

Vol. II No. 1 - Mei 2012

Pengaruh Eksitas Merek Terhadap Efektivitas Promosi Jangka Panjang

[Indriyanti](#)

Analisis Kompetensi dan Kualitas Perencanaan

[Ade Sutrisno](#)

Pengaruh Eksistensi, Kepercayaan, dan Pengendalian Diri Terhadap Kepuasan Kerja Pegawai (Studi pada PT. Taman Wisata Candi Borobudur Pradipura Kota Batik)

[Nurfitriani & M. Nurhasbi](#)

Pengaruh Stress Kerja, Komitmen Organisasional dan Motivasi Terhadap Kinerja Karyawan

[Y. Sudaryanto](#)

Pengaruh Kepemimpinan Transformasional Terhadap Perilaku Citra Peran dengan Kepuasan atas Kualitas Kehidupan Kerja dan Komitmen Organisasional sebagai Variabel Mediasi di Dinas Tenaga Kerja dan Sosial Kabupaten Sleman

[Siti Nur](#)

Analisis Pengaruh Gaya Kepemimpinan Transformasional Terhadap Kinerja Karyawan dengan Komitmen Organisasional sebagai Variabel Intervenien

[Dedi Julianto](#)

Pengaruh Motivasi dan Keefektifan Terhadap Perilaku Hidup Bersih dan Sehatnya pada Kinerja Karyawan PT. Sangreka Indonesia di Yogyakarta

[Nora Rostowati](#)

Kemampuan Pemahaman dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

[Indriyanti](#)

Pengaruh Kemandirian Karyawan, Motivasi Berprestasi dan Kemampuan Diri terhadap Kinerja Manajerial Regional di Rumah Sakit Dr. Soetomo Surabaya

[Savitri, Rudiyanto, Piliha](#)

Analisis Manajemen Lingkungan Fisikal dan Komitmen pada Kinerja Lingkungan dan Kinerja Bisnis (Studi Empirik pada UMKM Produsir Grogol di DIY)

[Yetti Utami, TRN Kurniamini](#)

Wawancara (Interview) Peluang dan Tantangan

[Sri Harwati](#)

KARAKTERISTIK PERUSAHAAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Nilmawati

Staf Pengajar FE Manajemen UPN "Veteran" Yogyakarta

Email: nilmaoke@yahoo.com

ABSTRACT

The purpose of the research was to analyze and find empirical evidence of the effect of firm characteristics that affect capital structure. The investigation has been performed using panel data procedure for a sample of all of manufacturing companies listed on the Jakarta Stock Exchange during 2006-2010. The firm characteristics are analyzed as determinants of capital structure according to different explanatory theories. The hypothesis that is tested in this paper is that the debt ratio depends on the Liquidity, Profitability, Size, Tangible, Growth, Agency, Business Risk, Age and The firms that maintain a debt ratio above 50 per cent using a dummy variable are also distinguished. The results showed that there is a positif relation between profitability and capital structure, a negative relation between size, business risk and capital structure.

Keywords: Debt, Capital Structure, Firm Characteristic

PENDAHULUAN

Ketika sebuah perusahaan bertumbuh kembang, seringkali dihadapkan pada kebutuhan dana yang tidak dapat lagi dipenuhi oleh sumber dana internal, sehingga perusahaan harus mencari sumber pendanaan eksternal. Utang, merupakan salah satu sumber dana eksternal yang kerap kali dipilih oleh perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dananya tersebut. Pada saat perusahaan memutuskan untuk menggunakan utang dalam pendanaannya, maka tidak akan terlepas dari kebijakan struktur modalnya (*capital structure*).

Pada dasarnya, kebijakan struktur modal akan melibatkan *trade-off* antara risiko dan *return*. Menggunakan lebih banyak utang berarti memperbesar risiko yang ditanggung pemegang saham. Akan tetapi menggunakan lebih banyak utang juga akan memperbesar *return* yang diharapkan (*expected rate of return*). Risiko yang makin tinggi cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya *return* yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Oleh karena itu, struktur modal yang optimum harus berada pada keseimbangan antara risiko dan *return* yang memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston: 2001). Memaksimalkan harga saham/nilai perusahaan merupakan tujuan utama perusahaan, oleh karena itu penggunaan utang merupakan keputusan penting yang harus dipertimbangkan, mengingat risiko yang mengikutinya, dan risiko ini akan

ditanggung oleh para pemegang saham. Selain itu Abor (2005), menyebutkan bahwa keputusan tentang struktur modal merupakan hal penting bagi perusahaan. Hal ini dikarenakan selain kebutuhan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, juga berpengaruh pada kemampuan perusahaan untuk bersaing di lingkungan bisnis. Hal senada diungkapkan Madan (2007), bahwa struktur modal merupakan salah satu faktor penting yang akan menentukan keberlanjutan pertumbuhan perusahaan.

