

**PENGARUH KARAKTERISTIK PERUSAHAAN
TERHADAP STRUKTUR MODAL :
PENGUJIAN *PECKING ORDER THEORY*
(Studi Empiris pada Perusahaan
Swa 100 Value Creator)**

Suripto, S.Sos , M.AB*

ABSTRACS

This paper seeks to investigate the relation characteristic of the firms and capital structure of Swa 100 Value Creator on Indonesian Stock Exchange during a five-year period. Regression analysis is used in the estimate of functions relating capital structure with measure of characteristic of the firms. The result reveal a significantly relation between characteristic of the firms and ratio of total debt to total assets. We regard to the relationship between growth and capital structure. The result show a significantly positive associations between growth and ratio of total debt to total assets. Profitability as a proxy for the pecking order theory show negative associations between capital structure.

Key word : *Characteristic of the Firms, Capital Structure*

PENDAHALUAN

Latar Belakang

Pasar saham dapat memberikan informasi tentang keberadaan perusahaan-perusahaan yang dapat digunakan oleh kreditor untuk menilai kelayakan perusahaan-perusahaan tersebut. Informasi tersebut juga dapat dijadikan rujukan bagi masyarakat umum dalam memilih perusahaan sebagai tempat investasi melalui pasar saham.

Menurut Grosman (Wanzenried, 2002) keberadaan dari pasar saham yang aktif dapat meningkatkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh kredit jangka panjang. Pasar saham dapat dijadikan media bagi perusahaan untuk memperoleh sumber modal dalam rangka mengoptimalkan struktur modal. Perusahaan lebih mudah memperoleh dana jangka panjang. Begitu juga bagi

* Suripto, Staf Pengajar Universitas Lampung, Jurusan Administrasi Bisnis

investor , pasar saham yang lebih likuid mempunyai lebih insentif untuk memperoleh informasi yang lebih lengkap tentang keberadaan perusahaan dan juga sebagai media bagi perusahaan untuk melakukan pengawasan sebagai *external monitoring*.

Pasar saham yang lebih likuid mempunyai pengaruh yang positif terhadap *leverage* dari perusahaan seperti halnya dengan keputusan struktur modal yang dibuat. Ukuran dari pasar saham dapat diukur dengan rasio kapitalisasi pasar saham terhadap GDP. Sedangkan aktivitas atau likuiditas dari pasar saham diukur dengan rasio nilai perdagangan pasar saham terhadap GDP, semakin tinggi nilai dari perputaran rasio tersebut, mengindikasikan likuiditas dengan tingkat yang lebih tinggi (Wanzenried, 2002 b)

Lembaga keuangan perbankan adalah lembaga yang mempertemukan antara pihak yang membutuhkan dana dan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Oleh sebab itu lembaga perbankan mempunyai peranan yang sangat strategis dalam perekonomian suatu negara. Perbankan dapat memenuhi kebutuhan dana masyarakat untuk menjamin kelangsungan hidup usahanya dan untuk memenuhi kebutuhan lainnya, melalui kegiatan perkreditan. Sedangkan bagi masyarakat yang mempunyai kelebihan dana, perbankan siap menerima untuk disimpan dengan aman, serta dapat memperoleh keuntungan dari perbankan sebagai balas jasa penggunaan dana tersebut. Melalui kegiatan pembiayaan bagi dunia usaha, maka pihak perbankan mempunyai peran untuk menggerakkan sektor riil. Untuk melaksanakan peran ini, perbankan dituntut bekerja secara efisien dan professional. Di samping itu, ada beberapa faktor perlu diperhatikan adalah kondisi ekonomi makro, seperti nilai tukar rupiah, tingkat inflasi dan tingkat suku bunga bank Indonesia (SBI).

Lembaga keuangan khususnya perbankan bagi perusahaan dapat dijadikan sebagai alternative sumber modal khususnya sumber modal eksternal. Perkembangan sektor keuangan diharapkan akan berdampak bagi perkembangan dunia usaha melalui pemberian pinjaman modal. Dengan demikian lembaga keuangan diharapkan memberikan dampak positif bagi *leverage* perusahaan.

Perusahaan sebagai pusat perjanjian kontrak antara berbagai pihak, yaitu pemegang saham, manajer, pemasok, karyawan dan lain-lainnya. Masing-masing pihak ini mempunyai kepentingan-kepentingan yang berbeda, karena manusia pada hakekatnya akan mendahulukan kepentingan pribadinya. Perbedaan kepentingan inilah yang menyebabkan permasalahan, terutama pada perusahaan yang mana kepemilikan dan manajemen. Manajemen sebagai agen, pemegang amanah untuk mengelola perusahaan sesuai dengan tujuan didirikannya perusahaan. Dengan demikian adanya pemisahan antara pemilik dan manajemen. Manajemen akan menuntut perusahaan untuk memberikan fasilitas yang lebih, sedangkan pemilik akan menuntut manajemen untuk meningkatkan kesejahteraannya. Keadaan semacam ini akan menyebabkan masalah keagenan. Mengatasi masalah keagenan tersebut dikenal dengan *agency problem*, yaitu biaya yang timbul agar manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

Masalah keagenan tersebut bisa terjadi karena adanya *asymmetric information* antara pemilik dan pihak manajemen, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lain. Manajemen sebagai pihak yang mengetahui banyak tentang perkembangan perusahaan. Artinya, manajemen mempunyai informasi banyak tentang perusahaan. Berbeda dengan pemilik yang hanya melihat dari luar, sehingga informasi yang dimiliki tentang perusahaan antara manajemen dan pemilik berbeda.

