

MENENTUKAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA*Determinant of Capital Structure on The Manufacturing Company Capital In Indonesia Stock Exchange***Rista Bagus Santika****Bambang Sudiyatno**Program Studi Manajemen Universitas Stikubank
Jl. Kendeng V Bendan Ngisor Semarang 50233
(bofysatriasmara@yahoo.com)**ABSTRAK**

Penelitian ini menguji pengaruh pertumbuhan penjualan, struktur aktiva dan profitabilitas terhadap struktur modal. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2006-2008. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, sedangkan teknik analisis menggunakan analisis regresi linear berganda.

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa: (1) Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan penjualan, maka semakin tinggi struktur modal. (2) Struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Jadi, penentuan alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap tidak mempengaruhi struktur modal. (3) Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan, Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin rendah struktur modal.

Kata kunci: Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva, Profitabilitas dan Struktur Modal.

ASBTRACT

The aim of this research is to test the effect of the sales growth, the asset structure and the profitability on the capital structure. The population of this research is the manufacturing firms listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) on the period of 2006 to 2008. The sampling technique using a purposive sampling, while technical analysis using multiple regression analysis.

According to the research results showed that: (1) The sales growth has positive and significant impact on firm's capital structure. The higher the sales growth, the higher the firm's capital structure. (2) The structure of the asset does not affect the firm's capital structure. Thus, the determination of the allocation for each asset, either in current assets and fixed assets does not affect the capital structure. (3) The profitability has negative and significant impact on the firm's capital structure. The higher the profitability, the lower the capital structure.

Key words: Sales Growth, Asset Structure, Profitability and Capital Structure.

PENDAHULUAN

Struktur modal perusahaan merupakan salah satu faktor fundamental dalam operasi perusahaan. Struktur modal ditentukan oleh kebijakan pembelanjaan (*financing policy*) dari manajer keuangan yang senantiasa dihadapkan pada pertimbangan baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif. Struktur modal mencakup tiga unsur penting, yaitu: (1) keharusan untuk membayar balas jasa atas penggunaan modal kepada pihak yang menyediakan dana tersebut, atau sifat keharusan untuk pembayaran biaya modal, (2) sampai seberapa jauh kewenangan dan campur tangan pihak penyedia dana itu dalam mengelola perusahaan, dan (3) risiko yang dihadapi perusahaan.

Penentuan proporsi hutang dan modal dalam penggunaannya sebagai sumber dana perusahaan berkaitan erat dengan istilah struktur modal. Usaha peningkatan nilai perusahaan yang tidak bisa dipisahkan adalah bagaimana penentuan struktur modal yang dilakukan oleh manajemen dan para pemegang saham perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri (Weston dan Copeland, 1997:3). Pengambilan keputusan yang berhubungan dengan struktur modal mengenai manajemen yang kekayaannya tidak terdiversifikasi secara baik mungkin cenderung mengambil keputusan yang menguntungkan mereka dan tidak terlalu berisiko. Hal ini karena pendapatan, masa jabatan dan sebagian dari kekayaan mereka hanya tergantung dari perusahaan yang mempekerjakan mereka.

Pengertian struktur modal itu sendiri adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen dan saham biasa (Van Horne dan Wachowicz, 2001). Sedangkan struktur modal perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Menurut Weston dan Copeland (1997) struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitasnya dan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan dari neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang

saham. Jadi, struktur modal suatu perusahaan hanya sebagian dari struktur keuangannya.

Rata-rata struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2006 sampai tahun 2008 cenderung turun. Pada tahun 2006 rata-rata struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah sebesar 52 %, tahun 2007 sebesar 44%, demikian juga tahun 2008 sebesar 44%. Besarnya nilai rata-rata struktur modal pertahun dari tahun 2006-2008 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI berada di bawah satu. Hal ini menunjukkan penggunaan dana dari hutang untuk aktivitas investasinya relative lebih rendah daripada penggunaan modal sendiri.

Apabila nilai struktur modal berada di atas satu atau lebih besar dari satu, maka berarti perusahaan memiliki jumlah hutang yang lebih besar daripada jumlah modal sendiri. Kondisi ini tidak sesuai dengan teori struktur modal yang optimal, dimana seharusnya jumlah hutang perusahaan tidak boleh lebih besar daripada modal sendiri. Sementara itu kebanyakan investor lebih tertarik menanamkan modalnya ke dalam bentuk investasi pada perusahaan yang mempunyai struktur modal tertentu yang besarnya kurang dari satu. Karena jika struktur modal lebih besar dari satu berarti risiko yang ditanggung oleh investor menjadi meningkat.

