

DETERMINAN STRUKTUR MODAL DALAM PERSPEKTIF *PECKING ORDER THEORY* DAN *AGENCY THEORY*

Cahyani Nuswandari

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Stikubank Semarang
Jl. Kendeng V Bendan Ngisor Semarang
(cahyani_nus@yahoo.co.id)

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. Faktor-faktor yang diteliti sebagai variabel independen adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, peluang pertumbuhan dan kepemilikan manajerial. Variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis dianalisis dalam perspektif teori pecking order dan peluang pertumbuhan variabel kepemilikan manajerial dan dianalisis dalam perspektif pengujian lembaga theory. Hypothesis menggunakan regresi berganda. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel menggunakan metode teknik purposive sampling. Sampel yang digunakan 222 pengamatan mengumpulkan data 2008-2010. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Uji statistik menunjukkan hipotesis untuk variabel profitabilitas dan risiko bisnis diterima. Ini berarti bahwa profitabilitas dan risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil pengujian hipotesis untuk ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan variabel pada struktur modal. Dengan demikian hipotesis ditolak karena ukuran arah perusahaan hipotesis yang berlawanan. Peluang pertumbuhan Variabel dan kepemilikan manajerial dan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Kata kunci: struktur modal, profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, peluang pertumbuhan, kepemilikan manajerial, teori pecking order, teori keagenan.

ABSTRACT

This study aims to analyze the factors that affect the capital structure. Factors examined as independent variables are profitability, company size, business risk, growth opportunities and managerial ownership. Variable profitability, company size, business risk is analyzed in the perspective of the pecking order theory and variable growth opportunities and managerial ownership is analyzed in the perspective of agency theory. Hypothesis testing using multiple regression. The population in this study is manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange. Sampling technique using purposive sampling method. The samples used 222 observations are pooled data from 2008 to 2010. Types of data used are secondary data. Statistical tests showed hypotheses for the variables profitability and business risk accepted. This means that the profitability and business risk significantly and negatively related to capital structure. Hypothesis testing results for firm size variable positive and significant impact on capital structure. Thus the hypothesis is rejected due to size of company direction opposite hypothesis. Variable growth opportunities and managerial ownership and significant negative effect on capital structure.

Keywords: capital structure, profitability, company size, business risk, growth opportunity, managerial ownership, the pecking order theory, agency theory.

PENDAHULUAN

Perusahaan membutuhkan dana untuk membiayai operasi perusahaan, investasi atau kepentingan lainnya. Salah satu keputusan penting yang dihadapi manajer keuangan yang berkaitan dengan kelangsungan operasi adalah keputusan pendanaan. Perusahaan dapat didanai dengan hutang dan ekuitas. Komposisi penggunaan hutang dan ekuitas tergambar dalam struktur modal. Manajer harus mampu menghimpun dana baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun luar perusahaan secara efisien. Manajer keuangan harus

memperhatikan mengenai biaya modal. Biaya modal yang timbul dari keputusan pendanaan merupakan konsekuensi langsung atas keputusan pendanaan yang dilakukan oleh manajer. Struktur modal yang meminimalkan biaya modal akan memaksimalkan harga saham perusahaan. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan (Prabansari dan Kusuma, 2005).

Penggunaan utang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran perusahaan yang tidak penting dan memberi dorongan manajemen untuk mengoperasikan perusahaan lebih efisien. Peningkatan hutang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan oleh manajemen (Wahidahwati, 2002 dalam Indahningrum dan Handayani, 2009). Hal ini mengurangi keinginan manajemen untuk menggunakan *free cash flow* untuk membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal karena perusahaan memiliki konskuensi penyelesaian hutang yang berupa pokok dan bunga. Di samping itu penggunaan hutang juga akan meningkatkan risiko. Apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutang maka akan mengancam likuiditas perusahaan dan posisi manajemen juga menjadi terancam.

Manajer keuangan dihadapkan adanya suatu variasi dalam pembelanjaan, dalam arti kadang-kadang perusahaan lebih baik menggunakan dana yang bersumber dari hutang (*debt*) namun kadang-kadang perusahaan lebih baik kalau menggunakan dana yang bersumber dari modal sendiri (*equity*). Oleh karena itu manajer keuangan perlu mempertimbangkan berbagai faktor yang memengaruhi struktur modal agar biaya modal rendah, keuntungan perusahaan meningkat dan pada akhirnya dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Penelitian ini menganalisis variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis dalam perspektif *pecking order theory* dan variabel *growth opportunity* dan kepemilikan manajerial dalam perspektif *agency theory* atas pengaruhnya terhadap struktur modal. Peneliti terdahulu atas variabel-variabel tersebut menunjukkan hasil yang berbeda.

Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan mengurangi hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan relatif rendah menggunakan hutang. Hasil penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007), Hardianti dan Gunawan (2010) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh

negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurrohm (2008), Sheikh dan Wang (2011). Hasil penelitian tersebut berbeda dengan yang dilakukan oleh Prabansari dan Kusuma (2005), Wijaya dan Hardianto (2008) dalam Hardianti dan Gunawan (2010) yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian Nguyen (2006) dalam Nurrohm (2008) menunjukkan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Saktiani (2006) dalam Harjanti dan Tandelilin (2007), Masdupi (2005) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Ukuran perusahaan terbukti memiliki peranan penting dalam menentukan pemilihan struktur modal yang akan digunakan. Hasil penelitian Margaretha dan Sari (2005) dan Nasruddin (2004) menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur perusahaan. Hal ini sejalan dengan *Pecking Order Theory* yang menunjukkan arah hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan struktur modal. Perusahaan besar akan membutuhkan dana yang besar. Perusahaan besar umumnya memiliki tingkat penjualan yang besar dan menghasilkan tingkat keuntungan yang besar pula. Kebutuhan dana yang besar tersebut dipenuhi dengan menggunakan sumber dari internal. Sedangkan Harjanti dan Tandelilin (2007), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian yang dilakukan Setiawan (2006) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal

Risiko Bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Menurut Gitman (2009) dalam Seftianne dan Handayani (2011), risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan saat tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya. Perusahaan dan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki risiko bisnis lebih rendah. Risiko perusahaan yang tinggi pada umumnya lebih

mengutamakan penggunaan dana internal daripada penggunaan utang maupun penerbitan saham. Hasil penelitian Prabansari dan Kusuma (2005) dan Nasruddin (2004) menemukan bukti bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berbeda dengan hasil penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007), Seftianne dan Handayani (2011) dan Setiawan (2006) menunjukkan bukti bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Kesempatan tumbuh (*growth opportunity*) adalah kesempatan yang dimiliki perusahaan untuk dapat berkembang dan mencakup kesempatan untuk melakukan investasi di masa mendatang. Penelitian yang dilakukan Setiawan (2006) menunjukkan adanya pengaruh positif *growth opportunity* terhadap struktur modal. Hasil penelitian Seftianne dan Handayani (2011) menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Harjanti dan Tandelilin (2007) dan Nasruddin (2004) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajemen. Alternatif yang dapat digunakan untuk mengurangi agency cost adalah memberikan kepada manajemen kepemilikan saham perusahaan. Dengan demikian manajer akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Hasil penelitian Ismayanti dan Hanafi (2003) serta Rahayu dan Faisal (2005) dalam Seftianne dan Handayani (2011) menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berbeda dengan hasil penelitian Masdupi (2005) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh negatif dengan struktur modal.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Struktur Modal

Struktur modal adalah bauran penggunaan dana yang berasal dari ekuitas dan utang.

Konsekuensi yang harus ditanggung perusahaan jika menggunakan utang adalah perusahaan harus menaati perjanjian utang. Jika perusahaan menggunakan sumber dana berupa penerbitan saham maka perusahaan harus memberikan imbalan kepada investor berupa dividen.

Struktur modal dalam perusahaan berkaitan erat dengan investasi sehingga dalam hal ini akan menyangkut sumber dana yang digunakan untuk membiayai proyek investasi tersebut. Sumber dana dapat berasal dari penerbitan saham (*equity financing*), penerbitan obligasi (*debt financing*) dan laba ditahan (*retained earning*). Penerbitan saham dan obligasi sering disebut dengan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan (*external financing*) sedangkan dana yang bersumber dari laba ditahan disebut sebagai dana yang berasal dari dalam perusahaan (*internal financing*).

Struktur modal diukur dengan menggunakan rasio struktur modal yang disebut dengan leverage ratio. Perhitungan leverage ratio adalah *long term debt to equity ratio*. *long term debt to equity ratio* menunjukkan persentase modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang yang dihitung dengan membandingkan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri.

