

**THE EFFECT OF DETERMINANT CAPITAL STRUCTURE ON
FORMATTING CAPITAL STRUCTURE:
EMPIRICAL EVIDENCE IN INDONESIAN FIRMS**

Mariana Ing Malelak
Ridhotama Shanti D. Ottemoesoe
Sautma Ronni Basana

Finance Department Faculty of Economics Petra Christian University

ABSTRACT

The Purpose of this research is to test the effect of determinant capital structure (tangibility, profitability, growth opportunity, size and cash holding) on formatting capital structure in Indonesian Firms. This research use financial statement of 125 non-financial firms listed in Indonesian Stock Exchange (IDX) period 2000 – 2010 and use multiple regression as an analysis method. The result showed that during the period 2000 – 2010, there were four variables (tangibility, profitability, size and cash holding) had significant effect on formatting capital structure, while growth opportunity had no significant effect . In Overall, all of the independent variables had significant effect on formatting capital structure in Indonesian firms.

Key words: *capital structure, tangibility, profitability, growth opportunity, size and cash holding.*

1. PENDAHULUAN

Setiap perusahaan yang didirikan pada dasarnya selalu berupaya untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan, baik tujuan jangka pendek maupun tujuan jangka panjang. Untuk mewujudkan tujuan tersebut ada beberapa fungsi pokok yang harus dijalankan perusahaan, yang meliputi fungsi : keuangan/pembelanjaan, pemasaran, operasional dan manajemen sumber daya manusia.

Fungsi keuangan merupakan salah satu fungsi perusahaan yang perlu diperhatikan, karena memegang peranan penting dalam mendukung bidang fungsional lainnya. Secara spesifik fungsi keuangan antara perusahaan yang satu dengan yang lain sangat bervariasi, namun menurut pakar di bidang keuangan sepakat bahwa ada tiga fungsi keuangan yang pokok, dan berkaitan dengan keputusan manajemen keuangan yaitu, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan deviden (I Made Sudana, 2009).

Keputusan pendanaan adalah keputusan keuangan tentang asal dana untuk membeli aktiva. Ada dua macam sumber dana yaitu dana pinjaman (seperti utang bank dan obligasi) dan modal sendiri (seperti laba ditahan dan saham). Dana pinjaman dan saham merupakan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan, sedangkan laba ditahan merupakan sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan. Keputusan pendanaan ditinjau dari jangka waktunya juga dapat dibagi dua, yaitu jangka panjang dan jangka pendek (Husnan, 1998).

Dalam bidang ilmu manajemen keuangan, teori yang mempelajari tentang kebijakan pendanaan jangka panjang adalah Teori Struktur Modal. Teori ini menjelaskan tentang pengaruh kebijakan pendanaan jangka panjang terhadap nilai

perusahaan, biaya modal perusahaan dan harga pasar saham perusahaan. Jika kebijakan pendanaan jangka panjang perusahaan dapat mempengaruhi ketiga faktor tersebut di atas maka perusahaan harus dapat menentukan bagaimana kombinasi komposisi utang jangka panjang dan modal sendiri yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga pasar saham perusahaan atau dapat meminimumkan biaya modal perusahaan (I Made Sudana, 2009). Menurut Brigham dan Houston (2001: 39) ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, antara lain : stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengawasan, sifat manajemen, sikap kreditur dan konsultan, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan.

Dalam penelitian ini tidak akan dibahas semua faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, hanya beberapa faktor yang akan dibahas pada penelitian ini yaitu antara lain : ketersediaan aktiva berwujud di perusahaan (*tangibility*) , kemampulabaan (*profitability*), tingkat pertumbuhan (*growth opportunity*) , ukuran perusahaan (*size*) dan ketersediaan uang tunai (*cash holding*). Beberapa hasil penelitian terdahulu masih terjadi perbedaan (inkonsistensi) hasil penelitian (*research gap*) mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal. *Fenomena gap* yang terjadi yaitu terdapatnya ketidakkonsistenan arah pengaruh dari variable determinan struktur modal terhadap pembentukan struktur modal. Kontradiksi tersebut terjadi pada hasil analisa variabel ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan ,kemampulabaan, ketersediaan tangible asset serta cash holding yang dinyatakan beberapa peneliti berhubungan positif dengan *long term debt ratio* (struktur modal) sedangkan beberapa peneliti lain menyatakan berhubungan negatif.

Penelitian menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia , periode 2000 – 2010, yang tergolong dalam industri primer dan sekunder berdasar pada JASICA (Jakarta Stock Industrial Classification) Index. Pemilihan perusahaan industri primer dan sekunder didasarkan pada pertimbangan bahwa kedua jenis industri ini adalah sektor industri terbesar, yang menyerap proporsi terbesar dari penanaman modal di Indonesia, alasan kedua, kedua jenis industri merukan non-financial firms yang memiliki karakteristik bisnis serupa. Dan alasan terakhir, karena pelaku ekonomi dari sektor korporasi di Indonesia adalah perusahaan swasta besar (biasanya disebut sebagai konglomerat) dan BUMN, dan kebanyakan dari mereka (perusahaan sebagian besar swasta dan beberapa Badan Usaha Milik Negara) telah dicatatkan di Bursa Efek Indonesia.