Mengatasi masalah keagenan ini dapat dilakukan melalui keputusan pendanaan/struktur modal. Dengan *leverage* akan mengarahkan manajemen untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik, karena *leverage* akan menimbulkan resiko (kesukaran keuangan) yang akan mengancam keberadaan manajemen. Di satu sisi, akan berusaha mengurangi biaya *agency*, disisi lain ada resiko yang harus di tanggung (Kesukaran keuangan). Oleh karena itu, keputusan pendanaan harus mempertimbangkan biaya *agency* dan resiko kesukaran keuangan (*financial distress*)

Resiko kesukaran keuangan yang berkenaan dengan keputusan pendanaan akan mengarahkan manajemen untuk selalu mengambil keputusan yang akan meminimalkan biaya modal (*cost of capital*). Myers (Weston and Copeland, 1997) mengemukakan teori urutan kekuasaan (*pecking order theory*)

untuk struktur modal atau sumber pendanaan, antara lain sebagai berikut :Menggunakan laba ditahan (aktiva lancar yang tersedia), Menggunakan hutang, Pendanaan ekuitas eksternal

Bagaimana perusahaan memilih struktur modal mereka, cara apa mereka mengkombinasikan hutang dan modal sendiri untuk pembiayaan asset mereka ?. Faktor pendorong utama apa yang melatarbelakangi keputusan tersebut dan apa akibatnya pada kinerja perusahaan ? Pemikiran ini dan pertanyaan lain telah ditantang oleh ahli ekonomi dalam waktu yang cukup panjang, hal ini menjadi lebih kompleks. Penelitian lebih banyak dibutuhkan, misalnya untuk memahami perilaku yang dinamis dari keputusan struktur modal dan bagaimana suatu lembaga perusahaan seperti halnya lingkungan makro ekonomi mempengaruhi pemilihan tersebut.

Perusahaan yang telah mengalami pertumbuhan yang pesat, di mana kebutuhan modal juga meningkat sejalan dengan tingkat pertumbuhan. Kebutuhan modal pada dasarnya diperoleh dari dua sumber yaitu sumber modal internal dan sumber dana eksternal. Apabila sumber modal dari internal sudah tidak mampu mencukupi kebutuhan dana, maka kebutuhan modal harus dipenuhi dari sumber modal eksternal.

Sumber modal eksternal dapat diperoleh dari pinjaman atau hutang dari pihak ketiga. Hutang adalah sumber modal yang harus dibayar atau dikembalikan ditambah dengan biaya bunga sesuai dengan perjanjian yang dibuat . Konsekuensinya perusahaan harus menanggung resiko tersebut apabila sesuatu saat mengalami kesulitan keuangan.

Berbeda dengan sumber modal dari internal yang berasal dari laba yang tahan atau dari pemegang saham. Di mana sumber modal tersebut tidak harus dikembalikan tetapi para pemegang saham juga mengharapkan keuntungan dari modal tersebut. Besarnya tingkat harapan keuntungan tersebut sama dengan biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan. Dengan demikian perusahaan harus berusaha menjaga keseimbangan yang optimum antara kedua sumber modal tersebut.

Laurence, *et al.*, (2001) dengan penelitiannya yang berjudul *Capital Structure in Developing Countries*. Hasil temuan dari penelitian tersebut menyatakan bahwa ada temuan *consistent* antara negara maju dan negara berkembang yang berhubungan dengan *Pecking Order Hypothesis*. Artinya

profitabilitas, pertumbuhan dan aktiva tetap signifikan menentukan struktur modal. Secara umum struktur modal negara berkembang diakibatkan variabel yang sama dengan negara maju. Perbedaan faktor-faktor kelembagaan yang justru yang membedakan struktur modal

Low dan Chen (2004) dalam penelitiannya yang berjudul *Diversification and Capital Structure: Some international Evidence*. Dimana diversifikasi internasional negatif signifikan terhadap leverage, diversifikasi produk, pertumbuhan dan ukuran positif signifikan, resiko, *cash flow to sale* negatif signifikan, *Emerging market* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap leverage.

Penelitian menganalisis dan menjelaskan bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal dengan menguji teori tata urutan pendanaan atau teori urutan kekuasaan (*pecking order theory*)

KAJIAN TEORITIS

Karakteristik Perusahaan dan Struktur Modal

Menurut Harris dan Raviv (Wanzenried, 2002) ada konsensus bahwa struktur modal perusahaan ditentukan oleh karakteristik spesifik perusahaan, antara lain sebagai berikut :

- *Fixed asset*.
Aktivitas tetap akan menjadi penting bagi perusahaan untuk memperoleh pendanaan dari eksternal, sehubungan dengan tersedianya jaminan dari aktiva tetap tersebut. Aktiva tetap ini diharapkan mempunyai hubungan positif dengan leverage.
- *Size of firm*
Perusahaan yang lebih besar kemungkinan mempunyai portofolio pasar yang lebih, karenanya mempunyai kemungkinan kebangkrutan yang lebih kecil. Ukuran perusahaan akan berpengaruh positif terhadap *debt level*.
- *Non-debt Tax shields*
Perlindungan pajak ini akan memberikan insentif yang kuat terhadap hutang, terutama bagi perusahaan yang mempunyai pendapatan kena

pajak yang cukup. Manfaat pajak dari hutang menurun ketika pengurangan pajak yang lain, seperti kenaikan penyusutan.

- *Profitability*

Sesuai dengan teori *pecking-order* dalam pemilihan pendanaan, di mana pemilihan pendanaan berdasarkan biaya yang termurah. Artinya perusahaan lebih senang memenuhi kebutuhan dananya dengan pendanaan internal dari pada eksternal. Perusahaan yang lebih *profitable* akan memerlukan pendanaan eksternal/Hutang yang lebih rendah.