Teori Struktur Modal

Teori struktur modal dimulai pada tahun 1958 oleh Modigliani dan Miller (MM). Hasil karya MM menandai awal penelitian struktur modal modern. Selanjutnya Donalson (1961) mengemukakan Pecking Order Theory yang membahas urutan pembiayaan perusahaan. Haugan dan Papas (1971) dan Rubeinstein membahas teori struktur modal *Trade Off Theory*. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan mengenai Agency Theory dan Myers (1984) tentang *Asymmetric Information* (Ruslim, 2009). *Pecking order theory* mendasarkan pada asimetri informasi. *Trade off theory* mendasarkan pada pajak dan *free cash theory* mendasarkan pada biaya keagenan.

1. *Pecking Order Theory*

Pecking order theory mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun 1961 sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers (1984) dalam Prabansari dan Kusuma (2005). Teori menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai *internal financing* yaitu pendanaan dari hasil operasi perusahaan yang berwujud laba ditahan. Apabila diperlukan pendanaan eksternal maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas paling aman terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi, baru akhirnya apabila masih belum mencukupi akan menerbitkan saham baru. Jadi urutan penggunaan sumber pendanaan dengan pengacu pada *Pecking order theory* adalah *internal fund* (dana internal), *debt* (hutang) dan *equity* (ekuitas). Dana internal lebih disukai dari dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu “membuka diri lagi” dari sorotan pemodal luar. Di samping itu pengaruh asimetrik informasi dan biaya penerbitan saham cenderung mendorong perilaku *pecking order* (Myers, 1984; Baskin, 1989 dalam Pangeran, 2010)

Pecking order theory berfokus pada motivasi manajer korporat bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal (Pangeran, 2010). *Pecking order theory* mendasarkan pada asimetri informasi. Para manajer memiliki informasi superior. Para manajer diyakini memiliki informasi awal yang lebih baik. Oleh karena itu pasar mempelajari perilaku manajer. Asumsi asimetrik informasi menyiratkan bahwa para manajer mengembangkan dan menemukan kesempatan baru investasi yang menarik dengan NPV positif namun mereka tidak dapat menyampaikan informasi tersebut dengan baik kepada pemegang saham luar karena pernyataan manajer tidak dipercayai oleh investor.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan yang sangat menguntungkan pada umumnya mempunyai hutang yang lebih sedikit. Hal ini terjadi bukan karena perusahaan tersebut

mempunyai target debt ratio yang rendah, tetapi disebabkan karena perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal (Brealey dan Myer, 1995 dalam Steven dan Lina, 2011).

2. *Trade off Theory*

Trade off theory merupakan model struktur modal yang mempunyai asumsi bahwa struktur modal perusahaan merupakan keseimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dengan biaya *financial distress* (kesulitan keuangan) dan *agency cost* (biaya keagenan). *Trade off theory* merupakan model yang didasarkan pada *trade off* (pertukaran) antara keuntungan dan kerugian penggunaan hutang. Hutang menimbulkan beban bunga yang dapat menghemat pajak. Beban bunga dapat dikurangkan dari pendapatan sehingga laba sebelum pajak menjadi lebih kecil. Dengan demikian pajak juga semakin kecil. Penggunaan hutang yang semakin besar akan mengarah pada kesulitan keuangan atau kebangkrutan. Masalah-masalah yang berhubungan dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan timbul ketika sebuah perusahaan memasukkan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya. Perusahaan yang bangkrut akan memiliki beban akuntansi dan hukum yang sangat tinggi dan juga mengalami kesulitan untuk mempertahankan para pelanggan, pemasok dan karyawannya (Brigham dan Houston, 2006). Karena itu, biaya kebangkrutan menahan perusahaan menggunakan hutang pada tingkat yang berlebihan.

Keputusan struktur modal secara teoritis berdasarkan pada *trade off theory* mengasumsikan bahwa perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai pasar (Kamath, 1997 dalam Pangeran, 2011). *Trade off theory* memprediksi masing-masing perusahaan menyesuaikan secara perlahan-lahan ke arah *debt ratio* yang optimal. Struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan atas penggunaan hutang dengan biaya kebangkrutan dan biaya modal, yang disebut *static-trade off*.

3. Agency Theory

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara pemegang saham dan agen. Kontrak yang dibuat antara pemilik dan manajer diharapkan dapat meminimumkan konflik antar kedua kepentingan tersebut (Setyapurnama dan Norpratiwi, 2004 dalam Indahningrum dan Handayani, 2009). Manajer diberikan insentif yang memadai agar dapat melakukan fungsinya dengan baik. Di samping itu juga perlu dilakukan pengawasan terhadap manajer dengan cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen.