Hasil studi empirik menunjukkan bahwa penggunaan utang mampu meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan, dengan kata lain utang mempunyai pengaruh positif pada kinerja/nilai perusahaan, (Campion, 1999, Graham, 2000, Abor, 2005 dan Madan, 2007). Sementara itu hasil penelitian Fama dan French (1998), menemukan hubungan yang negatif antara utang dan profitabilitas perusahaan. Masquita dan Lara (2003) menemukan bahwa indikasi hubungan negatif antara *rate of return* dan hutang, khususnya hutang jangka panjang. Chiang (2002) menemukan hubungan negatif antara struktur modal dan kinerja (*profit margin*) demikian pula dengan Zeitun dan Tian (2007).

Dari uraian ini dapat dilihat bahwa utang mempunyai arti penting untuk perusahaan, dan penggunaan utang mampu meningkatkan kinerja/nilai perusahaan, akan hasil empiris juga memperlihatkan utang dapat berpengaruh negative terhadap kinerja/nilai perusahaan. Untuk itu perusahaan seharusnya dapat mengelola utang dengan baik agar penggunaan utang mempunyai pengaruh atau manfaat positif bagi perusahaan.

Penelitian ini mencoba untuk menganalisis dan mencari bukti empiris bagaimana pengaruh karakteristik perusahaan (kondisi internal perusahaan) terhadap struktur modal, terkait dengan usaha untuk mengelola penggunaan utang di perusahaan. Terdapat sejumlah faktor internal yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan antara lain: likuiditas, profitabilitas, ukuran perusahaan, *tangible asset* perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *controlling shareholder*, risiko kebangkrutan, usia perusahaan, dan banyak sedikitnya penggunaan utang oleh perusahaan

TEORI-TEORI YANG MENJELASKAN STRUKTUR MODAL

1. *Pecking Order Hypothesis*

Adalah teori yang mendasarkan keputusan pendanaan yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari sumber internal terlebih dahulu, yakni dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi. Jika sumber internal tidak mencukupi maka perusahaan baru akan menggunakan sumber eksternal. Penggunaan sumber eksternal dalam bentuk hutang lebih disukai dibandingkan dalam

bentuk emisi saham. Ada dua alasan yang dikemukakan: pertama biaya emisi, biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru. Kedua, manajer khawatir jika penerbitan saham baru akan dipersepsikan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun.

Selain pertimbangan biaya emisi dan menghindari persepsi yang berbeda dari pemodal, penggunaan hutang memberikan keuntungan bagi perusahaan. Hal ini dikarenakan biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya hutang efektif menjadi lebih rendah. Keuntungan lainnya, adalah *debtholder* hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan.

2. Signaling Theory

Signal adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan menggunakan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang melebihi target struktur modal yang normal (Brigham dan Houston, 2001). Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan isyarat bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun.

3. Agency Theory

Manajemen merupakan agen dari pemilik perusahaan/pemegang saham. Para pemilik berharap agen akan bertindak untuk kepentingan mereka. Untuk itu, manajemen harus diberikan intensif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti, pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan tersebut tentu saja membutuhkan biaya yang disebut biaya agensi (*agency cost*). Biaya agensi merupakan biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham.

Salah satu pendapat dalam teori agensi adalah siapapun yang menimbulkan biaya pengawasan, biaya yang timbul merupakan tanggungan pemegang saham (Horne dan Wachowicz, 1998). Contoh, pemegang obligasi mengantisipasi biaya pengawasan dengan membebaskan bunga yang lebih tinggi. Semakin besar peluang timbulnya pengawasan, semakin tinggi tingkat bunga dan semakin rendah nilai perusahaan bagi pemegang saham. Jumlah pengawasan yang diminta oleh pemegang obligasi akan meningkat seiring dengan meningkatnya jumlah obligasi yang beredar.