- *Expected Growth*

Pemilik akan mengawasi perusahaan yang mempunyai kecenderungan untuk investasi yang akan meningkatkan biaya agensi. Peningkatan biaya agensi ini sejalan dengan peluang pertumbuhan. Perusahaan mempunyai fleksibel yang lebih dalam pemilihan investasi yang akan datang. Karenanya perusahaan yang mempunyai kesempatan pertumbuhan mempunyai tingkat hutang jangka panjang yang lebih rendah.

Menurut Graflund (2000) teori struktur modal dapat di bagi menjadi empat kategori :

- *Trade-off Model* seperti *bankrupt cost-tax hypothesis* (Kim, 1978)
- *Asymmetric information Model* seperti *agency cost hypothesis* (Jensen dan Mekling,1976)
- *Signaling models of asymmetric information* (Myers dan Majluf,1984)
- *Irrelevance of capital structure* (Miller, 1977 dan Fama, 1978)

Sebagian besar keberadaan model dalam teori struktur modal di dasarkan pada penemuan Modigliani dan Miller, kemudian diperluas dengan model dari pajak personal korporasi. Model asimetri informasi menyatakan bahwa biaya agensi akan naik berkenaan dengan ketidakmampuan kreditur untuk membatasi perilaku dari manajemen korporasi. Keseimbangan akan dibangun ketika biaya marginal yang diharapkan dari biaya pendanaan sama dengan manfaat marginal yang diharapkan dari pendanaan hutang.

Mengukur dan Menentukan Struktur Modal

Mengukur struktur modal suatu perusahaan menggunakan rasio dari *total loan capital repayable* lebih dari satu tahun terhadap *total value assets* (*debt book*). Struktur modal perusahaan dengan menggunakan beberapa variabel spesifik. Penggunaan variabel tersebut berdasarkan pendekatan yang biasa digunakan dalam beberapa literatur (Wanzenried, 2002 b)

Menurut Harris dan Raviv (Wanzenried, 2002 b) ada konsensus bahwa sebuah *leverage* meningkat sesuai dengan meningkatkan atau ditentukan oleh aktiva tetap, peluang investasi dan ukuran perusahaan, dan itu akan menurun sejalan dengan perlindungan pajak non hutang, *volatility*, pengeluaran periklanan, kemungkinan bankrut, *profitability*, keunikan dari suatu produk. Di samping menggunakan variabel yang khusus bagi perusahaan, juga mempertimbangkan aspek pasar modal dan aspek khusus dari lembaga tersebut. Struktur modal ditentukan oleh usaha-usaha untuk menangkap pengaruh lingkungan perusahaan dalam pemilihan struktur modal. Perusahaan harus mempunyai komitmen pada investor untuk mematuhi perjanjian sehingga dapat memperoleh pendanaan dari pihak eksternal. Jenis perjanjian ini tidak hanya tergantung pada karakteristik perusahaan, tetapi juga tergantung pada institusi dalam suatu perekonomian yang memberikan fasilitas memonitor dan perlakuan terhadap perjanjian keuangan. Aspek ini secara langsung akan mempengaruhi cara perusahaan memilih dan merancang kembali struktur keuangannya. (Wanzenried, 2002 b). Kesemuanya ini akan tercermin pada sistem *corporate governance*, karakteristik lembaga keuangan, sistem legal dan variabel makro ekonomi.

Teori Struktur Modal

Penentuan struktur modal yang optimum antara perusahaan yang satu dengan yang lain berbeda, bahkan antara industri sangat bervariasi. Ada beberapa faktor yang dapat menjelaskan terjadinya perbedaan. Untuk menjawab permasalahan tersebut, beberapa akademisi dan praktisi mengembangkan sejumlah teori yang telah diuji secara empiris.

1. Teori Struktur Modal MM (Franco Modigliani dan Merton Miller)

Teori struktur modern dimulai, ketika Franco Modigliani dan Merton Miller menerbitkan apa yang disebut sebagai salah satu artikel keuangan yang paling berpengaruh yang pernah ditulis pada tahun 1958. Teori ini selanjutnya dikenal

dengan teori MM. MM membuktikan dengan sekumpulan asumsi yang sangat membatasi, bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Artinya bagaimana cara suatu perusahaan mendanai operasinya tidak akan berpengaruh apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu yang tidak relevan.

Studi MM ini didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, adapun asumsi tersebut sebagai berikut :

- Tidak ada biaya pialang
- Tidak ada pajak
- Tidak ada biaya kebangkrutan
- Investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan.
- Semua investor mempunyai informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa depan.
- Laba sebelum bunga dan pajak tidak terpengaruh oleh penggunaan hutang.

Asumsi-asumsi tersebut memang tidak realistis, namun ketidakrelevanan MM ini mempunyai arti sangat penting. Di samping menunjukkan kondisi-kondisi di mana struktur modal tersebut tidak relevan, MM juga menunjukkan mengenai hal-hal apa yang dibutuhkan agar struktur modal menjadi relevan dan selanjutnya mempengaruhi nilai perusahaan. Selanjutnya MM mengembangkan penelitiannya dengan memperlonggar asumsi-asumsi tersebut agar lebih realistis. (Brigham dan Houston, 2006)