Teori agensi adalah suatu teori yang menjelaskan adanya konflik antara manajemen dan pemegang saham. Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda. Para pemegang saham berharap manajemen bertindak atas kepentingan mereka sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai sekaligus memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Sedangkan para manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan bagi para manajer sendiri. Dengan demikian muncullah konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Penyebab konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pendanaan.

Pengembangan Hipotesis

1. Profitabilitas dan Struktur Modal

Rasio profitabilitas bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba, baik dalam hubungannya dengan penjualan, aset, maupun terhadap modal sendiri. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan mengurangi hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan relatif rendah menggunakan hutang. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah struktur modal. Hasil penelitian Harjanti dan Tandelilin

(2007), Hardianti dan Gunawan (2010) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurrohm (2008), Sheikh dan Wang (2011). Berdasarkan argumentasi tersebut maka hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut:

H1: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

2. Ukuran Perusahaan dan Struktur Modal

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan besar akan membutuhkan dana yang besar. Perusahaan besar umumnya memiliki tingkat penjualan yang besar dan menghasilkan tingkat keuntungan yang besar pula. Kebutuhan dana yang besar tersebut dipenuhi dengan menggunakan sumber dari internal. Hal ini sejalan dengan *Pecking Order Theory* yang menunjukkan arah hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan struktur modal. Apabila perusahaan dihadapkan pada kebutuhan dana yang semakin meningkat akibat pertumbuhan penjualan, dan dana dari sumber intern sudah digunakan semua, maka tidak ada pilihan lain bagi perusahaan untuk menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan, baik hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah struktur modal. Hasil penelitian Margaretha dan Sari (2005) dan Nasruddin (2004) menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur perusahaan. Berdasarkan argumentasi tersebut maka hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut:

H2: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal

3. Risiko Bisnis dan Struktur Modal

Menurut Gitman (2009) dalam Seftianne dan Handayani (2011), risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan saat tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya. Perusahaan dan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari

pendanaan dengan menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki risiko bisnis lebih rendah. Risiko perusahaan yang tinggi pada umumnya lebih mengutamakan penggunaan dana internal daripada penggunaan utang maupun penerbitan saham. Semakin tinggi risiko bisnis maka semakin rendah struktur modal. Hasil penelitian Prabansari dan Kusuma (2005) dan Nasruddin (2004) menemukan bukti bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan argumentasi tersebut maka hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut:

H3 : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal

4. *Growth Opportunity* dan Struktur Modal

Teori Agensi memprediksi hubungan negatif antara *growth opportunity* terhadap struktur modal karena perusahaan dengan *growth opportunity* yang lebih besar lebih memiliki fleksibilitas untuk melakukan investasi secara optimal. Manajer akan melakukan tindakan pengalihan kemakmuran dari kreditur kepada investor. Oleh karena itu berdasar pada konflik keagenan maka perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi sebaiknya memiliki utang yang rendah. Semakin tinggi *growth opportunity* maka semakin rendah struktur modal. Hasil penelitian Seftianne dan Handayani (2011) menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan argumentasi tersebut maka hipotesis keempat dirumuskan sebagai berikut:

H4: Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal

5. Kepemilikan Manajerial dan Struktur Modal

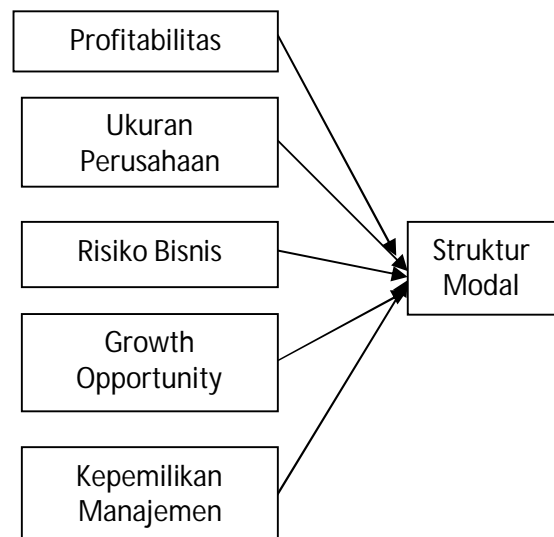
Alternatif yang dapat digunakan untuk mengurangi agency cost adalah memberikan kepada

manajemen kepemilikan saham perusahaan. Dengan demikian manajer akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pada saat kepemilikan manajemen meningkat, manajer akan menurunkan nilai utang untuk menurunkan risiko dan biaya keagenan. Semakin tinggi kepemilikan manajemen maka semakin rendah struktur modal. Masdupi (2005) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh negatif dengan struktur modal. Berdasarkan argumentasi tersebut maka hipotesis kelima dirumuskan sebagai berikut:

