetap. Koefisien bernilai negatif menandakan terjadinya hubungan yang berlawanan antara struktur aset dengan *capital structure*.

Koefisien regresi variabel profitabilitas ( $X_2$ ) sebesar  $-0,699467$  artinya setiap terjadi peningkatan nilai profitabilitas sebesar 1 maka menyebabkan nilai *capital structure* menurun sebesar  $0,699467$  dengan asumsi apabila semua variabel independen lainnya tetap. Koefisien bernilai negatif menunjukkan bahwa terjadi hubungan yang tidak searah antara profitabilitas dan *capital structure*.

Koefisien regresi variabel ukuran perusahaan ( $X_3$ ) sebesar  $0,535141$  artinya setiap terjadi peningkatan nilai ukuran perusahaan sebesar 1 maka menyebabkan *capital structure* mengalami peningkatan sebesar  $0,535141$  dengan asumsi semua variabel independen lainnya tetap. Koefisien bernilai positif menyatakan bahwa hubungan antara ukuran perusahaan dan *capital structure* adalah searah.

**Tabel 8. Hasil Analisis Regresi Berganda**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.805342	3.799720	-1.264657	0.2073
TANG	-3.539936	1.841097	-1.922732	0.0558
ROE	-0.699467	0.015418	-45.36641	0.0000
SIZE	0.535141	0.245384	2.180833	0.0303
R-squared	0.903430	Mean dependent var		3.866178
Adjusted R-squared	0.902119	S.D. dependent var		26.62405
S.E. of regression	8.329569	Akaike info criterion		7.095118
Sum squared resid	15333.36	Schwarz criterion		7.155849
Log likelihood	-794.2008	Hannan-Quinn criter.		7.119630
F-statistic	689.1670	Durbin-Watson stat		1.207375
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Data Olahan Eviews 10, 2023

## 5. Pengaruh Struktur Aset, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap *Capital Structure*

Berdasarkan Tabel 8, hasil penelitian menunjukkan model regresi memiliki koefisien determinasi sebesar 0,902119 atau 90,2119 persen. Nilai ini menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 90,2119 persen dan sisanya 9,7881 persen dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dijelaskan dalam penelitian ini. Pada tabel yang sama, dapat diketahui juga hasil uji F yaitu sebesar 0,000000 yang berarti lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan variabel independen secara simultan mempengaruhi variabel dependen.

Hasil pengujian t pada Tabel 8 menunjukkan bahwa variabel struktur aset tidak berpengaruh signifikan terhadap *capital structure*. Hasil ini tidak mencerminkan teori *trade off* yang menyatakan bahwa struktur aset dapat menjadi jaminan saat mendapatkan pinjaman. Hasil ini juga tidak mencerminkan teori *pecking order* yang menyatakan perusahaan dengan tingkat struktur aset tinggi mempunyai dana internal yang dianggap cukup untuk menjalankan operasional sehingga perusahaan tidak memerlukan tambahan dana. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis ( $H_{a1}$ ) dan ( $H_{a2}$ ) ditolak.

Hasil penelitian untuk variabel profitabilitas menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap utang, dengan korelasi yang negatif. Korelasi yang negatif menyatakan bahwa profitabilitas mencerminkan teori *pecking order*. Teori *pecking order* memprediksi perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi cenderung memiliki utang yang kecil karena perusahaan memiliki laba ditahan atau cadangan dana yang besar untuk membiayai perusahaan. Perusahaan dengan profit yang tinggi akan memilih sumber pendanaan internal terlebih dahulu karena memiliki risiko yang paling rendah dibandingkan pendanaan dari utang. Perusahaan dengan tingkat profit yang besar memiliki sumber dana internal yang berlimpah karena memiliki pendapatan yang tersimpan sehingga perusahaan memilih untuk tidak menggunakan utang yang banyak. Sehingga berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis ( $H_{b1}$ ) ditolak dan ( $H_{b2}$ ) diterima.

Pada variabel ukuran perusahaan, hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap utang, dengan korelasi yang positif. Korelasi yang positif menyatakan bahwa ukuran perusahaan mencerminkan teori *trade off*. Teori *trade off* menyatakan bahwa perusahaan yang besar membutuhkan jumlah dana yang cukup besar untuk membiayai operasional perusahaan sehingga penggunaan utang semakin tinggi. Perusahaan yang menggunakan utang dalam pendanaannya akan

memperoleh manfaat berupa penghematan pajak (*tax shield*). Perusahaan yang besar memiliki akses yang lebih mudah untuk mendapatkan utang karena perusahaan cenderung melakukan diversifikasi dan lebih tahan pada risiko kebangkrutan sehingga dianggap peminjam yang kurang berisiko oleh kreditur. Sehingga berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis (Hc<sub>1</sub>) diterima dan (Hc<sub>2</sub>) ditolak.

## PENUTUP

Hasil penelitian menunjukkan bahwa: (a) struktur aset tidak berpengaruh signifikan terhadap *capital structure* sehingga tidak mencerminkan *trade off theory* ataupun *pecking order theory*, (b) profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *capital structure* sehingga mencerminkan *pecking order theory*, dan (c) ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *capital structure* sehingga mencerminkan *trade off theory*. Berdasarkan hasil tersebut, maka determinan yang digunakan dalam penelitian ini belum mencerminkan pemilihan teori *capital structure* terbaik antara *trade off theory* maupun *pecking order theory*.

Penulis menyarankan untuk lebih memperhatikan jenis aset tetap apa saja yang dapat dijadikan sebagai jaminan utang pada perusahaan sektor Infrastruktur. Sehingga dapat memperjelas *capital structure* perusahaan lebih mencerminkan *trade off theory* atau *pecking order theory*. Kemudian, nilai koefisien determinasi yang dihasilkan sebesar 90,2119 persen dan sisanya sebesar 9,7881 persen dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dijelaskan dalam model penelitian ini sehingga peneliti diharapkan mempertimbangkan determinan lain diluar model regresi agar hasil penelitian lebih akurat dalam menentukan teori *capital structure*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ambarwati, S. D. (2010). *Manajemen Keuangan Lanjut*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Brigham, E.F., & Houston, J.F. (2001). *Manajemen Keuangan: Edisi Kedelapan Buku II* (judul asli: *Fundamentals of Financial Management*). Diterjemahkan oleh Herman Wibowo. Jakarta: Erlangga.
- Fahmi, I. (2016). *Pengantar Manajemen Keuangan: Teori dan Soal Jawab*. Bandung: Alfabeta.
- Gujarati, D.N., & Porter, D.C. (2009). *Basic Econometrics: Fifth Edition*. New York: McGraw Hill Irwin.

- Harjito, D.A. (2011). Teori Pecking Order dan Trade-off dalam Analisis Struktur Modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 15(2), 187-196.
- Kasmir. (2021). *Analisis Laporan Keuangan: Edisi Revisi*. Depok: Rajawali Pers.
- Kodrat, D. S., & Herdinata, C. (2009). *Manajemen Keuangan: Based on Empirical Research*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2016). *Corporate Finance: Eleventh Edition*. New York: McGraw Hill Education.
- Said, H.B. (2022). Determinants of Capital Structure of French SBF 120 Listed Companies: A Comparison Between Trade-Off Theory and Pecking Order Theory. *Corporate Ownership & Control*, 19(4), 55-65.
- Sulindawati, N.E., Yuniarta, G.A., & Purnamawati, I.A. (2018). *Manajemen Keuangan: Sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Bisnis*. Depok: Rajawali Pers.