4. Trade-Off Theory

Teori ini menyebutkan, bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan hutang dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan, yang mengakibatkan utang lebih murah daripada saham biasa. Akibatnya, pemerintah membayar sebagiandari biaya model yang bersumber dari utang, atau dengan kata lain, utang memberikan manfaat perlindungan pajak. Hasilnya penggunaan utang mengakibatkan peningkatan porsi laba operasi perusahaan (EBIT) yang mengalir ke investor. Jadi, semakin besar utang perusahaan, semakintinggi nilainya dan harga sahamnya. Berdasarkan asumsi Modigliani-Miller tetang pajak, harga saham perusahaan akan dimaksimumkan jika menggunakan 100% utang, dan tercermin dari garis yang disebut Hasil MM yang menggabungkan efek pajak perseroan.

Dalam kenyataannya, jarang ada perusahaan yang menggunakan utang 100%. Salah satu alasannya adalah kenyataan bahwa pemegang saham mendapat keuntungan dari pajak keuntungan modal yang lebih rendah. Lebih penting lagi, perusahaan membatasi penggunaan utang untuk menekan biaya-biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan.

UTANG

Utang merupakan semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditur. Utang memiliki gungsi sebagai modal yang diperlukan untuk menjalankan bisnis atau operasi perusahaan. Menurut jangka waktu pembayarannya, utang perusahaan dapat dikelompokkan menjadi hutang jangka pendek dan utang jangka panjang. Utang jangka pendek merupakan kewajiban finansial yang harus diselesaikan dalam jangka pendek, biasanya 1 tahun atau kurang. Utang jangka panjang merupakan kewajiban keuangan yang jangka waktu pembayarannya relatif lama (biasanya lebih dari satu tahun).

Besarnya utang yang dimiliki atau digunakan oleh perusahaan merupakan masalah penting yang dihadapi oleh setiap manajer keuangan. Penggunaan utang ditinjau dari teori keuangan memang dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, khususnya dalam meningkatkan nilai perusahaan.

KARAKTERISTIK PERUSAHAAN YANG MEMPENGARUHI PENGGUNAAN UTANG

Likuiditas adalah salah satu faktor yang dapat mempengaruhi penggunaan utang di perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi berarti semakin sedikit kebutuhannya akan utang. Hal ini dikarenakan perusahaan mempunyai kas yang cukup untuk digunakan dan sebaliknya perusahaan yang tidak atau kurang memiliki kas mempunyai kebutuhan yang tinggi untuk menggunakan utang. Hal ini mengikuti *Pecking Order Theory*, yang didukung dengan hasil penelitian Tong and Green (2005), menemukan hubungan negatif antara likuiditas dan *leverage*. Demikian pula dengan temuan Deesomsak, Paudyal, Pescetto (2004), Mazur (2007) dan Viviani (2008).

Perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi menggunakan utang relatif kecil. Profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaannya dengan dana yang dihasilkan secara internal. Temuan Ozkan (2001) menunjukkan hubungan negatif ini antara profitabilitas dan penggunaan utang oleh perusahaan. Demikian juga dengan hasil temuan Gaud, Jani, Hoesli dan Bender (2005), dan hasil penelitian Bevan and Danbolt (2002).

Perusahaan yang berukuran besar cenderung untuk menggunakan utang lebih banyak, hal ini dikarenakan mereka mempunyai tingkat probabilitas kebangkrutan yang lebih rendah. Ukuran berkaitan dengan risiko dan biaya kebangkrutan. Perusahaan yang lebih besar biasanya lebih terdiversifikasi sehingga lebih rendah risikonya. Sehingga perusahaan ini memiliki potensi bangkrut yang lebih rendah. Selain daripada itu perusahaan yang lebih besar lebih menarik bagi analis kredit dan perbankan lebih suka meminjamkan uangnya ke perusahaan ini dibanding perusahaan yang lebih kecil. Pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap utang ditemukan dalam penelitian Bauer (2004), Deesomsak, Paudyal, Pescetto (2004), Eriotis, Vasiliou, Ventoura-Neokosmidi Z (2007), Jong, Kabir, Nguyen (2008), Serrasqueiro, Rogoo (2009) dan Zou and Xiao (2006).

Tangible fixed asset perusahaan yang besar menjadikan perusahaan lebih terjamin, sehingga membantu perusahaan untuk dapat memperoleh lebih banyak utang. Aktiva

multiguna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aktiva yang hanya digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan. Hubungan positif antara *tangible asset* dan utang pada perusahaan ditemukan dalam penelitian Gaud, Jani, Hoesli dan Bender (2005).

Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung memiliki proyek yang lebih berisiko. Penggunaan utang yang tinggi menimbulkan biaya agensi dan melindungi perusahaan dari risiko investasi. Oleh karena itu perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi lebih memilih tingkat utang yang rendah. Fama dan French (2002) merekomendasikan bagi perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi untuk menggunakan utang lebih sedikit.

Menurut Schleifer dan Vishney (1997) *controlling shareholder* dapat mencegah timbulnya *agency problem* antara pihak manajemen dengan investor. *Controlling shareholder* yang dimaksudkan disini adalah sebagian kecil dari pemegang saham yang menjadi pemilik mayoritas. Untuk kasus di Indonesia mayoritas pemilik saham adalah pihak pendiri yang juga menjadi manajemen di dalam perusahaan. Dalam hal ini semakin besar *controlling shareholder*, akan membuat manajer untuk ikut menanggung risiko jika salah dalam pengambilan keputusan. Kepemilikan saham oleh manajer akan membuat mereka hati-hati dalam menentukan utang. Oleh karena itu semakin besar *controlling shareholder* semakin memperkecil penggunaan utang. Hal serupa juga diungkapkan oleh (Fosberg, 2004).

Risiko kebangkrutan perusahaan merupakan salah satu hal yang dapat mempengaruhi penggunaan hutang pada suatu perusahaan. Fluktuasi dari laba operasi dapat digunakan sebagai ukuran risiko kebangkrutan ini. Perusahaan dengan fluktuasi laba operasi yang tinggi memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi, diharapkan tidak menggunakan utang yang banyak. Hasil penelitian Psillaki and Daskalakis (2008) menemukan hubungan negatif antara fluktuasi laba dan leverage perusahaan. Demikian juga dengan penelitian Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, dan Maksimovic (2001), Fama and French (2002) dan Jong, Kabir, Nguyen (2008).

Perusahaan-perusahaan besar yang telah beroperasi selama bertahun-tahun adalah perusahaan yang stabil, mereka tidak begitu memerlukan utang untuk pendanaan mereka (Nivorozhkin, 2005). Sebaliknya perusahaan kecil yang baru saja berdiri lebih membutuhkan utang untuk pendanaan mereka.

Eriotis (2007) menyebutkan perusahaan-perusahaan yang menggunakan utang lebih banyak dibandingkan ekuitas akan memunculkan perbedaan struktur modal dibandingkan

dengan struktur modal pasar secara keseluruhan. Untuk itu dia memasukkan *dummy variable* dalam penelitiannya untuk meng-cover perbedaan yang terjadi tersebut. Implikasi dari variable tersebut adalah model penelitian yang diajukan adalah mendeskripsikan perilaku pasar secara keseluruhan dan memberikan informasi tentang volume-ekstra penggunaan utang yang digunakan perusahaan dibandingkan pasar secara keseluruhan. Hasil penelitiannya menunjukkan bukti yang kuat adanya perbedaan struktur modal antara perusahaan yang banyak menggunakan utang dalam struktur modalnya dibandingkan yang lebih sedikit menggunakan utang dalam struktur modalnya.

HIPOTESIS

Berdasarkan uraian yang telah disampaikan sebelumnya, maka hipotesis yang dapat diturunkan adalah sebagai berikut:

1. Likuiditas (*Liquidity*) berpengaruh negatif signifikan pada penggunaan utang perusahaan.
2. Profitabilitas (*profitability*) berpengaruh negative signifikan pada penggunaan utang perusahaan.
3. Ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh positif signifikan pada penggunaan utang perusahaan
4. *Tangible fixed asset (Tangible)* berpengaruh positif signifikan pada penggunaan utang perusahaan.
5. Peluang pertumbuhan (*growth*) berpengaruh negatif signifikan pada penggunaan utang perusahaan
6. *Controlling shareholder(agency)* berpengaruh negatif signifikan pada penggunaan utang
7. Risiko kebangkrutan (*Business risk*) berpengaruh negatif signifikan pada penggunaan utang perusahaan.
8. Usia (*Age*) berpengaruh negatif signifikan pada penggunaan utang perusahaan.
9. Ada perbedaan signifikan antara struktur modal perusahaan yang menggunakan lebih banyak utang dengan perusahaan yang lebih sedikit menggunakan utang

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2010. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive*

sampling, yaitu pengambilan sampel dengan kriteria tertentu yang dikehendaki oleh peneliti. Adapun kriteria yang digunakan adalah: perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006-2010 dan memberikan laporan keuangan lengkap.