H5: Kepemilikan manajemen berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Model Penelitian

Model dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan tahun 2008-2010. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Dengan menggunakan ICMD 2011 berikut adalah data mengenai jumlah sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 1. Seleksi Sampel

Populasi: jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	148
<u>Yang tidak memenuhi kriteria sampel:</u>	
a. Perusahaan yang memiliki <i>retained earning</i> negatif dalam tahun pengamatan	(55)
b. Perusahaan yang menggunakan mata uang selain rupiah dalam pelaporan keuangan	(0)
c. Perusahaan yang tidak menghasilkan laba secara berturut-turut selama periode pengamatan.	(14)
d. Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap dalam periode pengamatan.	(4)
Jumlah perusahaan yang akan digunakan sebagai sampel	75

Berdasarkan tabel 3.1 dapat dilihat bahwa jumlah sampel sebanyak 75 perusahaan dengan tahun pengamatan selama 3 tahun. Dengan menggunakan pooled data maka jumlah observasi sebanyak 225 (75 perusahaan sampel dikalikan dengan 3 tahun pengamatan).

Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel.

1. Variabel Dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal. Struktur modal adalah perimbangan antara modal sendiri dan modal asing. Struktur modal diproksikan dengan debt to equity ratio (DER). DER dirumuskan sebagai berikut (Brigham dan Houston,2006):

$$DER = \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

2. Variabel independen

a. Profitabilitas

Rasio profitabilitas adalah ukuran untuk mengetahui seberapa jauh efektivitas manajemen dalam mengelola perusahaannya. Rasio profitabilitas yang digunakan adalah *return on equity (ROE)* yang merupakan tolak ukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan total modal sendiri yang digunakan. ROE dirumuskan sebagai berikut (Brigham dan Houston, 2006):

$$ROE = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Ekuitas}}$$

b. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Skala besar kecilnya perusahaan dapat ditentukan berdasarkan total penjualan, rata-rata tingkat penjualan, total aset, dan rata-rata total aset. Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan log natural net sales. Penggunaan log natural dimaksudkan untuk mengurangi fluktuasi data yang berlebih sehingga akan dapat mengurangi *skewness of distribution* serta meminimumkan *standar error koefisien regresi* (Harjanti dan Tandelilin, 2007).

c. Risiko Bisnis

Risiko Bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis diukur dengan menggunakan log natural standar deviasi laba bersih. Penggunaan deviasi standar dimaksudkan untuk memperoleh estimasi yang lebih baik. Penggunaan log natural dimaksudkan untuk mengurangi fluktuasi data yang berlebih sehingga akan dapat mengurangi *skewness of distribution* dan data akan

menyebar normal serta meminimumkan *standar error* koefisien regresi (Harjanti dan Tandelilin, 2007).

d. *Growth Opportunity*

Kesempatan tumbuh (*growth opportunity*) adalah kesempatan yang dimiliki perusahaan untuk dapat berkembang dan mencakup kesempatan untuk melakukan investasi di masa mendatang. *Growth opportunity* diukur dengan rasio pertumbuhan penjualan terhadap pertumbuhan aset. (Sheikh dan Wong, 2011).

e. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Kepemilikan manajerial dihitung dengan menggunakan dummy yaitu 1 untuk perusahaan yang terdapat kepemilikan manajerial dan 0 untuk perusahaan yang tidak terdapat kepemilikan manajerial.

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan analisis Regresi Berganda (*multiple regression*) dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS). Adapun persamaan regresinya adalah sebagai berikut:

$$DER = \alpha + \beta_1 \text{Profit} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Risk} + \beta_4 \text{Growth} + \beta_5 \text{Manajerial} + \varepsilon$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Peneliti menguji data sebanyak 225 observasi. Hasil pengujian menunjukkan terjadi heteroskedasitas. Oleh karena itu dilakukan pendeteksian data outlier. Data outlier dibuang dan pengujian selanjutnya dilakukan dengan menggunakan observasi sebanyak 222. Dengan menggunakan observasi sebanyak 222 telah memenuhi uji normalitas dan asumsi klasik.