Banyak faktor yang mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan struktur modal perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2005), faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu: risiko, bisnis, posisi pajak, fleksibilitas, keuangan dan konservatisme atau agresivitas manajemen merupakan faktor-faktor yang menentukan keputusan struktur modal. Khususnya pada struktur modal yang ditargetkan secara lebih umum, faktor-faktor yang berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan (Brigham dan Houston, 2005). Menurut McCue dan Ozoan, (1992) struktur modal dipengaruhi oleh struktur aktiva, pertumbuhan

aktiva, kemampuan, risiko, ukuran perusahaan dan kondisi pasar sistem pembayaran.

Penelitian ini dimotivasi oleh penelitian yang dilakukan Krishnan (1996), Badhuri (2002), Moh'd (1998), dan Majumdar (1999) yang menemukan bahwa pertumbuhan penjualan (*growth of sales*) merupakan salah satu variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian ini juga dimotivasi oleh penelitian dari Prabansari (2005) yang menemukan bukti empiris bahwa ukuran perusahaan, pertumbuhan aktiva, profitabilitas dan struktur kepemilikan berpengaruh positif sementara resiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan secara signifikan. Demikian juga hasil penelitian dari Nurrohm (2008) menemukan bukti empiris bahwa profitabilitas dan kontrol kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan secara signifikan. Selanjutnya Kesuma (2009) dalam penelitiannya menemukan bukti empiris bahwa pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal, profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal, rasio hutang mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut di atas, maka penelitian ini mencoba untuk menguji beberapa faktor fundamental yang mempengaruhi struktur modal perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Faktor-faktor tersebut adalah pertumbuhan penjualan, struktur aktiva dan profitabilitas. Oleh karena itu, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh pertumbuhan penjualan, struktur aktiva dan profitabilitas terhadap struktur modal.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Modigliani – Miller (1958) dalam artikelnya yang berjudul “*the cost corporation Finance and the theory of investment*” mengemukakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya hutang karena adanya efek dari *corporate tax rate shield*. Hal ini disebabkan karena dalam keadaan pasar sempurna dan adanya pajak, pada umumnya bunga dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat digunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikarenakan pajak/dengan kata lain bersifat *tax deductible*.

Dengan demikian, apabila ada 2 perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama tetapi yang satu menggunakan hutang dan membayar bunga sedangkan perusahaan yang lain tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Hal ini disebabkan karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Namun pendapat Modigliani dan Miller yang menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilainya bila menggunakan hutang sebesar – besarnya (dalam keadaan kena pajak) ini mengandung kritik dan keberatan dari para praktisi. Keberatan tersebut disebabkan oleh asumsi yang digunakan Modigliani dan Miller dalam analisis mereka, yaitu pasar modal adalah sempurna. Adanya ketidaksempurnaan pasar modal menyebabkan pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan untuk menggunakan *leverage* yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan. Apabila pasar modal tidak sempurna, kemungkinan antara lain munculnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan/adanya informasi asimetris (Husnan 1998).

Donalson pada tahun (1961) memperkenalkan *packing order theory*, meskipun penamaan ini dilakukan oleh Myers (1984). Secara singkat teori ini menyatakan bahwa : (a) Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan), (b) Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Sesuai dengan teori ini, tidak ada suatu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan. Menurut Myers (1996) perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yaitu dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *packing order theory* adalah: *internal fund* (dana internal),

debt (hutang), dan *equity* (modal sendiri) (Kaaro, 2003 dalam Saidi, 2004).

Dana internal lebih disukai karena memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu “membuka diri lagi” dari sorotan pemodal luar. Kalau bisa memperoleh sumber dana yang diperlukan tanpa memperoleh “sorotan dan publisitas publik” sebagai akibat penerbitan saham baru. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena dua alasan. Pertama adalah pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru (Husnan, 1996), hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh pemodal, dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya informasi asimetrik antara pihak manajemen dengan pihak pemodal.