Data dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini antara lain : nilai penjualan/penerimaan perusahaan, utang perusahaan, tingkat keuntungan perusahaan, nilai aset perusahaan, harga saham dan jumlah saham yang beredar dan nilai buku perusahaan .

Data-data tersebut terutama diperoleh dari Bursa Efek Jakarta, *Indonesian Capital Market Directory, Jakarta Stock Exchange Monthly Statistic*.

Identifikasi Variabel

Untuk menguji hipotesis yang ada dalam penelitian ini, maka variabel-variabel yang digunakan adalah :

1. Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Debt Ratio*, yaitu jumlah utang jangka pendek dan jangka panjang perusahaan dibagi dengan *Total Asset*.

2. Variabel Independen (X)

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian adalah

a. *Liquidity* diukur dengan membagi *Current Asset* dengan *Current Liability*

b. *Profitabilitas (Profitability)*, diukur dengan rasio *EAT/Total Asset*

c. Ukuran perusahaan (*Size*) diukur dengan menggunakan logaritma dari *Total Asset*

d. *Tangible* digunakan untuk mengukur jaminan yang dimiliki perusahaan. Ukuran yang digunakan *Fixed Asset/Total Asset*.

e. *Growth* dihitung dengan mencari prosentase perubahan EAT.

f. *Agency Problem (Controlling Shareholder)*, diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh insider.

g. *Business Risk*, diukur dengan menggunakan standar deviasi dari rasio EBIT/Total Asset selama lima tahun sebelumnya.

h. *Age*, dihitung dari tanggal berdirinya perusahaan sampai dengan periode penelitian

i. *Dummy*, menunjukkan penggunaan utang yang lebih tinggi pada suatu perusahaan dibanding dengan perusahaan lainnya. Perusahaan disebut menggunakan utang

lebih banyak dibanding perusahaan lain jika *Debt Rationya* $\geq 50\%$, diberi nilai 1 dan menggunakan utang lebih sedikit jika *Debt Rationya* $< 50\%$, diberi nilai 0.

Teknik Analisis Data

Penelitian ini pada dasarnya bertujuan untuk mengetahui pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal perusahaan. Untuk itu dilakukan analisis regresi berganda, dengan model yang diajukan adalah:

$$Debt\ Ratio = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity + \alpha_2 Profitability + \alpha_3 Size + \alpha_4 Tangible + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Agency + \alpha_7 Business\ Risk + \alpha_8 Age + \alpha_9 Dummy + e$$

Agar diperoleh persamaan regresi yang BLUE (*Best Linier Unbiased Estimate*), maka dilakukan uji asumsi klasik: Homoskedastisitas, Autokorelasi, dan Multikolinieritas. Setelah diperoleh persamaan yang BLUE kemudian dilakukan uji F dan uji t untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan bantuan program komputer dengan *softwer SPSS for Windows*.

HASIL

Hasil uji regresi berganda dalam penelitian ini terangkum dalam tabel 1. Dari tabel tersebut dapat dibentuk persamaan regresi sebagai berikut:

$$Debt\ Ratio = 0,403 - 0,2938\ Liquidity + 0,0174\ Profitability + 3,727\ Size + 0,202\ Tangible - 0,01057\ Growth - 0,0117\ Agency - 1,0192\ Business\ Risk - 1,9867\ Age + 0,14\ Dummy + e$$

Tabel 1. Ringkasan hasil uji regresi linier berganda Dependen variabel: *Debt Ratio*, independen variabel: *Liquidity*, *Profitability*, *Size*, *Growth*, *Agency*, *Business Risk*, *Age*, dan *Dummy*

Variabel Independen	Koefisien Regresi	Keterangan
Konstanta	0.403	
<i>Liquidity</i>	-0.2938	Tidak signifikan
<i>Profitability</i>	0.0174**	Signifikan
<i>Size</i>	+3.727**	Signifikan
<i>Tangible</i>	0.202	Tidak signifikan
<i>Growth</i>	-0.01057	Tidak signifikan
<i>Agency</i>	-0.0117	Tidak signifikan
<i>Business Risk</i>	-1.0192*	Signifikan
<i>Age</i>	-1,9867	Tidak signifikan
<i>Dummy</i>	0,14	Tidak signifikan
R ²	0.267	
F hitung	2.987***	

Ket: * sig 10%, ** sig 5%, *** sig 1%

Sumber: data sekunder yang diolah

Agar diperoleh persamaan regresi yang BLUE (*Best Linear Unbiased Estimate*), maka selanjutnya dilakukan uji asumsi klasik yaitu uji multikolinieritas, autokorelasi, dan homokedastisitas. Dalam penelitian ini, model regresi yang diajukan tidak mengandung gejala multikolinieritas, autokorelasi, dan homokedastisitas, sehingga model yang diajukan dapat dianalisis lebih lanjut.