Periode 2000 - 2010, dipilih karena selama periode ini situasi ekonomi di Indonesia sudah mulai membaik setelah krisis moneter tahun 1998. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi yang baru bagi perusahaan, investor, pemerintahan dan peneliti. Pertama, memberikan bukti tentang pengaruh tata kelola perusahaan pada pembentukan struktur modal perusahaan perusahaan di Indonesia periode 2000 - 2010. Kedua, bagi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, hasil penelitian ini dapat digunakan untuk meningkatkan manajemen tata kelola perusahaan sehingga dapat menentukan keputusan struktur modal yang tepat di perusahaan. Untuk investor hasil penelitian ini dapat digunakan untuk membantu pengambilan keputusan investasi. Bagi pemerintah, dapat menjadi pemicu untuk membuat peraturan pemerintah tentang tata kelola perusahaan yang baik. Akhirnya, hasil penelitian ini diharapkan dapat membuka cakrawala baru terkait isu-isu

manajemen keuangan, khususnya tentang tata kelola perusahaan dan struktur modal.

2. Perumusan Masalah Penelitian

Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat dirumuskan masalah penelitian yaitu: Bagaimana pengaruh ketersediaan aktiva berwujud di perusahaan (*tangibility*), kemampulabaan (*profitability*), tingkat pertumbuhan (*growth opportunity*), ukuran perusahaan (*size*) dan ketersediaan uang tunai (*cash holding*) pada pembentukan struktur modal perusahaan di Indonesia periode 2000-2010 ?

3. RERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

3.1 Teori Struktur Modal

Definisi dari struktur modal menurut Lawrence, Gitman (2000,488) adalah “ *capital structure is the mix of long-term debt and equity maintained by the firm*”, yang menggambarkan perbandingan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan. Menurut Lawrence, Gitman (2000, 504) ada dua macam tipe modal yaitu modal hutang (*debt capital*) dan modal sendiri (*equity capital*). Tetapi dalam kaitannya dengan struktur modal, jenis modal hutang yang diperhitungkan hanyalah hutang jangka panjang. Hutang jangka panjang merupakan salah satu bentuk pembiayaan jangka panjang, yang memiliki jatuh tempo lebih dari 1 tahun , sedangkan modal sendiri (*equity capital*) adalah dana jangka panjang perusahaan yang disediakan oleh pemilik perusahaan / pemegang saham yang terdiri dari berbagai jenis saham serta laba di tahan (Ridwan Sundjaja dan Inge Barlian, 2003,324).

Pada tahun 1958, Franco Modigliani dan Merton Miller menerbitkan tulisannya pada *journal of finance* yang membahas tentang struktur modal, yang kemudian dikenal dengan nama “*MM Theory*”. Teori ini mempunyai asumsi sebagai berikut :

1. Perusahaan dengan kelas yang sama memiliki resiko bisnis yang sama
2. Investor memiliki harapan yang sama terhadap laba dan resiko perusahaan serta memiliki ekpektasi yang sama terhadap EBIT di masa mendatang.
3. Surat hutang seperti obligasi dan penyertaan dalam bentuk saham diperdagangkan pada pasar yang sempurna (*perfect capital market*), dengan kriteria : tidak ada pajak pribadi dan pajak perusahaan, ada informasi yang merata dan dapat diakses tanpa biaya, tidak ada biaya transaksi, ada tingkat bunga bebas resiko, *risk free rate* / berapapun jumlah hutang perusahaan tingkat bunga dari hutang tersebut sama serta EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang.

Dengan demikian *MM Theory*, menyatakan bahwa dengan asumsi kondisi pasar sempurna, struktur modal dari suatu perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan tersebut. MM Kemudian mengadakan penelitian ulang tentang hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan dengan menggunakan asumsi ada pajak. Dengan asumsi ini, dikemukakan hasil, bahwa nilai perusahaan yang mempunyai hutang akan meningkat sebesar pajak yang ditabung (*tax-shield*), dan nilainya akan mencapai titik maksimum bila seluruhnya dibiayai dengan hutang (Brigham dan Houston, 2001). Dengan demikian jelas terlihat bahwa komposisi struktur modal dari suatu perusahaan ternyata dapat mempengaruhi nilai perusahaan tersebut.

Berikut adalah teori yang diperkenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961, sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers pada tahun 1984. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hieraki sumber dana yang

paling disukai. Secara ringkas teori tersebut menyatakan bahwa (Brealey and Myers, 1991 dalam Suad Husnan, 2000);

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan).
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian deviden yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran deviden secara drastis.
3. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling “aman” terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Implikasi *pecking order theory* adalah perusahaan tidak menetapkan struktur modal optimal tertentu, tetapi perusahaan menetapkan kebijakan prioritas sumber dana (Laili Hidayati, et al, 2001). *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* (menguntungkan) umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan karena perusahaan mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena memerlukan *external financing* yang sedikit. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Penggunaan dana eksternal dalam bentuk hutang lebih disukai daripada modal sendiri karena dua alasan; pertama, pertimbangan biaya emisi dimana biaya emisi obligasi akan lebih murah daripada biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun, hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya ketidaksamaan informasi antara pihak manajemen dengan pihak pemodal (Suad Husnan, 2000). Setelah *Pecking Order Theory*, muncul *Static Tradeoff Theory* yang dikemukakan oleh Stiglitz (1969) menjelaskan bahwa suatu perusahaan mempunyai tingkat hutang yang optimal dan berusaha untuk menyesuaikan tingkat hutang ke arah titik optimal tersebut ketika perusahaan tersebut berada pada tingkat hutang yang terlalu tinggi (*overlevered*) atau terlalu rendah (*underlevered*). Pada kondisi yang stabil, perusahaan akan menyesuaikan tingkat hutangnya kepada tingkat rata-rata hutangnya dalam jangka panjang. Oleh karena itu, teori ini disebut juga *mean reverting theory*.