Megginson (1997), menjelaskan model *trade off theory* yang menggambarkan bahwa struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan menyeimbangkan keuntungan atas penggunaan utang dengan *cost financial* dan *agency problems*. Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang. Mirza (1996) *the trade – off model* memang tidak dapat dipergunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan tetapi melalui model ini memungkinkan dibuat 3 kesimpulan tentang penggunaan *leverage* yaitu : (1) Perusahaan dengan risiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan hutang yang lebih besar, (2) Perusahaan yang memiliki *tangible assets* dan *marketable assets* seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar dari pada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets*. Hal ini disebabkan *intangible assets* lebih mudah untuk kehilangan nilai apabila terjadi *financial distress*, dibandingkan standar asset dan *tangible ase*, dan (3) Perusahaan di negara yang tingkat pajaknya tinggi seharusnya memuat hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya dari pada perusahaan yang dibayarkan diakui pemerintah

sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

Penelitian-penelitian tentang struktur modal telah banyak dilakukan sebelumnya, antara lain Sheridan Titman dan Roberto Wessels (1994), dan Homaifar, Ghassem, *et al*, 1994. Sheridan Titman dan Roberto Wessels (1994) dalam penelitiannya yang berjudul *The Determinants of Capital Structure Choice*, menemukan bahwa variabel-variabel yang signifikan berpengaruh terhadap struktur modal adalah keunikan, profitabilitas, & *industry classification*. Sedangkan Ghassem, *et al*, 1994 dalam penelitiannya yang berjudul *An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence* menemukan bahwa tarif pajak perusahaan berhubungan positif dengan *leverage ratio*, *non debt tax shield* berhubungan positif namun tidak signifikan secara statistik, dan ukuran perusahaan serta kesempatan pertumbuhan merupakan faktor penting penentu struktur modal.

Bouallegui (2006) dalam penelitiannya yang berjudul *Capital Structure Determinants and the New High-Tech Firms* menemukan bahwa *size*, *tangibility* dan *non-debt tax shield* berhubungan positif dengan *leverage*, sedangkan risiko (*risk*), profitabilitas (ROA), dan pertumbuhan berhubungan negative dengan *leverage*. Variabel-variabel yang hubungannya signifikan kurang dari 5% ($\text{sig-t} < 0.05$) adalah *size*, *profitability* (ROA) dan *risk*. Huson Joher, Mohd Ali dan Nazrul (2006), menemukan bahwa *asset growth* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan dan *expenditure in intangible assets* berpengaruh positif tetapi juga tidak signifikan terhadap *Debt Ratio* (struktur modal). Sedangkan *institutional ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Debt Ratio* (struktur modal) pada level signifikansi kurang dari 5%.. *Earning volatility* dan *managerial stock ownership* berpengaruh negative signifikan terhadap *Debt Ratio* pada level signifikansi kurang dari 1% dan 5%, dan *non-debt tax shield* berpengaruh positif dan signifikan pada level signifikansi kurang dari 10%.

Selanjutnya Abor (2008), dalam penelitian yang dilakukan pada SMEs di Ghana menemukan bahwa *age*, *size*, *asset structure*, *profitability*, *risk* and *managerial ownership* adalah faktor-faktor penting yang mempengaruhi struktur modal. *Age*, *size* dan *growth* berpengaruh positif signifikan terhadap *long-term debt ratio* (struktur modal), sedangkan *asset structure*, *profitability* dan *risk*

berpengaruh negative signifikan terhadap *long-term debt ratio* (struktur modal).

Penelitian serupa telah dilakukan di Indonesia dilakukan antara lain oleh Yuniningsih (2002), Yuke Prabansari (2005), Hassa Nurrohim (2008), dan Ali Kesuma (2009). Yuniningsih (2002) dalam penelitiannya menemukan bahwa struktur aset dan ukuran perusahaan memiliki berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial leverage*. Yuke Prabansari (2005), menemukan bahwa ukuran perusahaan, pertumbuhan aktiva, profitabilitas dan struktur kepemilikan berpengaruh positif sementara resiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan secara signifikan. Hassa Nurrohim (2008), menemukan bahwa profitabilitas dan kontrol kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan secara signifikan. Ali Kesuma (2009), menemukan bahwa pertumbuhan penjualan dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Keragaman hasil penelitian berkenaan dengan factor-faktor yang mempengaruhi struktur modal menjadi stimulus untuk melakukan penelitian lebih lanjut. Penelitian ini akan menguji pengaruh pertumbuhan penjualan, struktur aktiva dan profitabilitas terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia Jakarta.