2. Pengaruh Perpajakan

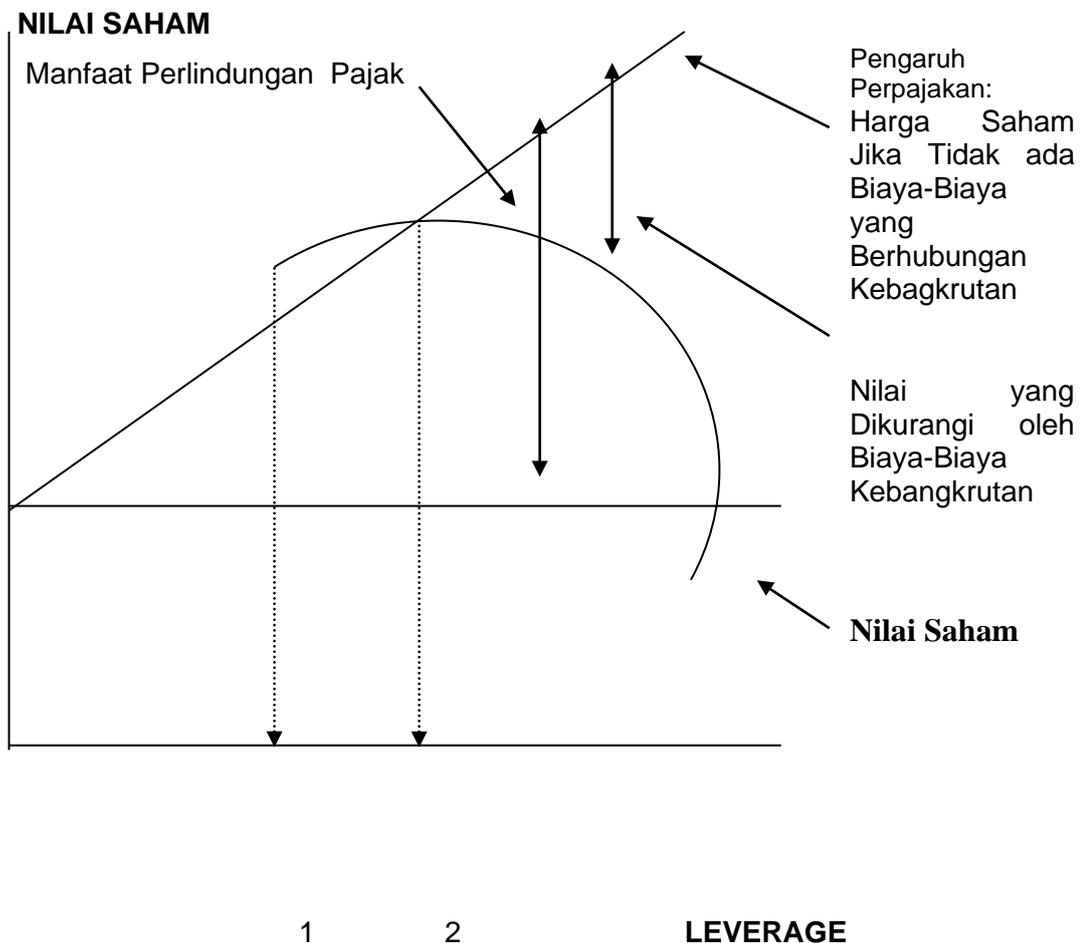
MM menerbitkan artikelnya pada tahun 1963 dengan memperlonggar asumsi yaitu tidak adanya pajak perusahaan. Peraturan perpajakan memperbolehkan perusahaan untuk mengurangi pembayaran bunga sebagai suatu beban, tetapi pembayaran dividen kepada pemegang saham tidak dapat mengurangi pajak. Perbedaan ini akan mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang pada struktur modal.

Kesimpulan tersebut selanjutnya dimodifikasi oleh Merton Miller dengan memperhitungkan pengaruh pajak pribadi. Di mana laba obligasi sebagai penghasilan pribadi dikenakan pajak yang lebih besar dari pada laba saham yang berasal dari keuntungan modal (modal jangka panjang). Selanjutnya Miller

menyatakan bahwa bunga sebagai pengurang pajak akan menguntungkan penggunaan pendanaan melalui hutang, tetapi perlakuan pajak atas saham yang lebih menguntungkan akan menurunkan tingkat pengembalian atas saham yang diminta dan akibatnya menguntungkan penggunaan pendanaan melalui equities (Brigham dan Houston, 2006)

3. Teori Pertukaran (*The trade-off theory*)

Teori pertukaran didasarkan pada suatu keadaan di mana perusahaan akan menukarkan keuntungan-keuntungan pendanaan melalui hutang (penghematan pajak) dengan tingkat suku bunga dan biaya-biaya kebangkrutan yang lebih tinggi.



Tingkat Batasan Hutang

Struktur Modal Optimal:

Biaya Kebangkrutan Manfaat Perlindungan Pajak Marginal =Dapat
Menjadi Penting Biaya-Biaya Kebangkrutan Marginal.

Gambar .2.1. Pengaruh Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Sumber. Brigham dan Houston, (2006)

Dari gambar diatas dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Fakta bahwa bunga adalah beban pengurangi pajak yang menjadikan hutang lebih murah dari pada saham biasa atau saham preference. Dengan demikian ada manfaat perlindungan pajak. Jadi penggunaan hutang menyebabkan lebih banyak laba operasi perusahaan (EBEIT) yang di mana oleh investor. Semakin banyak perusahaan mempergunakan hutang, maka semakin tinggi dan harga sahamnya. Harga saham akan mencapai nilai maksimal jika perusahaan sepenuhnya menggunakan hutang 100 persen.
2. Dalam kenyataannya jarang perusahaan menggunakan hutang seratus persen, karena perusahaan membatasi penggunaan hutang untuk menjaga biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan.

Terdapat beberapa tingkat batasan hutang, di mana dibawah daerah U1 ada kemungkinan kebangkrutan begitu rendah sehingga tidak penting. Namun diatas U1 biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan menjadi semakin penting, dan biaya-biaya tersebut mengurangi manfaat pajak atas hutang dengan tingkat yang semakin tinggi. Rentang dari U1 hingga U2 biaya –biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan berkurang tetapi tidak sepenuhnya menutupi manfaat pajak hutang, sehingga harga saham naik seiring dengan naiknya hutang. Sedangkan diatas batas U2 biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan telah melebihi manfaat pajak, sehingga meningkatnya rasio hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Daerah U2 adalah struktur modal yang optimal dan hal ini sangat tergantung pada resiko bisnis dan biaya-biaya kebangkrutan masing-masing perusahaan.