Trade-off theory telah mempertimbangkan berbagai faktor seperti *corporate tax*, biaya kebangkrutan, dan *personal tax* dalam menjelaskan mengapa suatu perusahaan memilih struktur modal tertentu (Suad Husnan, 2000). Kesimpulannya adalah penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru menurunkan nilai perusahaan (Hartono, 2003).

Tahun 1976 muncul *Agency Theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling, yang mengemukakan adanya hubungan antara pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan (*separation ownership and control*). Konflik antara *principal* dan *agent*, dapat dikategorikan dalam tiga hal yaitu, konflik antara pemegang saham (*principal*) dengan *agent* (dewan direksi), konflik antara pemegang obligasi (*principal*) dengan *agent* (dewan direksi dan pemilik perusahaan) serta konflik antara produsen dan

konsumen. Sedangkan biaya yang dikeluarkan untuk melakukan pemantauan (*monitoring*) serta biaya lain yang berkaitan dengan pengendalian perusahaan disebut *agency cost*. Menurut teori ini struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang dapat meminimumkan biaya agensi (*minimized agency cost*).

Tahun 1984, muncul lagi kritikan dari Myers dan Majluf terhadap temuan Donaldson (*pecking order theory*) dan *Trade –off Models* bahwa ada inkonsisten diantara kedua pemikiran tersebut, yang terjadi karena adanya *asymetris information*. *Asymmetric information* atau ketidaksamaan informasi menurut Brigham dan Houston (2001) adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai prospek perusahaan daripada informasi yang dimiliki investor. Ketidaksamaan informasi ini terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemodal (Suad Husnan, 2000).

Gitman (2000,508), *probability of bankruptcy* (kemungkinan kebangkrutan) adalah ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang jatuh tempo, dan hal ini bergantung pada *business risk* dan *financial risk* perusahaan. *Business risk* terjadi jika perusahaan tidak mampu menutup biaya operasionalnya. Pada umumnya semakin besar *operating leverage* (penggunaan biaya tetap) maka akan semakin tinggi *business risk*nya. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa struktur modal perusahaan secara langsung mempengaruhi resiko keuangan perusahaan tersebut, yaitu resiko di mana perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban keuangan. Semakin besar pendanaan perusahaan dengan menggunakan *fixed cost financing* (biaya tetap pendanaan) maka semakin besar pula *financial leverage* dan resiko kebangkrutannya.

3.2. Variabel Determinan Struktur Modal

Tangibility. Menurut Caglayan dan Sak (2010), Rajan dan Zingales (1995), variabel penting dalam penentuan struktur modal perusahaan adalah *tangibility*, karena *tangible asset* (aktiva berwujud) dapat digunakan sebagai *collateral* (jaminan) oleh perusahaan, sehingga investor tidak perlu merasa ragu dalam menginvestasikan dana ke perusahaan yang bersangkutan. Jika perusahaan tersebut mengalami *financial distress* (kesulitan keuangan) atau bahkan mengalami kebangkrutan, maka investor berhak atas *tangible asset* perusahaan yang sudah dijaminan tersebut. Sehingga Rajan dan Zingales (1995) menyatakan bahwa perusahaan yang *total asset*-nya sebagian besar tersusun dari *tangible asset* akan mempunyai kapasitas yang besar untuk meningkatkan hutang atau dengan kata lain perusahaan yang memiliki jumlah *tangible asset* yang besar cenderung memiliki tingkat hutang yang tinggi (*high level of debt*). Hasil yang berkebalikan disampaikan oleh Caglayan dan Zak, penelitian terhadap perusahaan perbankan di Turki bahwa terdapat *negative relationship* antara *tangible asset* dengan struktur modal perusahaan. *Profitability*. *MM Theory* menjelaskan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar pajak yang ditabung (*tax-shield*), sehingga perusahaan yang memiliki laba (*profit*) yang tinggi cenderung akan memiliki tingkat hutang jangka panjang yang tinggi (*high level of long term debt*) dengan maksud untuk memperoleh keuntungan dalam pembayaran pajak. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Yuke dan Handri (2005), sedangkan hasil yang menyatakan bahwa *profitability* berpengaruh signifikan negatif dihasilkan oleh Hendri dan Sutapa (2006), Titik Indrawati dan Suhendro (2006), R Agus Sartono dan Ragil Sriharto (1999), Fitri Santi (2003) serta Caglayan dan Sak (2010).