Populasi dan sampel penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung dalam industri manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia periode 2006 s/d 2008. Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode purposive sampling. Untuk memperoleh sampel yang sesuai ditentukan criteria sebagai berikut: (1) Perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur yang sahamnya aktif diperdagangkan di BEI selama periode penelitian, (2) Perusahaan-perusahaan tersebut secara aktif mempublikasikan laporan keuangan berturut-turut selama periode penelitian, (3) Perusahaan yang mendapatkan laba positif secara berturut-turut selama periode pengamatan.

Analisis dilakukan dengan menggunakan model atau persamaan regresi linear berganda dengan segala persyaratannya. Model regresi tersebut dirumuskan sebagai berikut:

$$SMP = b_0 + b_1PP + b_2SA + b_3Prof. + e$$

Keterangan :

SMP	: Struktur modal perusahaan
PP	: Pertumbuhan penjualan
SA	: Struktur aktiva
Prof.	: Profitabilitas
$b_{1,2,3}$: koefisien regresi
e	: error

Struktur modal diproksi dengan Debt to Equity Ratio (DER), pertumbuhan penjualan diproksi dengan perubahan penjualan pada periode X_1 dan X_{-1} dibagi dengan X_{-1} , struktur aktiva diproksi dengan aktiva tetap dibagi dengan total aktiva, dan profitabilitas diproksi dengan *Return on Asset* (ROA).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

1. Deskripsi Statistik, Normalitas dan Asumsi Klasik.

Nilai statistik pertumbuhan penjualan (*sales growth*) menghasilkan nilai minimum sebesar -0,99 dan maksimum 1,3830 dengan rata-rata 0,192890 dan nilai standar deviasinya 0,2829134. Nilai statistik struktur aktiva bervariasi naik turun dengan nilai minimum sebesar 0,002 dan maksimum 0,8820 dengan rata-rata 0,3897 dan nilai standar deviasinya 0,1837558. Nilai statistik profitabilitas bervariasi naik turun dengan nilai minimum sebesar 0,1600 dan maksimum 39,20 dengan rata-rata 10,19 dan nilai standar deviasinya 9,79. Nilai statistik struktur modal bervariasi naik turun dengan nilai minimum sebesar 0,230 dan maksimum 1,0060 dengan rata-rata 0,354150 dan nilai standar deviasinya 0,2302099. Selengkapnya deskripsi statistik dapat dilihat pada Tabel 1 dalam lampiran.

Pengujian normalitas dilakukan dengan menghitung nilai *Z skew* dari *unstandardized residual*. Hasil perhitungan nilai *Z skew* sebesar 1,93 berada dibawah nilai kritisnya sebesar $\pm 1,96$. Jadi dapat disimpulkan bahwa data terdistribusi secara normal, sehingga memenuhi persyaratan untuk dianalisis. Selengkapnya perhitungan *Z skew* dapat dilihat pada Tabel 2 dalam lampiran.

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk menguji multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas. Hasil pengujian multikolinieritas dilakukan dengan melihat nilai VIF (*Variance Inflation Faktor*) dan nilai *tolerance*, menunjukkan bahwa nilai VIF (*Variance Inflation Faktor*) variable bebas kurang dari 10, dan nilai *tolerance* kurang dari 1.00, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan multikolinieritas. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai *Durbin Watson* (DW)-nya. Dimana nilai DW sebesar 2,283 terletak diantara $DU = 1.604$ dan $4-DU = 2.396$, dengan demikian nilai DW terletak diantara 1.604 dan 2.396, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat nilai signifikansi dari variable independen terhadap variable *absut* sebagai variable dependennya. Hasil uji Glejser menunjukkan bahwa nilai signifikansi masing-masing variabel bebas (pertumbuhan penjualan, struktur aktiva dan profitabilitas) lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan atau gejala heteroskedastisitas. Selengkapnya hasil pengujian multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas dapat dilihat pada Tabel 3, 4, dan 5.

2. Pengujian Model dan Hipotesis

Pengujian koefisien determinasi menghasilkan nilai *Adjusted R square* (R^2) sebesar 0,584 dengan nilai *Sig-F* = 0.000. Berarti kemampuan model cukup baik, variable pertumbuhan penjualan, struktur aktiva dan profitabilitas mampu menjelaskan struktur modal sebesar 58.4% secara benar, dan sisanya sebesar 41.6% dijelaskan oleh variable lain diluar model. Hasil pengujian koefisien determinasi (KD) dan pengujian *sig-F* dapat dilihat pada Tabel 7 dan 8 dalam lampiran.