4. Pengaruh Potensi Terjadinya Kebangkrutan

Asumsi ketidak relevan MM diantaranya tidak ada biaya kebangkrutan karena perusahaan di asumsikan tidak akan mengalami kebangkrutan. Namun kebangkrutan kenyataannya ada dan biayanya sangat mahal. Perusahaan yang

bangkrut akan mengalami beban yang sangat tinggi dan juga sulit mempertahankan pelanggan, pemasok dan karyawan. Begitu juga aktiva perusahaan yang bangkrut akan sulit dijual sesuai dengan harga yang wajar, karena sulit untuk menemukan pembeli.

Masalah-masalah yang berhubungan dengan kebangkrutan akan menjadi lebih parah ketika perusahaan menggunakan hutang yang berlebihan. Artinya biaya kebangkrutan akan menahan perusahaan untuk menahan penggunaan hutang yang berlebihan. (Brigham dan Houston, 2006)

Biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan memiliki dua unsur yaitu : kemungkinan terjadi dan jumlah biaya yang akan terjadi ketika kesulitan keuangan terjadi. Dengan demikian perusahaan dengan *leverage* operasi yang tinggi (hutang) dan akibatnya risiko bisnis juga tinggi, sebaiknya membatasi penggunaan *leverage* keuangannya.

METODELOGI PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini disebut sebagai penelitian *explanatory*, yaitu menjelaskan hubungan kausal antara variabel melalui pengujian hipotesis (Singarimbun dan Effendi, 1989). Jenis penelitian ini termasuk jenis penelitian *ex post facto*, yaitu suatu penelitian yang datanya dikumpulkan setelah terjadinya suatu fakta atau peristiwa (Indrianto dan Supomo, 1999)

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah hasil pemeringkatan perusahaan mencetak EVA terbesar yang termasuk dalam perusahaan-perusahaan *SWA100* yang dilakukakan oleh majalah *SWAsembada* bekerja sama dengan *MarkPlus, Inc.* dan Magister Akutansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia pada perusahaan - perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) di luar perusahaan sekuritas, asuransi ataupun pembiayaan dan perbankan. Pemeringkatan di lakukan terhadap perusahaan - perusahaan yang *go public* berdasarkan hasil survey terhadap laporan keuangan yang telah diaudit dan layak dengan metode perhitungan EVA yang dipopulerkan oleh *Stewart & Co.* Dengan demikian populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *SWA100* pencetak EVA terbesar tahun 2002, 2003, 2004, 2005 dan 2006.

Pemilihan sampel di lakukan berdasarkan metode *purposive sampling* yaitu pemilihan sampel yang disesuaikan dengan tujuan yang telah ditetapkan sebelumnya. Untuk memperoleh sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian ini, maka pemilihan sampel berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan-perusahaan yang termasuk *SWA100* pencetak EVA terbesar dengan asset di atas Rp. 1 triliun.
2. Perusahaan-perusahaan yang termasuk *SWA100* pencetak EVA terbesar dari tahun 2002 sampai 2006.

Sumber dan Teknik Pengumpulan data

Data sekunder adalah data yang dikumpulkan oleh pihak lain untuk tujuan tertentu (Cooper, *et al.*, 1996) . Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder atau dokumen, yaitu data yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta dan Bursa efek Surabaya (sekarang Bursa Efek Indonesia) yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dan *Indonesian Securities Market Database*. Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah teknik dokumentasi.

Difinisi Operasional dan Pengukuran Variabel

1. Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah :

- a. Rasio Aktiva Tetap (X1) merupakan gambaran kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya atau memutar aktiva tetap yang diukur dengan perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Wanzenried (2002 a.b.) Eldomiaty (2004), Supanvaniji (2006).
- b. Ukuran Perusahaan (X2) merupakan gambaran besar kecilnya perusahaan yang diukur dengan *log* dari penjualan. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Titman dan Wessels (1988), Eldomiaty (2004) dan Supanvaniji (2006)
- c. *Profitabilitas* (X3) merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah perbandingan antara aliran kas dengan penjualan. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Bhaduri (2002)

- d. Pertumbuhan (X4) merupakan kemampuan perusahaan dalam menjalankan usahanya yang tercermin dari perkembangan penjualan. Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah perbandingan total penjualan tahun t dikurangi total penjualan tahun t-1 dengan total penjualan tahun t-1. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Eldomiaty (2004) dan Abor (2005).

2. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah :

Struktur Modal (Y1) merupakan perbandingan dari hutang dan aktiva yang tercermin pada laporan akhir. Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah :

- a. Perbandingan antara Total hutang dengan Total Aktiva. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Titman dan Wessels (1988), Bhaduri (2002), Wanzonried (2002) Eldomiaty (2004). Abor (2005).

HASIL ANALISIS DATA

Analisis Data

Uji Asumsi Klasik

Sebelum data dianalisis lebih lanjut, maka data harus memenuhi beberapa asumsi sebagai persyaratan dalam mengambil keputusan.

a. Uji *Autocorrelation*

Untuk melihat ada tidaknya *Autocorrelation* pada data *time series*, maka digunakan uji Durbin Watson pada tabel 1.

Tabel 1. Model Summary

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.254	.065	.042	.31918	1.198

a Predictors: (Constant), Aktiva Tetap, Ukuran, *Profitabilitas*, *Growth*

b Dependent Variable: Struktur Modal

Berdasarkan tabel 2. menunjukkan bahwa besar Durbin Watson mendekati nilai 2 yaitu 0,198 berarti tidak ada *Autocorrelation* pada data *time series*.

b. Nonmultikolinieritas

Multikolinieritas merupakan suatu keadaan dimana terjadi adanya korelasi sempurna antara variabel bebas. Jika nilai VIF lebih besar dari 4 maka terdapat *multikolinieritas*.