Growth Opportunity. Rajan dan Zingales (1995) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang tinggi di masa yang akan datang akan cenderung mempertahankan posisi perusahaan dengan memiliki tingkat hutang yang rendah, hal ini dimaksudkan untuk menghindari menggunakan dana dari penerbitan saham baru untuk membiayai investasinya di masa yang akan datang, karena penerbitan saham baru dapat ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh investor dan hal ini dapat membuat harga saham lama menurun, jika kondisi ini terjadi maka perusahaan dapat mengalami kerugian. Pernyataan diatas mengacu pada "*pecking order theory*" yang mengatakan bahwa perusahaan lebih menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasional perusahaan) tetapi jika tidak mencukupi maka perusahaan dapat menggunakan *external financing*, yaitu dengan *debt financing* (pinjaman dan menjual obligasi) dan jika tetap tidak mencukupi, maka perusahaan akan menerbitkan saham baru. Berdasar hal tersebut, dikatakan bahwa perusahaan dengan tingkat *growth opportunity* yang tinggi akan cenderung untuk memiliki tingkat hutang yang rendah (*lower level of long term debt*). Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Fitri Santi (2003) dan Moh'd et al (1998) dan hasil bertentangan yang menyatakan *growth opportunity* dinyatakan berpengaruh signifikan positif disampaikan oleh Saidi (2002), R Agus Sartono dan Ragil Sriharto (1999).

Size. Rajan dan Zingales (1995) menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung lebih terdiversifikasi, sehingga terdapat sedikit kemungkinan untuk mengalami kebangkrutan, oleh karena itu sebagian investor lebih memilih untuk berinvestasi di perusahaan besar, sehingga hal ini membuat perusahaan besar cenderung mempunyai tingkat hutang yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan besar juga mendapat kemudahan untuk memperoleh pinjaman jangka panjang, karena investor/kreditur tentu saja lebih percaya kepada perusahaan besar yang sudah memiliki nama dibandingkan dengan perusahaan kecil. Berdasar hal tersebut maka dapat dikatakan bahwa semakin besar size perusahaan, maka perusahaan akan cenderung untuk memiliki lebih banyak hutang jangka panjang (*high level of long term debt*). Sesuai dengan hasil penelitian Fitri Santi (2003), Hendri dan Sutapa (2006), Yuke dan Hadri (2005), Kartini dan Tulus (2008) serta Caglayan dan Sak (2010) sedangkan penelitian yang disampaikan oleh Laili Hidayati, et al (2001) menyatakan *size* berpengaruh signifikan negative terhadap struktur modal. Chiarella et al. (1991) mendefinisikan *cash holding* sebagai ukuran dari pendanaan internal yang tersedia untuk pendanaan investasi. Asimetri informasi yang dikemukakan oleh Myers (1984); Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pertama dengan pendanaan internal kemudian pendanaan eksternal dengan resiko paling rendah. *Cash holding* diharapkan berhubungan negatif dengan tingkat hutang, sehingga variabel ini diharapkan berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal.

3.3. Penelitian Terdahulu

Menurut Caglayan dan Sak (2010), yang melakukan penelitian pengaruh determinan struktur modal pada perusahaan perbankan di Turki diperoleh hasil bahwa:

1. Variabel *profitability* memiliki hubungan negatif dengan pembentukan struktur modal perusahaan perbankan di Turki, yang artinya semakin besar kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba maka



perusahaan tersebut cenderung akan memiliki tingkat hutang jangka panjang yang rendah (*lower level of long term debt*).

2. Demikian halnya dengan variabel *tangibility*, memiliki hubungan yang negatif dengan pembentukan struktur modal perusahaan perbankan di Turki, yang artinya peningkatan *tangible asset* perusahaan tidak diimbangi dengan peningkatan hutang perusahaan. Perusahaan lebih memilih untuk mendanai aktivitas perusahaannya (termasuk investasi) dengan menggunakan *internal financing* terlebih dahulu dengan cara memanfaatkan semaksimal mungkin *tangible asset* yang perusahaan miliki untuk menghasilkan return bagi perusahaan tersebut.
3. Variabel *growth opportunity* memiliki hubungan positif dengan pembentukan struktur modal perusahaan perbankan di Turki, yang artinya semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan diimbangi dengan peningkatan komposisi hutang jangka panjang perusahaan tersebut.
4. Variabel *size* juga memiliki hubungan yang positif dengan pembentukan struktur modal perusahaan perbankan di Turki, yang berarti semakin besar *size* perusahaan maka komposisi hutang jangka panjang juga akan semakin meningkat.

Penelitian Caglayan dan Sak merupakan salah satu penelitian terbaru yang dipublish pada tahun 2010 dengan menggunakan sampel perusahaan perbankan di Turki.

Di Indonesia penelitian tentang struktur modal telah dilakukan oleh para peneliti sebelumnya, sehingga beberapa poin penting dari hasil penelitian sebelumnya dapat dijadikan dasar dalam penelitian ini. Beberapa di antaranya sebagai berikut :