Analisis regresi dilakukan dengan menghitung terlebih dahulu nilai persamaan regresi berganda yang menghasilkan persamaan sebagai berikut.

$$SMP = 0,349 PP + 0,053 SA - 0,699 Prof$$

Berdasarkan persamaan regresi tersebut, maka dapat dijelaskan bahwa pengaruh pertumbuhan penjualan dan struktur aktiva terhadap struktur modal adalah positif, sedangkan pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal adalah negative. Hasil uji signifikansi t (*sig-t*) menunjukkan bahwa nilai *sig-t* = 0.00 untuk pertumbuhan penjualan, *sig-t* = 0.433 untuk struktur aktiva, dan *sig-t* = 0.000 untuk profitabilitas. Hal ini menunjukkan bahwa yang pengaruhnya signifikan terhadap struktur modal adalah pertumbuhan penjualan dan profitabilitas, sedangkan struktur aktiva pengaruhnya tidak signifikan.

Hasil pengujian regresi dan signifikansi t (*sig-t*) tersebut menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, dengan demikian, maka hipotesis ini **diterima**. Struktur aktiva berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap struktur aktiva, dengan demikian, maka hipotesis ini **ditolak**. Sedangkan profitabilitas berpengaruh negative dan signifikan terhadap struktur modal, namun demikian hipotesis ini **ditolak**, karena pengaruhnya dengan arah yang berbeda.

3. Pembahasan

Di dalam penelitian ini dapat ditemukan bukti empiris mengenai pertumbuhan penjualan, struktur aktiva dan profitabilitas terhadap struktur modal pada tahun 2006–2008 dengan obyek penelitian adalah perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa dari tiga variabel independen, hanya satu variabel yang tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur, yaitu variabel struktur aktiva. Berdasarkan hasil persamaan regresi berganda dan hasil pengujian hipotesis tersebut di atas, maka secara garis besar dijelaskan sebagai berikut:

3.1. Pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal adalah positif dan signifikan terhadap struktur modal. Berarti jika pertumbuhan penjualan naik, maka struktur modalnya juga naik secara signifikan. Kondisi ini menunjukkan bahwa dengan meningkatnya pertumbuhan penjualan mendorong manajemen untuk

menggunakan atau menambah hutang. Penambahan hutang ini dapat dipandang sebagai meningkatnya kepercayaan masyarakat, khususnya investor terhadap perusahaan. Meskipun konsekuensi dari penambahan hutang adalah peningkatan risiko bagi perusahaan, namun investor percaya bahwa manajemen akan mampu mengelola hutang tersebut dengan baik, sehingga dampak penggunaan hutang atau peningkatan risiko tidak membawa efek negative bagi perusahaan. Oleh karena itu hasil penelitian ini mendukung dan sesuai dengan konsep dari *signaling theory*.

- 3.2. Pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal adalah positif tetapi tidak signifikan terhadap struktur modal. Kondisi ini menunjukkan ada kecenderungan bergerak dengan arah yang sama antara struktur aktiva dengan struktur modal, meskipun pengaruh pergerakannya tidak signifikan. Manajemen tidak terlalu memperhatikan struktur aktiva dalam keputusannya untuk menggunakan atau menambah hutang. Namun demikian, manajemen tidak sepenuhnya mengabaikan struktur aktiva, karena struktur aktiva disini akan menentukan tingkat likuiditas perusahaan. Hal ini terbukti dengan adanya pengaruh yang positif meskipun pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan, tetapi cukup menggambarkan bahwa manajemen tetap memperhatikan struktur aktiva.
- 3.3. Pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap struktur modal adalah negative dan signifikan, artinya semakin tinggi besarnya profitabilitas yang dihasilkan, semakin rendah struktur modalnya. Kondisi ini menunjukkan bahwa keputusan manajemen menurunkan penggunaan hutang ketika profitabilitas (ROA) yang dihasilkan tinggi. Situasi ini sesuai dengan konsep *peking order theory*, dimana manajemen memilih pembiayaan dari dalam untuk menambah kebutuhan modalnya. Penggunaan hutang hanya akan dilakukan jika pembiayaan dari dalam

tidak mencukupi untuk menutup kebutuhan modal yang diperlukan.