Tabel 2 . Hasil Pengujian *Multikolinieritas* Variabel Penelitian

<i>Variabel</i>	<i>VIF</i>	<i>Kesimpulan</i>
<i>Aktiva Tetap</i>	1.156	<i>Nonmultikolinieritas</i>
<i>Ukuran Perusahaan</i>	1.084	<i>Nonmultikolinieritas</i>
<i>Profitabilitas</i>	1.230	<i>Nonmultikolinieritas</i>
<i>Pertumbuhan</i>	1.004	<i>Nonmultikolinieritas</i>

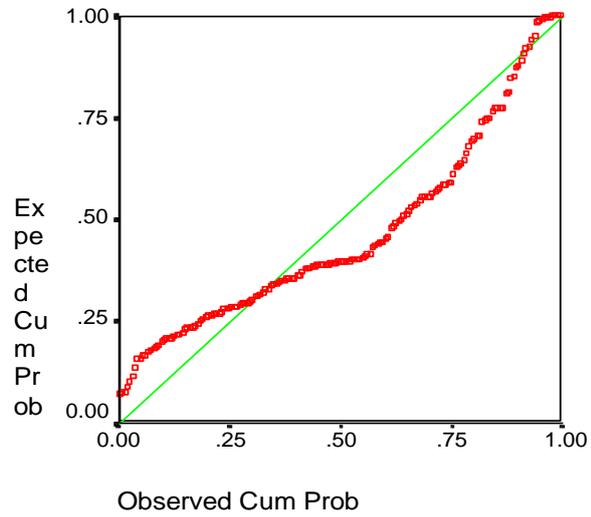
Berdasarkan tabel di atas dapat di simpulkan bahwa semua variabel bebas lebih kecil dari 4, artinya tidak ada gejala *multikolinieritas* antara variabel penelitian.

c. Uji Normalitas

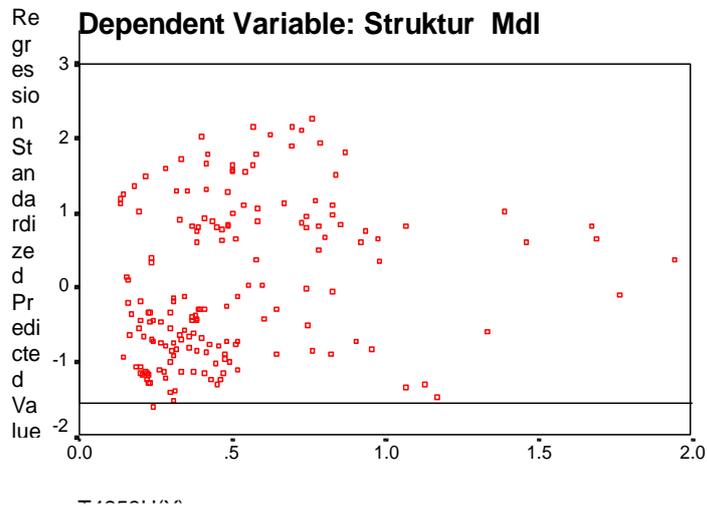
Salah satu cara untuk menguji kenormalan suatu data adalah dengan melihat diagram normal *P-P Plot* dan *Scatter plot*. Jika data menyebar mengikuti arah garis diagonal dan sebaran data dalam *Scatter plot* tidak membentuk pola tertentu, maka sebaran data bersifat normal.

Normal P-P Plot of Regression Si

Dependent Variable: Struktur Mdl



Scatterplot



Tabel 3. Ringkasan Hasil Analisis Regresi Berganda

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.160	4	.290	2.848	.026
	Residual	16.809	165	.102		

	Total	17.970	169			
--	-------	--------	-----	--	--	--

a Predictors: (Constant), Aktiva Tetap, Ukuran, *Profitabilitas*, *Growth*

b Dependent Variable: Struktur Modal

Tabel 5. Nilai Koefisien

Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Co linearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	.116	.414		.280	.780		
Aktiva	.278	.226	.100	1.230	.220	.865	1.156
Ukuran	5.055E-02	.062	.064	.813	.418	.922	1.084
Profit	-.119	.259	-.038	-.460	.646	.813	1.230
<i>Growth</i>	8.470E-02	.029	.223	2.953	.004	.996	1.004

a Dependent Variable: Struktur Modal

PEMBAHASAN

Hasil analisis data menunjukkan bahwa angka *R square* adalah sebesar 6,5 % (pengkuadratkan dari koefisien korelasi atau $(0,254 \times 0,254 = 6,5)$). Artinya 6,5 % struktur modal dijelaskan oleh variabel aktiva tetap, ukuran perusahaan, *Profitabilitas*, *Growth* dan *leverage*. Sedangkan 93,5 % (100% - 6,5 %) dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian ini.