1. Penelitian yang dilakukan oleh Fitri santi (2003) dengan judul "*Determinants of Indonesian Firm's Capital Structure : Panel Data Analysis*", memberikan hasil bahwa variabel *tangibility*, *growth opportunity*, *size* dan *profitability* berpengaruh terhadap struktur modal.
2. Titik Indrawati dan Suhendro (2006) dalam penelitiannya yang berjudul "*Determinasi Capital Structure pada Perusahaan manufaktur Di Bursa Efek Jakarta Periode 2000–2004*" meneliti hubungan antara beberapa variabel yaitu *size*, profitabilitas (ROI dan ROA), *growth* dan *ownership* terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa *size* dan *profitability* berpengaruh terhadap struktur modal sedangkan *growth* dan *ownership structure* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
3. Penelitian yang dilakukan oleh Saidi (2004) tentang faktor faktor yang mempengaruhi struktur modal dengan menggunakan variabel independen antara lain: ukuran perusahaan, resiko bisnis, pertumbuhan asset, *profitabilitas* dan struktur kepemilikan, menghasilkan suatu temuan yang menyatakan bahwa secara simultan, semua variabel independen berpengaruh terhadap struktur modal. Namun secara parsial hanya variabel resiko bisnis yang berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal.
4. R Agus Sartono dan Ragil Sriharto (1999) dalam penelitiannya yang berjudul "*Faktor Faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Manufaktur*", berusaha menganalisis variabel apa saja yang berpengaruh terhadap struktur

modal. Penelitian ini memberikan hasil bahwa variabel *size* dan *growth* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, variabel *profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan variabel *tangibility of assets* dan *uniqueness* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

3.4. Hipotesis

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini merupakan pernyataan singkat yang disimpulkan dari tinjauan pustaka dan merupakan uraian sementara dari permasalahan yang perlu diujikan kembali.

- H1 : *Tangibility* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan (*long term debt ratio*)
- H2 : *Profitability* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan (*long term debt ratio*)
- H3 : *Growth Opportunity* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan (*long term debt ratio*)
- H4 : *Size* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan (*long term debt ratio*)
- H5 : *Cash Holding* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan (*long term debt ratio*)

4. METODE PENELITIAN

Pengumpulan data dilakukan secara *pooling data (time series dan cross sectional)*. *Pooling data* dilakukan dengan cara menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria selama periode pengamatan yaitu tahun 2000 – 2010. Beberapa data *pooling* yaitu *total asset, long term debt, common shares outstanding, market price, net fixed asset, earning before interest and taxes, sales* dan *total cash*.

Pengambilan sampel dengan teknik *non random sampling* yaitu cara pengambilan sampel yang tidak semua anggota populasi di beri kesempatan untuk dipilih menjadi sampel. Salah satu teknik pengambilan sampel yang termasuk dalam *non random sampling* adalah *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel berdasar pertimbangan tertentu di mana syarat yang dibuat sebagai kriteria harus dipenuhi oleh sampel dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang *representative* (Cooper, 2010).

Penelitian ini sampel yang diambil dari populasi dilakukan dengan *purposive sampling* yang didasarkan pada kriteria sebagai berikut : tercatat sebagai emiten sejak tahun 2000 – 2010, secara terus menerus (tidak pernah mengalami *delisting*), mengeluarkan laporan keuangan setiap tahun, laporan keuangan tersebut harus tercantum *total asset, long term debt, common shares outstanding, market price, net fixed asset, earning before interest and taxes, sales* dan *total cash* selama periode 2000 – 2010 secara berturut turut. Analisa Kuantitatif dilakukan dengan menggunakan panel data regresi menggunakan *SPSS*. Langkah analisa kuantitatif dimulai dengan penentuan nilai dari variabel *dependent* dan *independent*, dengan menggunakan proksi, sebagai berikut :

1. Menghitung Nilai Pasar dari Modal (*Market Value of Equity*)

$$\text{Market Value Of Equity} = \text{Common Shares Outstanding} * \text{Market price}$$

2. Menghitung *Long Term Debt Ratio in Market Value*

$$\begin{aligned} & \text{Long Term Debt Ratio in Market Value} = \\ & \text{Total long term debt} / (\text{total asset} - \text{book value of equity}) + \text{market value of equity} \end{aligned}$$

3. Menghitung *Tangibility*

$$\text{Tangibility} = \text{Net fixed asset} / \text{total assets}$$

4. Menghitung *Profitability*

$$\text{Profitability} = \text{earning before interest and taxes} / \text{total assets}$$

5. Menghitung *Growth Opportunity*

$$\begin{aligned} & \text{Growth Opportunity} = \\ & ((\text{total assets} - \text{book value of equity}) + \text{market value of equity}) / \text{total assets} \end{aligned}$$

6. Menghitung *Size*

$$\text{Size} = \text{Log}(\text{sales})$$

7. Menghitung *Cash Holding*

$$\text{Cash Holding} = \text{jumlah kass} / \text{total assets}$$

Setelah hasil perhitungan dari masing masing variabel tersebut di atas diperoleh, maka dapat diproses menggunakan analisa Regresi Linier Berganda.

5. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

5.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Obyek penelitian dalam skripsi ini adalah *non-financial firms* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2000 - 2010 sebanyak 125 perusahaan. Perusahaan yang terpilih sebagai sampel, berasal dari 22 jenis usaha yang berbeda, dengan jumlah sampel terbesar, 15 perusahaan yang berasal dari industri otomotif (12%) dan yang terkecil, 1 holding company.