Hasil penelitian ini sesuai dan mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bouallegui (2006), yang menemukan bahwa profitabilitas (ROA), berhubungan negative dengan struktur modal (*leverage*). Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian dari Huson Joher, Mohd Ali dan Nazrul (2006), yang menemukan *earning volatility* berpengaruh negative dan signifikan terhadap struktur modal (*Debt Ratio*). Hasil penelitian lainnya yang sesuai dengan hasil penelitian ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Abor (2008), dalam penelitian yang dilakukan pada SMEs di Ghana menemukan bahwa *growth* berpengaruh positif signifikan terhadap *long-term debt ratio* (struktur modal), sedangkan *profitability* berpengaruh negative signifikan terhadap *long-term debt ratio* (struktur modal). Demikian juga penelitian dari Ali Kesuma (2009), menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Disamping mendukung hasil penelitian sebelumnya, maka hasil penelitian ini juga tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya, yakni penelitian yang dilakukan oleh Sheridan Titman dan Roberto Wessels (1994), dan Homairfar, Ghassem, *et al*, 1994. Sheridan Titman dan Roberto Wessels (1994) dalam penelitiannya menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan struktur modal. Hasil penelitian lainnya yang tidak sesuai dengan penelitian ini adalah penelitian dari Yuniningsih (2002), Yuke Prabansari (2005), Hassa Nurrohim (2008), dan Ali Kesuma (2009). Yuniningsih (2002) dalam penelitiannya menemukan bahwa struktur aset memiliki berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal (*financial leverage*). Yuke Prabansari (2005), menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan secara signifikan. Hassa Nurrohim (2008), menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan secara signifikan. Ali Kesuma (2009), menemukan bahwa pertumbuhan penjualan dan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis tersebut di atas, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Jadi, semakin tinggi pertumbuhan penjualan, maka semakin tinggi struktur modal perusahaan.
2. Struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Jadi, penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap tidak mempengaruhi struktur modal.
3. Profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan, Jadi, semakin tinggi profitabilitas (ROA) perusahaan, maka semakin rendah struktur modal perusahaan.

Implikasi

Hasil penelitian ini sesuai dengan konsep dari *trade off theory* dan *pecking order theory* (POT). Manajemen dapat meningkatkan struktur modal melalui pendanaan eksternal, yakni dengan melalui emisi obligasi pada saat pertumbuhan penjualan perusahaan meningkat. Disisi lain, manajemen dapat menurunkan struktur modalnya melalui pendanaan internal ketika profitabilitas (ROA) perusahaan naik atau meningkat.

Riset Mendatang

Penelitian ini hanya dilakukan dengan periode selama 3 tahun, sehingga hasil penelitian ini belum tentu reliabel jika digunakan untuk justifikasi dalam jangka panjang, sehingga untuk penelitian yang akan datang perlu menambahkan tahun penelitian. Variabel yang digunakan hanya meliputi 3 variabel independen, sebaiknya pada penelitian mendatang dapat menambah variabel lain yang dianggap relevan, termasuk penggunaan proksi lain dari struktur modal. Disisi lain, penelitian khusus dilakukan pada sektor manufaktur, sehingga tidak dapat digunakan untuk menginterpretasikan pada sektor lain.

Daftar Pustaka

Abor, Joshua, 2008. "Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms". AERC

Research Paper 176, Published by: *The African Economic Research Consortium*, March.

- Ali Kesuma, 2009. Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, Vol.11, No. 1, Maret 2009: 38-45.
- Bhaduri, Saumitra N, 2002. "Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector". *Applied Financial Economics*. Vol.12. pp.655-665.
- Bouallegui, Imen, 2006. "Capital Structure Determinants and the New High-Tech Firms: The Critical Distinction Between Fixed and Random Effects Through a Static Panel Data Investigation". *UAQUAP, Institute Supérieure de Gestion, Université de Tunis*.
- Brigham, Eugene F. Dan Joel F. Houston. 2001, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kedelapan, Buku Dua. Jakarta: Erlangga.
- Imam Ghazali, 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Edisi Ketiga. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hassa Nurrohm, 2008. Pengaruh Profitabilitas, Fixed Aset Ratio, Kontrol Kepemilikan, dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *SINERGI*, Vol.10. No.1. Januari. 2008: 11-18
- Homaifar, Ghassem, Z, and Benkato, O, 1994, "An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, 21 (1), January 1994.
- Huson Joher, Mohd Ali dan Nazrul (2006). "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach for Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange". *International Business & Economics Research Journal*, May, Vol. 5. No. 5, pp. 51-64.