Berdasarkan pengujian ANOVA atau *F test*, di dapat nilai F hitung sebesar 2,848 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,026 . Oleh karena nilai probabilitas 0,00 jauh lebih kecil dari 0,05 maka model regresi dapat dipakai untuk memprediksi tingkat pengembalian saham. Artinya secara simultan Aktiva Tetap, Ukuran Perusahaan, *Profitabilitas*, *Growth* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 atau secara bersama-sama aktiva tetap, ukuran perusahaan, *Profitabilitas*, *Growth* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal . Dari hasil analisis data tersebut maka dapat dibuat persamaan regresi :

$$Y = 0,116 + 0,278 X_1 + 5,055 X_2 - 0,119 X_3 + 8,470 X_4$$

Dari persamaan tersebut dapat diinterpretasikan sebagai berikut :

- Konstanta sebesar **0,116** menyatakan bahwa jika variabel lain tidak ada maka struktur modal sebesar **0,116**
- Koefisien regresi dari variabel aktiva tetap (X1) sebesar **0,278** menyatakan bahwa setiap penambahan (tanda +) sebesar 1 variabel aktiva tetap akan meningkatkan struktur modal sebesar **0,278**
- Koefisien regresi dari variabel Ukuran Perusahaan (X2) sebesar **5,055** menyatakan bahwa setiap penambahan (tanda +) sebesar 1 variabel Ukuran Perusahaan akan meningkatkan struktur modal sebesar **5,055**.
- Koefisien regresi dari variabel *Profitabilitas* (X3) sebesar **0,119** menyatakan bahwa setiap penurunan (tanda -) sebesar 1 variabel *Profitabilitas* akan meningkatkan struktur modal sebesar **0,119**.
- Koefisien regresi dari variabel *Growth* (X4) sebesar **8,470** menyatakan bahwa setiap penambahan (tanda +) sebesar 1 variabel *Growth* akan meningkatkan struktur modal sebesar **8,470**

Berdasarkan pengujian *t test* untuk menguji pengaruh secara parsial dari masing- masing variabel sebagai berikut :

- Pengaruh variabel aktiva tetap terhadap struktur modal dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,100 (*Standardized Coefficients*) dengan nilai signifikansi sebesar 0,220 lebih besar dari 0,05 . Artinya variabel aktiva tetap tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
- Pengaruh variabel ukuran perusahaan terhadap struktur modal dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,064 (*Standardized Coefficients*) dengan nilai signifikansi sebesar 0,418 lebih besar dari 0,05 . Artinya variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
- Pengaruh variabel *Profitabilitas* terhadap struktur modal dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,038 (*Standardized Coefficients*) dengan nilai signifikansi sebesar 0,646 lebih besar dari 0,05 . Artinya variabel *Profitabilitas* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal .

- Pengaruh variabel *Growth* terhadap struktur modal dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,223 (*Standardized Coefficients*) dengan nilai signifikansi sebesar 0,004 lebih kecil dari 0,05. Artinya variabel *Growth* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Struktur Modal

Pengaruh Karakteristik perusahaan secara teoritis berpengaruh terhadap Struktur modal. Karakteristik perusahaan yang diukur dengan perputaran aktiva atau rasio aktiva, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan akan menentukan struktur modal perusahaan.

Berdasarkan pengujian ANOVA atau *F test*, di dapat nilai F hitung sebesar 2,848 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,026. Oleh karena nilai probabilitas 0,026 jauh lebih kecil dari 0,05 mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan karakteristik perusahaan akan meningkatkan struktur modal meskipun peningkatannya

Karakteristik perusahaan yang diukur dengan rasio aktiva tetap secara teoritis berpengaruh positif terhadap struktur modal. Rasio aktiva tetap dapat dijadikan sebagai jaminan untuk memperoleh hutang. Pihak investor akan mempertimbangkan aktiva tetap perusahaan untuk menentukan besarnya pinjaman yang akan diberikan. Artinya semakin besar rasio aktiva tetap akan semakin besar struktur modal perusahaan. Disamping sebagai jaminan, aktiva tetap dapat dijadikan sebagai suatu ukuran besarnya aliran kas masuk dan sejauhmana besar likuid perusahaan dalam memenuhi kewajibannya.

Karakteristik perusahaan yang diukur dengan profitabilitas, secara teoritis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin besar profitabilitas, maka semakin kecil struktur modal yang dikenal dengan *peking order theory* yaitu tata urutan pendanaan yang pertama harus mempertimbangkan dana internal, kemudian mempertimbangkan eksternal (pinjaman). Hasil analisis membuktikan bahwa menunjukkan arah yang negatif. Artinya bahwa peningkatan profitabilitas perusahaan akan menurunkan struktur modal. Hal sejalan dengan *peking order theory*, di mana perusahaan mengutamakan dana

internal perusahaan (profitabilitas) dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan.

Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal adalah signifikan. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Temuan ini menunjukkan karakteristik perusahaan yang diproksikan dengan rasio aktiva tetap, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan belum merupakan faktor penentu struktur modal. Temuan ini dapat diartikan karakteristik perusahaan yang merupakan faktor fundamental perusahaan dan variabel yang bisa dikendalikan oleh manajemen perusahaan. Variabel ini menjadi faktor penentu struktur modal pada perusahaan. Kondisi ini terjadi karena manajemen perusahaan dalam menentukan struktur modal memperhatikan faktor fundamental perusahaan.

Hasil ini sesuai dengan temuan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Titman dan Wessels (1988), Homaifar, *et al.*, (1994), Graflund (2000), Booth, *et al.*, (2001), Bhaduri (2002), Wanzenried (2002 (2002 a. b.)), Eldomiaty (2004), Nishioka dan Baba (2004), Abor (2005), dan Supanvaniji (2006) yang menemukan bukti bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Temuan ini mengindikasikan bahwa karakteristik perusahaan yang merupakan faktor-faktor fundamental yang dapat dikendalikan oleh manajemen perusahaan menjadi bahan pertimbangan dalam menentukan struktur modal.

Struktur modal merupakan suatu susunan sejauhmana besarnya atau komposisi sumber modal perusahaan. Indikator struktur modal yang digunakan dalam penelitian ini adalah perbandingan total hutang dengan total aktiva. Dimana total nilai rata-rata perbandingan antara total hutang dengan total aktiva sebesar 0,49. Artinya besarnya hutang sebesar 49 % dari total aktiva atau sebesar 49% aktiva dibiayai oleh hutang.