5.2. Statitik Deskriptif

Statistik deskriptif berkaitan dengan pengumpulan dan peringkat data. Statistik deskriptif menggambarkan karakter sampel yang digunakan dalam penelitian ini. Distribusi statistik deskriptif untuk masing-masing variabel terdapat pada Tabel 1 berikut :



Descriptive Statistics

| | Mean | Std. Deviation | N |
|--------|---------|----------------|------|
| LTDM | .2165 | .29654 | 1375 |
| TAN | .3864 | .28493 | 1375 |
| PROFIT | .0823 | .13238 | 1375 |
| GO | 17.4429 | 434.38738 | 1375 |
| SIZE | 27.4440 | 1.66211 | 1375 |
| CH | .0872 | .10250 | 1375 |

Berdasarkan Tabel 1 dapat dilihat bahwa selama periode pengamatan, variabel struktur modal yang diukur dengan *long term debt ratio in market values (LTDM)* yang merupakan rasio total hutang jangka panjang dengan total ekuitas perusahaan menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0.2165, berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki rasio hutang jangka panjang sebesar 21,65% dari modal sendiri (ekuitas) yang dimiliki perusahaan. Nilai *long term debt ratio in market values (LTDM)* di bawah angka 1 menunjukkan bahwa perusahaan cenderung menggunakan hutang jangka panjang yang rendah sebagai sumber pendanaan perusahaan.

Nilai rata rata dari *tangibility, profitability, growth opportunity, size* dan *cash holding* adalah : 38.64%, 8.23%, 17.44, 27.44 and 8.72%. Selama periode 2000 – 2010, perusahaan memiliki rata rata ketersediaan aktiva berwujud hampir setengah dari total asset yang dimiliki perusahaan, semakin banyak *tangible asset* yang dimiliki perusahaan dapat mendukung perusahaan untuk memiliki hutang jangka panjang yang besar, karena *tangible asset* dapat digunakan sebagai jaminan. Pemanfaatan total asset perusahaan dapat menghasilkan rata rata keuntungan sebesar 8.23%, dengan tingkat pertumbuhan perusahaan 17.44, hal ini berarti perusahaan mampu mengelola keuntungan yang diperoleh untuk bertumbuh (memperluas dan meningkatkan *equity value of the firm*), salah satu caranya adalah dengan meningkatkan penjualan, dapat dilihat dari rata rata perolehan pendapatan perusahaan sebesar 826 miliar rupiah (eksponensial dari 27,444). Rata rata ketersediaan kas dan setara kas sebesar 8,72% turut mendukung lancarnya operasional bisnis perusahaan.

5.3. Uji Asumsi Klasik

Setelah dilakukan uji asumsi klasik, maka dapat diperoleh hasil bahwa asumsi homokedastisitas sebaran titik titik tidak menunjukkan pola tertentu melainkan mengumpul di tengah. Data berdistribusi normal dan linear serta tidak terdapat autokorelasi dan multikolinearitas, sehingga analisa regresi dapat dilakukan.

5.4. Analisa Regresi

- a. Koefisien yang positif dari *tangibility* dan *size* menunjukkan adanya hubungan yang positif dengan *long term debt ratio in market values*.
- b. Koefisien yang negatif dari *profitability, growth opportunity* dan *cash holding* menunjukkan hubungan yang negatif dengan *long term debt ratio in market values*.

- c. Uji F menghasilkan $p\text{-value} = 0.000$, yang berarti semua variabel determinan signifikan berpengaruh terhadap pembentukan struktur modal perusahaan (*long term debt ratio in market values*)
- d. Dilihat dari uji t-stat, variabel *growth opportunity* tidak signifikan, karena memiliki $p\text{-value} > 0.05$.
- e. 5.6 % yang berarti model tersebut dapat menerangkan *long term debt ratio in market values* perusahaan di Indonesia periode 2000 - 2010 sebesar 5.6 % dan selebihnya dijelaskan oleh faktor-faktor lain.

| Dependent Variable: LTDM | | | | | |
|--------------------------------|-------------|-----------|--------|-------|------------------|
| Included observations: 11 | | | | | |
| Cross-section included: 125 | | | | | |
| Total pool observations : 1375 | | | | | |
| Variable | Coefficient | Std.Error | t-stat | Sign | R2 |
| Constant | -0.150 | 0.136 | -1.109 | 0.268 | 0.059 |
| TAN | 0.126 | 0.028 | 4.446 | 0.000 | |
| PROFIT | -0.372 | 0.067 | -5.581 | 0.000 | Adjust R2 |
| GO | -9.71E-006 | 0.000 | -0.541 | 0.589 | 0.056 |
| SIZE | 0.013 | 0.005 | 2.664 | 0.008 | |
| CH | -0.205 | 0.078 | -2.620 | 0.009 | |
| F-Stat | 17.319 | | | | |
| Prob (F-Stat) | 0.000 | | | | |

Analisa Pengaruh Determinan Struktur Modal pada Pembentukan Struktur Modal Perusahaan

Menurut definisi teori yang menyatakan bahwa kebijakan pendanaan adalah kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan penentuan keputusan yang berkaitan dengan proses pemilihan sumber dana yang dipakai untuk membelanjai investasi yang direncanakan dari berbagai alternative sumber daya yang tersedia sehingga diperoleh kombinasi pembelanjaan yang paling efisien (I Made Sudana, 2010). Dalam kaitannya dengan struktur modal, maka pilihan sumber dana yang dimaksud adalah bauran pendanaan yang berasal dari dana pinjaman jangka panjang, yang meliputi utang bank dan obligasi sedangkan modal sendiri, berupa *retained earning*/ laba di tahan dan saham.