Pengujian Regresi Linear Berganda

Berikut adalah tabel yang digunakan untuk menyusun persamaan regresi:

Tabel 2. Pengujian Hipotesis

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.050	.543		-.092	.927
SQRPROFIT	-.039	.017	-.147	-2.272	.024
LNSIZE	.140	.022	.429	6.403	.000
LNRIKSO	-.199	.043	-.305	-4.642	.000
GROWTH	-.001	.002	-.018	-.282	.778
MANAJERIAL	-.005	.066	-.005	-.071	.943

a. Dependent Variable: LGDER

Berdasarkan tabel 3 maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{LGDER} = -0,50 - 0,039\text{SQRPROFIT} + 0,14\text{LN SIZE} \\ - 0,199\text{LNRISIKO} - 0,001\text{GROWTH} - \\ 0,005\text{MANAJERIAL} + \varepsilon$$

Pengujian Kelayakan Model

a. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Hasil pengujian menunjukkan besarnya adjusted R^2 adalah 0,171. Hal ini berarti 17,10% variasi struktur modal dapat dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel independen yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, *growth opportunity* dan kepemilikan manajerial. Sedangkan sisanya (100% - 17,10% = 82,9%) dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

b. Uji F

Hasil pengujian menunjukkan nilai F sebesar 10,129 dan nilai signifikansi di bawah 0,000. Hal ini berarti kelima variabel independen yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, *growth opportunity* dan kepemilikan manajerial dapat digunakan untuk memprediksi variabel struktur modal. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model fit (layak).

Pembahasan Hasil Penelitian

1. Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Berdasarkan Tabel 2 variabel profitabilitas menunjukkan nilai probabilitas signifikansi 0,024 < 0,05 dan berarah negatif. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, diterima. Hal ini sejalan dengan *Pecking Order Theory*. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan mengurangi hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan relatif rendah menggunakan hutang. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah struktur modal. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007), Hardianti dan Gunawan (2010) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini senada dengan penelitian yang

dilakukan oleh Nurrohim (2008), Sheikh dan Wang (2011). Namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Prabansari dan Kusuma (2005), Wijaya dan Hardianto (2008) dalam Hardianti dan Gunawan (2010) yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian Nguyen (2006) dalam Nurrohim (2008) menunjukkan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

2. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Berdasarkan Tabel 2 variabel ukuran perusahaan menunjukkan nilai probabilitas signifikansi 0,00 < 0,05 namun berarah positif. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal, ditolak. Hal ini tidak sejalan dengan *Pecking Order Theory* namun mendukung *Trade off Theory*. Pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap struktur modal dapat dijelaskan bahwa perusahaan besar lebih mudah mendapatkan pinjaman dan juga mudah akses ke pasar modal. Di samping itu kreditor juga memberikan batasan dalam memberi pinjaman. Kreditor akan lebih mudah memberikan utang kepada perusahaan yang besar dengan asumsi bahwa perusahaan besar memiliki kemungkinan yang relatif kecil akan mengalami kebangkrutan. Oleh karena itu kreditor akan merasa lebih aman memberi pinjaman kepada perusahaan besar. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Namun tidak mendukung penelitian Margaretha dan Sari (2005) dan Nasruddin (2004) menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur perusahaan.

3. Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal

Berdasarkan Tabel 2 variabel risiko bisnis menunjukkan nilai probabilitas signifikansi 0,00 < 0,05 dan berarah negatif. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal, diterima. Hal ini sejalan dengan *Pecking Order Theory*. Perusahaan dan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari

pendanaan dengan menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki risiko bisnis lebih rendah. Risiko perusahaan yang tinggi pada umumnya lebih mengutamakan penggunaan dana internal daripada penggunaan utang maupun penerbitan saham. Semakin tinggi risiko bisnis maka semakin rendah struktur modal. Penelitian ini mendukung penelitian Prabansari dan Kusuma (2005) dan Nasruddin (2004) yang menemukan bukti bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun tidak mendukung hasil penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007), Seftianne dan Handayani (2011) dan Setiawan (2006) yang menunjukkan bukti bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

4. Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan Tabel 2 variabel *growth opportunity* menunjukkan nilai probabilitas signifikansi $0,778 > 0,05$ dan berarah negatif. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, ditolak. *Growth Opportunity* tidak berpengaruh terhadap struktur modal, hal ini kemungkinan pengukuran *growth opportunity* tidak sesuai. Peluang pertumbuhan memang tidak mudah diukur karena terkait dengan ketidakpastian masa depan. Penelitian ini mendukung Harjanti dan Tandelilin (2007) dan Nasruddin (2004) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Namun tidak mendukung penelitian yang dilakukan Setiawan (2006) yang menunjukkan adanya pengaruh positif *growth opportunity* terhadap struktur modal. Juga hasil penelitian Seftianne dan Handayani (2011) yang menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

5. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal

Berdasarkan Tabel 2 variabel Kepemilikan Manajerial menunjukkan nilai probabilitas signifikansi $0,943 > 0,05$ dan berarah negatif. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa

Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal, ditolak. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal, hal ini mungkin disebabkan rendahnya kepemilikan saham oleh komisaris dan direksi pada perusahaan observasi. Di samping itu rata-rata kepemilikan saham dari perusahaan yang terdapat kepemilikan manajerial (80 perusahaan dari 225 perusahaan atau 35,6%) sebesar 6%. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Masdupi (2005) dan Seftianne dan Handayani (2011) yang menemukan bukti bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh negatif dengan struktur modal. Ismayanti dan Hanafi (2003) serta Rahayu dan Faisal (2005) dalam Seftianne dan Handayani (2011) menemukan bukti kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif dengan struktur modal.

PENUTUP

Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis maka peneliti menyimpulkan bahwa profitabilitas dan risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sedangkan ukuran perusahaan, *growth opportunity*, dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Saran

Sumber data penelitian ini hanya berasal dari ICMD. Penelitian berikut disarankan menggunakan *annual report* agar dapat dilihat komposisi utang jangka panjang perusahaan observasi apakah cenderung bersumber dari utang bank atau utang obligasi. Disamping itu perlu mempertimbangkan jumlah utang jangka pendek dan utang jangka panjang karena biasanya pada negara yang berkembang jumlah utang jangka pendek relatif material (Sheikh dan Wang). Pengukuran variabel independen dapat dilakukan dengan pengukuran lain yang relevan dan membandingkannya sehingga dapat menetapkan pengukuran yang paling valid. Berdasarkan pada nilai adjusted R^2 maka masih ada variabel lain yang dapat menjelaskan variasi struktur modal misalnya kepemilikan institusional, *non debt tax shields*, dan volatilitas pendapatan

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham dan Houston. 2006. *Fundamentals of Financial Management (Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Buku 2 Edisi 10.* Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS.* Edisi 5. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hardianti, Siti an Barbara Gunawan. 2010. Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, Vol. 11, No. 2, hal 138-154
- Harjanti, Theresia Tri dan Eduardus Tandelilin. 2007. Pengaruh Firm Size, Tangible Assets, Growth Opportunity, Profitability dan Busniess Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia: Studi Kasus di BEJ. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 1, No. 1, hal 1-9.
- Indanning, Rizka Putri dan Ratih Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 3, hal 189-207.
- Nurrohim, H. 2008. Pengaruh Profitabilitas, Fixed Asset Ratio, Kontrol Kepemilikan dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Sinergi*, Vol. 10, No. 1, hal 11-18.
- Pangeran, Perminas. 2010. Pemilihan Sekuritas dan Arah Kebijakan Struktur Modal: Pecking Order ataukah Static Trade Off?. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. Vol. 21, No.1, hal 1-16.
- Prabansari, Yuke dan Hadri Kusuma. 2005 Faktor-faktor yang memengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Publik di Bursa Efek Jakarta. *Sinergi*, Edisi khusus on Finance, hal 1-15.
- Ruslim, Herman. 2009. Pengujian Struktur Modal (Teori Pecking Order): Analisis Empiris Terhadap Saham di LQ-45. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 3, hal 209-221.
- Seftianne dan Ratih Handayani. 2011. Faktor-faktor yang Memengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No. 1, hal 39-56.
- Sheikh, Nadeen Ahmed dan Zongjun Wong. 2011. Determinants of Capital Structure An Empirical Study of Firm in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance*, Vol. 37, No.2, hal 117-133.
- Steven dan Lina. 2011. Faktor-faktor yang Memengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No. 3, hlm 163-181.