- Imam Ghozali, 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Edisi Ketiga. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Krishnan, V. Sivarama and Charles Moyer. 1996. "Determinants of Capital Structure" *Managerial Finance*, 22.2, p39
- Mc.Cue, Michael J. and Yasar A. Ozcan, 1992. "Determinants of Capital Structure", *Journal of Healthcare Management*, 37,3, p. 333.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, and J.N. Rimbey, 1998. "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis". *The Financial Review*. Vol.33. pp.85-99.
- Modigliani, F. and M.H. Miller, 1958. "The Cost of Capital. Corporation Finance and The Theory of Investment". *American Economic Review*. Vol.48. No.13. pp.261-297.
- Muhammad Rizal, 2002. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di BEJ tahun 1997-2002*. Thesis MM. Universitas Gajah Mada
- Myers, S. 1984. "The Capital Structure Puzzle". *Jurnal Keuangan*. Vol.39, July 1984.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S Majluf, 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*. Vol 13. pp.187-221.
- Mutamimah, 2003. "Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial Yang Go Public di Pasar Modal Indonesia". *Jurnal Bisnis Strategi* Vol 11/Juli/Th. VIII/2003.
- Ozkan, A., 2001. "Determinans of capital structure and adjustment to long-run target: evidence from UK company panel data". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 28. pp.175-199.
- Titman, Sheridan and Roberto Wessels, 1988, "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, Vol. XLIII, No. 1, March, p:1-19
- Wasi Aji, Darmawan, 2003. "Analisis faktor- faktor yang mempengaruhi Struktur Modal: 25-26
- Yuke Prabansari. 2005, Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public di Bursa Efek Jakarta. *Sinergi*. Edisi Khusus on Finance. Hal 1-15.
- Yuniningsih, 2002. "Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio. Financial Leverage. dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol 9. No.2 September. p. 164-182.

Lampiran:

Tabel 1. Deskriptif Variabel Penelitian**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Pertumbuhan Penjualan	100	-.9900	1.3830	.192890	.2829134
Struktur Aktiva	100	.0020	.8820	.389700	.1837558
Profitabilitas	100	.1600	39.2000	10.190200	9.7903150
Struktur Modal	100	.0230	1.0060	.354150	.2302099
Valid N (listwise)	100				

Tabel 2. Uji Normalitas Z Skewness**Descriptive Statistics**

	N	Skewness	
	Statistic	Statistic	Std. Error
Unstandardized Residual	100	.473	.241
Valid N (listwise)	100		

$$\text{Nilai Z skew} = \frac{0,473}{\sqrt{6/100}} = 1,93$$

Tabel 3. Uji Multikolinieritas**Coefficients^a**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Pertumbuhan Penjualan	.988	1.012
	Struktur Aktiva	.918	1.089
	Profitabilitas	.915	1.093

a. Dependent Variable: Struktur Modal

Tabel 4. Uji Autokorelasi**Model Summary^b**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.772 ^a	.597	.584	.1484650	2.283

a. Predictors: (Constant), Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva

b. Dependent Variable: Struktur Modal

Tabel 5. Hasil Uji Glejser**Coefficients^a**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.135	.023		5.741	.000
	Pertumbuhan Penjualan	.031	.029	.109	1.070	.287
	Struktur Aktiva	-.029	.046	-.067	-.635	.527
	Profitabilitas	-.001	.001	-.084	-.794	.429

a. Dependent Variable: ABSUT

Tabel 6. Regresi Linear Berganda**Coefficients^a**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.441	.044		10.120	.000
	Pertumbuhan Penjualan	.284	.053	.349	5.354	.000
	Struktur Aktiva	.067	.085	.053	.788	.433
	Profitabilitas	-.016	.002	-.699	-10.314	.000

a. Dependent Variable: Struktur Modal

Tabel 7. Koefisien Determinasi Model**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.772 ^a	.597	.584	.1484650

a. Predictors: (Constant), Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva

Tabel 8. Pengujian ANOVA**ANOVA^b**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.131	3	1.044	47.344	.000 ^a
	Residual	2.116	96	.022		
	Total	5.247	99			

a. Predictors: (Constant), Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva

b. Dependent Variable: Struktur Modal