Hasil regresi dapat dijelaskan bahwa secara simultan semua variabel determinan struktur modal berpengaruh terhadap pembentukan *long term debt ratio*. Peningkatan pada jumlah *tangible asset*, peningkatan ukuran perusahaan, penurunan *profitability*, penurunan *growth opportunity* dan penurunan *cash holding* pada perusahaan manufaktur akan menyebabkan perusahaan memiliki *long term debt ratio in market values* yang tinggi.

Bagi *non-financial firms* memandang bahwa tingginya *long term debt ratio in market values* dapat meningkatkan nilai perusahaan maka perusahaan tersebut akan terus menjaga tingginya tingkat hutang jangka panjang dengan cara menekan *internal financing* agar tetap rendah. *Internal financing* yang rendah dapat ditempuh dengan cara menunda penerbitan / penjualan saham baru serta



memperkecil *retained earning*, *retained earning* yang rendah mengakibatkan tingkat *dividend pay out rate* yang tinggi, pembagian deviden yang besar kepada pemegang saham mengakibatkan jumlah profit perusahaan berkurang (*profitability* rendah). *Profit* yang rendah, *internal financing* yang rendah (menyebabkan *Growth Opportunity* rendah) serta keadaan *cash* yang rendah memicu kenaikan tingkat hutang jangka panjang perusahaan manufaktur tersebut, hal lain yang mendukung kenaikan rasio hutang jangka panjang adalah adanya *tangible asset* serta *size* perusahaan yang besar. *Tangible asset* dan *size* perusahaan yang besar lebih meyakinkan investor untuk mendanai perusahaan.

Hal sebaliknya, bagi *non-financial firms* yang memandang bahwa rendahnya *long term debt ratio in market values* dapat meningkatkan nilai perusahaan maka perusahaan tersebut akan mencapai struktur modal yang optimal, perusahaan terus menjaga agar tingkat hutang jangka panjang tetap rendah dengan cara meningkatkan *internal financing*. *Internal financing* meningkat dapat ditempuh dengan cara meningkatkan penerbitan / penjualan saham baru dan memperbesar *retained earning*, *retained earning* yang tinggi mengakibatkan tingkat *dividend pay out rate* yang rendah, sehingga pembagian deviden menjadi lebih rendah kepada pemegang saham. Rendahnya pembagian deviden kepada pemegang saham dapat mengakibatkan jumlah profit perusahaan meningkat (*profitability* tinggi). *Profit* dan *internal financing* yang besar (menyebabkan *Growth Opportunity* tinggi) serta keadaan *cash holding* yang tinggi memicu turunnya tingkat hutang jangka panjang, hal lain yang menyebabkan penurunan rasio hutang jangka panjang perusahaan manufaktur adalah rendahnya *tangible asset* serta *size* perusahaan. *Tangible asset* dan *size* perusahaan yang rendah tidak akan / sedikit menarik minat investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut.

6. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisa data maka dapat diambil beberapa kesimpulan antara lain

1. Berdasarkan hasil uji regresi dapat disimpulkan bahwa secara simultan lima variabel determinan struktur modal (*tangibility*, *profitability*, *growth opportunity*, *size* dan *cash holding*) berpengaruh secara signifikan terhadap pembentukan struktur modal *non-financial firm* periode 2000 -2010, tetapi secara parsial hanya empat variabel yang signifikan berpengaruh terhadap pembentukan struktur modal pada *non-financial firms* periode 2000 – 2010 yaitu *tangibility*, *size*, *profitability* dan *cash holding*.
2. Peningkatan jumlah *tangible asset*, peningkatan *size*, penurunan *profitability*, penurunan *growth opportunity* dan penurunan *cash holding* akan mengakibatkan meningkatnya rasio hutang jangka panjang perusahaan (*long term debt ratio in market values*) di Indonesia periode 2000 – 2010
3. Perusahaan yang menerapkan kebijakan pendanaan dengan memiliki rasio hutang jangka panjang yang besar maka *internal financing* perusahaan tersebut akan rendah, rendahnya *internal financing* memicu turunnya *retained earning* sehingga perusahaan akan menerapkan kebijakan pembayaran deviden yang rendah (*dividend payout* rendah).



4. Perusahaan yang menerapkan kebijakan pendanaan dengan memiliki rasio hutang jangka panjang yang kecil maka *internal financing* perusahaan tersebut akan tinggi, tingginya *internal financing* memicu naiknya *retained earning* sehingga perusahaan akan menerapkan kebijakan pembayaran dividend yang tinggi (*dividend payout* tinggi).

Berdasarkan hasil analisa data maka dapat diambil beberapa saran untuk disempurnakan lebih lanjut yakni:

1. Bagi pihak manajemen perusahaan manufaktur, sebelum menetapkan kebijakan struktur modalnya agar terlebih dahulu memperhatikan variabel determinan struktur modal, yaitu *tangibility*, *profitability*, *growth opportunity*, *size* dan *cash holding* sehingga dapat menghasilkan kebijakan penerapan struktur modal yang sesuai dengan keadaan perusahaan.
2. Investor nampaknya perlu memperhatikan nilai struktur hutang perusahaan dengan tetap mempertimbangkan dampak positif maupun negatifnya. Sehingga keputusan investor untuk berinvestasi di perusahaan merupakan keputusan yang tepat dan tidak merugikan pihak investor.
3. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan :
 - a. Penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan menambah jenis sampel, tidak hanya menggunakan perusahaan manufaktur.
 - b. Meneliti variabel-variabel lain selain variabel yang digunakan dalam penelitian ini yang mungkin berpengaruh terhadap struktur modal.
 - c. Menggunakan periode penelitian yang lebih panjang untuk mengetahui konsistensi dari pengaruh variabel-variabel independen tersebut terhadap struktur modal. Selain itu harus mempertimbangkan kestabilan kondisi perekonomian yang berhubungan dengan rentang waktu penelitian tersebut. Tujuannya adalah untuk meningkatkan ketepatan model yang akan dihasilkan.