Dari uji F diperoleh Fhitung sebesar 2,987 (signifikan), hal ini berarti secara bersama seluruh variabel independen dalam penelitian ini berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Dilihat dari nilai R^2 diperoleh angka sebesar 0,267 yang berarti variabilitas dari variabel dependen mampu dijelaskan sebesar 26,7% oleh variabilitas variabel independen, sisanya sebesar 73,3% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.

Variabel *Liquidity* mempunyai koefisien regresi sebesar -0,2938, tanda negatif ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi akan menggunakan utang yang lebih sedikit dalam struktur modalnya. Hal ini sesuai dengan teori yang diharapkan, namun pengaruh negatif ini tidak signifikan, sehingga variabel ini dianggap tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Variabel *Profitability* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal dengan koefisien regresi sebesar 0,0174. Pengaruh positif ini menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat laba yang tinggi lebih banyak menggunakan utang dalam struktur modalnya, dan pengaruh ini signifikan. Pengaruh positif ini tidak mendukung teori yang diharapkan.

Size berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, dengan koefisien regresi sebesar - 3,727. Pengaruh negatif variabel *Size* ini menunjukkan bahwa perusahaan yang berukuran besar cenderung menggunakan utang lebih banyak dalam struktur modal. Temuan ini sesuai dengan teori yang diharapkan.

Variable *Tangible* mempunyai koefisien regresi sebesar 0,202. Tanda positif ini mempunyai arti, perusahaan dengan *tangible fixed asset* yang besar cenderung untuk menggunakan utang lebih banyak, karena perusahaan yang mempunyai *tangible fixed asset* yang besar menjadikannya lebih terjamin, sehingga membantu perusahaan untuk dapat memperoleh lebih banyak utang. Hasil ini mendukung teori yang diajukan, tetapi pengaruh positif variabel ini terhadap struktur modal secara statistik tidak signifikan, sehingga dianggap tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Growth mempunyai koefisien regresi sebesar -0,01057. Tanda negatif *Growth* ini berarti perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi akan menggunakan utang

lebih sedikit. Hal ini sesuai dengan teori yang diharapkan, tetapi secara statistik pengaruh variabel ini terhadap struktur modal tidak signifikan, sehingga variabel ini dianggap tidak mempunyai pengaruh pada struktur modal.

Variabel *Agency* mempunyai koefisien regresi sebesar $-0,0117$. Tanda negatif menunjukkan bahwa perusahaan dengan *Controlling shareholder* (diproxy dengan *agency*) yang semakin besar akan cenderung menggunakan utang lebih kecil. Hal ini sesuai dengan teori yang diajukan, semakin besar *controlling shareholder*, akan membuat manajer untuk ikut menanggung risiko jika salah dalam pengambilan keputusan, tetapi pengaruh variabel ini terhadap struktur modal tidak signifikan, sehingga secara statistik dianggap tidak ada pengaruh variabel *Agency* terhadap struktur modal.

Business Risk berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal dengan koefisien regresi sebesar $-1,0192$. Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai volatilitas laba yang besar cenderung untuk menggunakan utang yang lebih sedikit dalam struktur modalnya. Hal ini sesuai dengan teori yang diajukan.

Variabel umur perusahaan (*Age*) mempunyai koefisien regresi sebesar $-1,9867$. Tanda negatif koefisien ini menunjukkan perusahaan yang sudah lama berdiri akan menggunakan utang lebih sedikit dalam struktur modalnya, hal ini sesuai dengan teori yang diajukan. Akan tetapi pengaruh negatif variabel ini terhadap struktur modal tidak signifikan, sehingga dianggap tidak ada pengaruh variabel *size* dengan struktur modal.

Variabel *dummy* dengan koefisien regresi sebesar $0,14$ menunjukkan bukti adanya perbedaan struktur modal antara perusahaan yang menggunakan utang lebih banyak dengan perusahaan yang menggunakan utang lebih sedikit dalam struktur modalnya. Akan tetapi bukti perbedaan ini lemah, karena secara statistik tidak signifikan, sehingga dianggap tidak ada perbedaan struktur modal antara perusahaan yang lebih banyak menggunakan utang dibanding perusahaan yang lebih sedikit menggunakan utang.