Struktur modal yang merupakan suatu ukuran yang menggambarkan dari mana suatu modal. Kondisi ini menunjukkan bahwa sumber modal perusahaan yang berasal dari pihak eksternal atau modal asing sangat besar yaitu sebesar 49% dan sisanya atau 51 % bersumber dari pemilik atau modal sendiri. Kondisi ini mencerminkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai struktur modal yang besar. Perusahaan yang

mempunyai struktur modal yang besar akan menghadapi resiko keuangan yang besar pula.

Temuan ini mendukung konsistensi *pecking order theory* (Myer,1984) yang menyatakan bahwa pendanaan investasi berupa aktiva tetap yang dibiayai dari emisi saham baru (*right issue*) akan menimbulkan reaksi negatif. Bertambahnya jumlah saham akan mengurangi laba per saham. Perusahaan untuk memenuhi kebutuhan modal lebih mengutamakan sumber modal hutang dari pada mengeluarkan saham baru.

Berdasarkan pengujian *t test* untuk menguji pengaruh secara parsial dimana pengaruh variabel *Growth* terhadap struktur modal dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,223 (*Standardized Coefficients*) dengan nilai signifikansi sebesar 0,004 lebih kecil dari 0,05. Artinya variabel *Growth* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Dengan demikian bahwa hanya variabel *Growth* yang signifikan dan yang paling besar pengaruhnya atau dominan dalam menentukan struktur modal.

KESIMPULAN

Karakteristik perusahaan yang terdiri dari rasio aktiva tetap, ukuran perusahaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Temuan dari penelitian ini sejalan dengan *Pecking Order Theory*. Artinya profitabilitas, pertumbuhan dan aktiva tetap signifikan menentukan struktur modal. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mengutamakan sumber modal internal dalam memenuhi kebutuhan modal. Semakin besar tingkat profitabilitasnya maka semakin berkurang ketergantungannya pada sumber modal hutang.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, Joshua., (2005). The Effect of Capital Structure on Profitability : An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana, *The Journal of Risk Finance* ; 6,5 ; ABI/INFORM Global.
- Akhtar, Shumi., (2005). The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations, *Australian Journal of*

- Management*, Vol. 30, No. 2 December 2005, © The Australian Graduate School of Management.
- Anonim., (2000-2006), Indonesian Capital Market Directory 2000-2006, *Institute for economic and Financial Research (IECFIN)*, Jakarta
- Anonim., (2000-2006), Informasi Laporan keuangan Emiten Bursa Efek Indonesia, www.bei.co.id
- Anonim., (2004). Seratus Jagoan Pencetak EVA Terbesar, *Majalah Bulanan, Swasembada*, No.23/XX/Nopember, pp 34-38
- Anonim., (2006).SWA 100 Value Creator , *Majalah Bulanan, Swasembada*, No.25/XXII/Desember, pp 34-38
- Anonim., (2007).SWA 100 Indonesia's Best Wealth Creator 2007, *Majalah Bulanan, Swasembada*, No.26/XXIII/Desember, pp 36-42
- Arikunto, Suharsimi., (1993). *Prosedur Penelitian, Suatu Pendekatan Praktik, Rineka Cipta*. Jakarta
- Bhaduri, Saumitra., (2002). Determinants of Capital Structure Choice: a Study of the Indian Corporate Sector. *Applied Financial Economics*, 12 655±665 – 321
- .CAI, Francis and Arvin Ghosh., (2003).Test of Capital Structure Theory : Abinomial Approach, *The Journal of Business and Economic Studies*, Fall, 9,2,20-32
- Cooper, DR dan Emory, CW., (1996) *Business Research Methods*. Edisi Ke 5. Richad D. Irwin. Inc. Elen,Gunawan (peterjemah). *Metode Penelitian Bisnis*, Erlangga. Jakarta
- Graflund, Andreas., (2000). Dynamic Capital structure : the Case of Hufvudstaden, www.ssrn.com
- Homaifar,Ghassem, Zietz Joachim and Benkato Omar., (1994). An empirical Model of Capital Structure Some New Evidence, *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(1), 0306 686 X
<http://library.dfaus.com>
- IIndriantoro, Nur dan Bambang Supomo., (1999), *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*, Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFE.
- Booth, Laurence.Aivazian, varouj. Kunt-Demirguc, Asli dan Maksimovic, Vojislav., (2001). Capital Structure in Developing Countries. *The Journal of Finance* . Vol. LVI. No.1
- Brigham, Eugene F, Houston Joel F., (2006), *Fundamental of Financial Management*, Edisi Ke10, Yulianto, Ali Akbar (Penerjemah) *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Buku 2, Salemba Empat, Jakarta
- Low, Pek Yee and Chen, Kung H., (2004). Diversification and Capital Structure: Some international Evidence, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Jul, 23,1,55-71
- Singaribun, Masri dan Sofian, Effendi., editor (1989). *Metode Penelitian Survei, LP3ES*, Jakarta
- Supanvanij, Janikan., (2006). Capital Structure : Asian Firms Vs. Multynational Firms in Asia, *Journal of American Academy of Business*, Cambrige ; 10,1; ABI/INFORM Global
- Titman, Sheridan dan Wessels, Roberto., (1988). The Determinant of Capital Structure choice. *The Journal of Finance*. Vol. XLIII. No. 1
- Wanzenried, Gabrielle., (2002). Capital Structure Dynamics in UK and Contentental Europe (VersiFebruary), www.ssrn.com

Weston, J.Fred and Thomas E. Copeland, (1997). Manajemen Keuangan, Jilid 2, Edisi Kesembilan, Wasana , Jaka. Kibrandoko (terjemahan), *Bina Aksara*, Jakarta.