7. DAFTAR RUJUKAN

- Andre Getzmann, Sebastian Lang, Klaus Spremann. (Feb 2010). "Determinants of Target Capital Structure and Adjustments Speed – Evidence from Asian Capital Markets", *Journal of Finance*
- Brigham, Eugene F dan Joel F Houston. (2001). **Manajemen Keuangan**. Edisi Delapan. Jakarta.
- Cooper .(2010), **Business Research Methods**, Tenth Edition, McGraw-Hill
- Ebru Caglayan and Nazan Sak. (2010). "The Determinants of Capital Structure : Evidence from the Turkish Bank", *Journal of Money, Investment and Banking, Issue*
- Gitman, J. Lawrence. (2000). *Principles of Managerial Finance (9th edition)*. United States : Addison Weley Publishing Company.
- Gujarati. (2010). **Basics Econometrics**, Fifth Edition, McGraw-Hill
- Hartono. (2003). "Kebijakan Struktur Modal: Pengujian Trade Off Theory dan Pecking Order Theory (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang tercatat di BEJ)", *Perspektif*, Vol.8,No.2, Desember 2003: 249-257

- Husnan, Suad. (2000). **Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan** (Keputusan Jangka Panjang). Buku 1. Edisi 4. BPFE. Yogyakarta.
- I Made Sudana. (2009). **Manajemen Keuangan Teori dan Praktek**, Edisi Pertama, Departemen Manajemen – FE Unair
- Kartini; Arianto, Tulus. (2008). Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur. **Jurnal Keuangan dan Perbankan**, Vol.12,No.1, Januari: 11-21.
- Laili Hidayati, et al. (2001). “Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Perusahaan Manufaktur Yang Go Public di Indonesia”, **Jurnal Bisnis Strategi**. Vol.7,Th.V,Julii 2001: 30-48.
- Myers, S. (1984). “The Capital Structure Puzzle”. **Jurnal Keuangan**. Vol.39,July 1984.
- Nachrowi Djalal and Usman .(2002). **Penggunaan Teknik Ekonometri**. Jakarta ; Pt Rajagrafindo Persada
- Prabansari, Yuke ; Kusuma, Hadri. (2005). Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public di Bursa Efek Jakarta. **Sinergi**. Edisi Khusus on Finance. Hal 1-15.
- R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto.(1999). Faktor-faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia. **Sinergi**. Vol.2,Hal: 175-188.
- Riyanto, Bambang. (2001). **Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan**. Edisi 4 Cetakan Ketujuh. BPFE UGM. Yogyakarta.
- Ross, Stephen A. (2008). **Corporate Finance Fundamentals. 8th Edition**. Mc Graw Hill.
- Rajan,R.G. and Zingales,L. (1995), “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, **The Journal of Finance**, Vol. L, No : 5,pp.1421-1460.
- Saidi. (2004). “Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002”. **Jurnal Bisnis dan Ekonomi**. Vol.11,No.1,Maret 2004, Hal: 44-58.
- Santi, Fitri. (2003). Determinants of Indonesian Firms Capital Structure : Panel Data Analysis”. **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, vol 18, No 3, 243 – 260.
- Sekar Mayangsari. (2001). “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hyphotesis”. **Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi**. Vol.1,No.3,Desember 2001:1-26.
- Setyawan, Hendri; Sutapa. (2006). Analisis Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empiris pada Emiten Syariah di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001-2004. **Jurnal Akuntansi dan Keuangan**. Vol.5,No.2 September: 203-215.
- Sugiyono. (2004). **Metode Penelitian Bisnis**. Penerbit CV ALF ABETA. Bandung.
- Sundjaja, Ridwan dan Inge Barlian. (2003). **Manajemen Keuangan**, Jilid II. Jakarta : Literata Lintas Media.
- Titik Indrawati, Sugiono. (2006). “Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur DI Bursa Efek Jakarta Periode 2000 – 2004”
- Titman,S. and Wessels, R. (1988). “ The Determinants of Capital Structure Choice”, **Journal of Finance**, 43,pp. 1-19.
- Moh’d et al. (1998). “*The Impact of Ownership Struture on Corporate Debt Policy: a Time series Cross-Sectional Analysis*”



Badan Sarjana Ekonomi Indonesia (BSEI)
Cabang Surabaya Koordinator Jawa Timur

PROSIDING

Simposium Riset Ekonomi VI - 2014



www.perbanas.ac.id

- Wiwit Apit Sulistyowati. (2008). "Penentuan Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia".
- Wahidahwati. (2002). "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency". **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**. Vol.5, No.1, Januari: 1-10.
- Wing Wahyu Winarno. (2009). **Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews**. Edisi Kedua. UPP STIM YKPN.