PEMBAHASAN

Hasil uji regresi menunjukkan ada 3 (tiga) karakteristik perusahaan yang mempengaruhi struktur modal yaitu: *Profitability*, *Size* dan *Business Risk*, sedangkan sisanya *Liquidity*, *Tangible*, *Growth*, *Agency*, *Age*, dan *Dummy* secara statistik tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Profitability mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Pengaruh positif ini berlawanan dengan *Pecking Order Theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi mempunyai kemampuan untuk memenuhi

kebutuhan dananya dari internal, sehingga akan menggunakan utang yang lebih sedikit dalam struktur modalnya. Pengaruh positif ini dapat dijelaskan dengan *Trade of Theory*, ketika sebuah perusahaan yang profitable mampu menghasilkan kas yang banyak, hal ini memberi peluang kepada management untuk menggunakan kas tersebut secara tidak efisien atau untuk keperluan yang tidak perlu, hal ini akan meningkatkan *agency cost* antara pemegang saham dan manajer. Oleh karena ini pendanaan utang adalah hal terbaik untuk memecahkan masalah tersebut. Hasil temuan ini sejalan dengan temuan Morri and Cristanziani (2009), Fama & French, (2002) dan Hovakimian, Hovakimian & Tehranian (2004) yang menemukan hubungan positif antara profitabilitas dan struktur modal perusahaan

Size berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti perusahaan yang berukuran besar cenderung untuk menggunakan utang lebih banyak, hal ini dikarenakan mereka mempunyai tingkat probabilitas kebangkrutan yang lebih rendah. Ukuran berkaitan dengan risiko dan biaya kebangkrutan. Perusahaan yang lebih besar biasanya lebih terdiversifikasi sehingga lebih rendah risikonya. Sehingga perusahaan ini memiliki potensi bangkrut yang lebih rendah. Selain daripada itu perusahaan yang lebih besar lebih menarik bagi analis kredit dan perbankan lebih suka meminjamkan wangnya keperusahaan ini dibanding perusahaan yang lebih kecil. Temuan positif ini sejalan dengan hasil penelitian Bauer (2004), Deesomsak, Paudyal, Pescetto (2004), Eriotis, Vasiliou, Ventoura-Neokosmidi Z (2007), Jong, Kabir, Nguyen (2008), Serrasqueiro, Rogao (2009) dan Zou and Xiao (2006).

Business Risk mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan dengan fluktuasi laba operasi yang tinggi memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi, sehingga diharapkan tidak menggunakan utang yang banyak. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Psillaki and Daskalakis (2008), Booth, Aivazian, Demirgac-Kunt, dan Maksimovic (2001), Fama and French (2002) dan Jong, Kabir, Nguyen (2008).

Variable Liquidity, Tangible, Growth, Agency, Age, dan Dummy dalam penelitian ini mempunyai arah hubungan yang sesuai dengan teori yang dibangun sebelumnya, akan tetapi secara statistik arah hubungan itu tidak signifikan sehingga diambil kesimpulan bahwa *Liquidity, Tangible, Growth, Agency, Age, dan Dummy* tidak mempunyai pengaruh pada struktur modal perusahaan. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa pihak manajemen perusahaan ketika menetapkan struktur modal tidak begitu memperhatikan faktor-faktor ini.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini mencoba untuk menganalisis pengaruh karakteristik perusahaan yang dapat mempengaruhi penentuan struktur modal perusahaan. Dari pembahasan yang telah disampaikan pada bagian sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa ada 3 (tiga) karakteristik perusahaan yang mempengaruhi struktur modal yaitu: *Profitability*, *Size* dan *Business Risk*, sedangkan sisanya *Liquidity*, *Tangible*, *Growth*, *Agency*, *Age*, dan *Dummy* secara statistik tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan. Secara umum hasil temuan dalam penelitian ini mendukung *Pecking Order Theory* dan juga *Trade of Theory*.

Saran

Bagi para manajer sebaiknya memperhatikan *Profitability*, *Size* dan *Business Risk* ketika menentukan struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan ketiga variabel ini mempunyai pengaruh yang signifikan di dalam penentuan struktur modal.

Untuk peneliti selanjutnya dapat menambahkan karakteristik perusahaan lainnya yang belum dimasukkan dalam penelitian ini, misalnya non-debt tax shield. Atau dengan memasukkan faktor-faktor eksternal perusahaan seperti: *Industry Effect*, *Investment Grade*, *Level of Foreign Sales* dan *Credit Rating*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor J, 2005 . The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana, *The Journal of Risk Finance*, Vol. 6, No. 5, pp. 438-445.
- Bauer P, 2004, Determinants of capital structure: empirical evidence from Czech Republic, *Cze. The Journal of Economic Financial*, 54(1-2): 2-21.
- Bevan, A.A. and Danbolt, J, 2002, „Capital structure and its determinants in the United Kingdom – A decomposition analysis“, *Applied Financial Economics*, 12 (3), pp. 159-170
- Booth L, Aivazian V, Demirguc-Kunt A, Maksimovic V, 2001, Capital Structures in Developing Countries, *Journal of Finance*, 56(1): 87-130.
- Brigham EF, dan Houston FJ, 2001 . *Manajemen Keuangan*, Edisi Kedelapan, Penerbit Erlangga.
- Champion D, 1999 , Finance: the joy of leverage, *Harvard Business Review*, Vol. 77, No. 4, pp. 19-22.
- Deesomsak R, Paudyal K, Pescetto G, 2004, The determinants of capital structure: evidence from Asia Pacific region, *Journal Multinational Financial Management*, 14: 387-405.

- Eriotis N, 2007, How firm characteristics affect capital structure: an empirical study, *Managerial Finance*, Vol. 33 No. 5, pp. 321-331
- Eriotis N, Vasilidou D, Ventoura-Neokosmidi Z, 2007, How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5): 321-331.
- Fama EF, dan French KR, 1998, Taxes, financing decision, and firm value, *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 819-843.
- Fama EF, French KR, 2002, Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Study*, 15(1): 1-33.
- Fosberg H.R, 2004, Agency Problem and Debt Financing: Leadership Structure Effects, *Corporate Governance*, Vol 4, No. 1, pp 31-38
- Gaud, P., E. Jani, M. Hoesli and A. Bender, 2005, „The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis using Dynamic Panel Data“. *European Financial Management*, Vol. 11, pp. 51-69
- Graham JR, 2000, How big are the tax benefits of debt?, *Journal of Finance*, Vol. 55, pp.1901-1941
- Hovakimian, A., Hovakimian, G., & Tehranian, H, 2004, Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues* 1. *Journal of financial economics*, 71(3), 517-540.
- Jong AD, Kabir R, Nguyen TT, 2008, Capital structure around the world: the roles of of firm- and country-specific determinants. *Journal Bank Finance*, 32: 1954-1969.
- Jong AD, Kabir R, Nguyen TT, 2008, Capital structure around the world: the roles of of firm- and country-specific determinants. *Journal Bank Finance*, 32: 1954-1969
- Madan K, 2007, An analysis of the debt-equity structure of leading hotel chains in India, *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 19 No. 5, pp. 397-414
- Mazar K, 2007, The Determinants of capital structure Choice: evidence from Polish companies, *Int. Adv. Econom. Res.*, 13: 495-514.
- Menquita JMC, dan Lara JE, 2003, Capital structure and profitability: the Brazilian case, *Academy of Business and Administration Science Conference*.
- Morri, G., & Cristanziani, F, 2009, What determines the capital structure of real estate companies?: An analysis of the EPRA/NAREIT Europe Index, *Journal of Property Investment & Finance*, 27(4), 318-372.
- Nivorozhkin, E., 2005, Financing choices of firms in EU accession countries. *Emerging Markets Review* 6:138-169.
- Ozkan, A, 2001, "Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 28, pp. 175-198

- Psillaki, M. and Daskalakis, N, 2004, Are the Determinants of Capital Structure Country or Firm Specific? [Online] Available at: <http://ssrn.com/abstract=1341860>
- Schleifer, A. and Vishny, R, 1997, A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, Vol. 52 No. 2, pp. 737-83.
- Serrasqueiro ZM, Rogao MC, 2009, Capital structure of listed Portuguese companies: Determinants of debt adjustment, *Review Accounting Finance*, 8(1): 54-75.
- Tong G, Green CJ, 2005, Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies, *Applied Economic*, 37(19): 2179-2189.
- Viviani JL , 2008, Capital structure determinants: an empirical study of French companies in the wine industry, *Int. J. Wl. Bus. Res.*, 20(2): 171-194.
- Zou H, Xiao JZ, 2006, The financing behavior of listed Chinese firms, *British Accounting Review*, 38: 239-258