

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL

JONI dan LINA

STIE Trisakti
lina@stietrisakti.ac.id

Abstrak: *The objective of this research is to test and analyze whether profitability, firm size, assets growth, dividend, assets structure, and business risk influence to firm capital structure. Listed manufacturing companies at Indonesian Stock Exchange from period 2005 to 2007 were examined. Forty three companies met the criteria and were analyzed descriptive statistic and multiple regression were performed to test the hypotheses. The conclusion shows that assets growth, profitability, and assets structure influence firm capital structure of manufacturing companies. Firm size, dividend, and business risk do not influence firm capital structure.*

Keywords: Profitability, Firm Size, Assets Growth, Dividend, Assets Structure, Business Risk, Leverage.

PENDAHULUAN

Masalah pendanaan merupakan bagian yang sangat penting bagi dunia usaha, karena berkaitan dengan kepentingan banyak pihak, seperti kreditur, pemegang saham, serta pihak manajemen perusahaan sendiri. Pendanaan dapat berasal dari internal perusahaan dan atau eksternal. Pendanaan internal dapat berupa laba ditahan serta depresiasi. Sedangkan dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur, pemegang surat utang (*bondholders*) dan pemilik perusahaan.

Dana yang diperoleh dari para pemilik merupakan modal sendiri, sedangkan pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kreditur merupakan hutang bagi perusahaan. Keputusan pendanaan yang berhubungan dengan penentuan proporsi hutang menjadi penting karena berkaitan dengan kepentingan pemegang saham

(pihak *principal*). Hal ini sejalan dengan teori keuangan modern menyatakan bahwa tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Gitman 2003,15).

Keputusan pendanaan keuangan perusahaan akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya selain juga akan berpengaruh terhadap risiko perusahaan itu sendiri. Jika perusahaan meningkatkan porsi hutangnya (*leverage*), maka perusahaan ini dengan sendirinya akan meningkatkan risiko keuangan dan konsekuensinya. Sebaliknya perusahaan harus memperhatikan masalah pajak. Untuk itu sebagian manajer tidak sepenuhnya mendanai perusahaannya dengan modal sendiri, tetapi juga disertai penggunaan hutang karena pertimbangan atas manfaat pengurangan pajak yang ditimbulkannya.

Pecking Order Theory (Myers 1984 dalam Azib 2005) menyatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dari pada eksternal perusahaan. Penggunaan dana internal lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Hal ini disebabkan pendanaan internal tidak menimbulkan biaya modal.

Penelitian ini dilakukan untuk mengembangkan penelitian sebelumnya, mengingat pentingnya informasi mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya hutang yang dimiliki perusahaan, mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Azib (2005). Dalam penelitian Azib, digunakan tiga indikator yang dianggap mempunyai pengaruh terhadap porsi hutang perusahaan, yaitu: pertumbuhan aktiva, ukuran perusahaan, dan profitabilitas perusahaan dan disimpulkan bahwa ketiga variabel tersebut mempunyai pengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Namun demikian, variabel independen yang dimasukkan dalam penelitian tersebut dinilai terlalu sedikit sehingga kurang mampu memberikan prediksi dan referensi atas *leverage* perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini mencoba untuk memasukkan variabel-variabel lain yang mungkin akan dapat memperjelas faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan, dalam hal ini adalah besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan untuk digunakan dalam kegiatan operasi dan investasi.

Penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya dalam beberapa hal. Pertama, variabel baru yang dimasukkan dalam penelitian ini adalah dividen yang mengacu pada penelitian Siregar (2005), struktur aktiva, serta risiko bisnis perusahaan berdasarkan penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007). Pembayaran dividen menyebabkan penurunan jumlah pendanaan internal perusahaan sehingga mendorong perusahaan untuk mencari pendanaan eksternal berupa hutang. Sedangkan struktur aktiva yang menunjukkan porsi aktiva tetap memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk mencari pendanaan berupa hutang karena diperlakukan sebagai *collateral* (jaminan). Risiko bisnis dianggap menyebabkan perusahaan untuk lebih berhati-hati dalam mencari dana eksternal berupa hutang. Kedua, penelitian ini menggunakan periode penelitian tahun 2005 sampai 2007, sementara Azib (2005) meneliti periode 2001 sampai 2005. Tujuan penelitian ini adalah untuk mendapat-

kan bukti empiris mengenai pengaruh pertumbuhan aktiva, ukuran perusahaan, risiko bisnis, dividen, struktur aktiva terhadap struktur modal.

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, tujuan penelitian dan organisasi penulisan. Kedua, menguraikan hasil penelitian sebelumnya tentang pertumbuhan aktiva, ukuran perusahaan, risiko bisnis, dividen, struktur aktiva dan struktur modal. Ketiga membahas metoda penelitian terdiri pemilihan sampel, definisi operasional dan pengukuran variabel serta metoda analisis data. Keempat, hasil penelitian yang berisi statistik deskriptif serta hasil dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir penutup yang terdiri dari simpulan, keterbatasan dan saran untuk penelitian selanjutnya.

RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Miller dan Modigliani

Banyak penelitian yang mencoba menjelaskan tentang perilaku organisasi dalam keputusan berkaitan dengan struktur modalnya guna merumuskan struktur modal yang paling optimal. Struktur modal merupakan bauran antara proporsi sumber dana eksternal yang berupa hutang jangka panjang dan modal sendiri (Musyafikin 2005). Tujuan manajemen struktur modal adalah memadukan sumber dana jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan dengan cara yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan (Keown *et al.* 2000 dalam Rahardjo & Hartaningrum 2006).

Teori struktur modal modern dimulai oleh Franco Modigliani dan Merton H. Miller pada tahun 1958. Modigliani-Miller (MM) (1958) dalam Frensidy (2008) menyatakan bahwa rasio hutang tidak relevan dan tak ada struktur modal yang optimal. Nilai perusahaan bergantung pada arus kas yang akan dihasilkan dan bukan pada rasio utang dan ekuitas. Inti dari teori ini adalah tidak ada rasio hutang yang optimal dan rasio hutang tidak menjelaskan nilai perusahaan. Asumsi yang digunakan dalam teori ini adalah tidak ada pajak, tidak ada asimetri informasi, dan tidak ada biaya transaksi.

Namun, teori ini dianggap kurang relevan karena adanya pengurangan pajak penghasilan atas penggunaan hutang, kondisi pasar dengan asimetri informasi, serta biaya transaksi dalam pasar modal yang tidak dimasukkan ke dalam teori MM ini (Frensidy 2008). Sisi positif dari hutang adalah hutang menurunkan biaya keagenan (*agency cost*) ekuitas. Penggunaan hutang juga akan mendisiplinkan manajer untuk tidak sembarangan menggunakan aktiva perusahaan untuk kepentingannya karena pengawasan oleh kreditur biasanya jauh lebih ketat dan efektif daripada pengawasan para pemegang saham di luar perusahaan dengan informasi yang relatif terbatas (Hartono 2004).

Agency Theory

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976, yang menyebutkan bahwa manajemen merupakan agen dari pe-

megang saham, sebagai pemilik perusahaan (*principal*) (Wahidahwati 2002). Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Biaya yang ditimbulkan dari pengawasan yang dilakukan oleh manajemen disebut biaya agensi. Biaya agensi menurut Mayangsari (2001) adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk menyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditur dan pemegang saham. Pengawasan manajemen dapat dilakukan dengan audit laporan keuangan dan pembatasan pembuatan keputusan manajemen.

Tarjo (2005) mengemukakan tiga cara untuk meminimalkan biaya keagenan, yaitu (1) Meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen, (2) Mengurangi *free cash flow* yang dikuasai oleh manajemen, salah satu caranya adalah dengan pembagian dividen, dan (3) Meningkatkan *leverage* perusahaan.

Dengan diadakannya pendanaan eksternal yang berupa hutang diharapkan biaya yang dikeluarkan oleh pihak pemegang saham sehubungan dengan pengawasan manajemen dapat berkurang karena pihak kreditur yang memberikan pinjaman kepada perusahaan dalam hal ini manajemen sebagai eksekutif organisasi akan melakukan pengawasan guna mendapatkan keyakinan tentang kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajibannya. Dengan kata lain, hutang mampu memperkecil biaya agensi.

Trade-off Hypothesis

Marsh (1982) dalam Siregar (2005), mengembangkan teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller. Teori ini menyatakan bahwa setiap perusahaan dapat menentukan target rasio utang (*leverage*) yang optimal. Rasio hutang yang optimal ditentukan berdasarkan perimbangan antara manfaat dan biaya kebangkrutan karena perusahaan memiliki hutang. Secara prinsip, perusahaan membutuhkan pendanaan ekuitas baru apabila rasio hutang perusahaan tersebut di atas target dan menambah hutang apabila rasio hutang perusahaan tersebut dibawah target. Perusahaan tidak akan mencapai nilai optimal apabila semua pendanaan adalah hutang atau jika tidak ada hutang sama sekali. Indrawati dan Suhendra (2005) menyatakan bahwa salah satu cara untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah dengan pengelolaan komposisi modal perusahaan dan keputusan manajer keuangan di dalam memilih sumber pendanaan akan mempengaruhi harga saham perusahaan.

Hutang menyebabkan perusahaan memperoleh manfaat pajak, sedangkan biaya kebangkrutan merupakan biaya administrasi, biaya hukum, biaya keagenan, dan biaya pengawasan untuk mencegah perusahaan mengalami kebangkrutan (Siregar, 2005). Sedangkan nilai optimal adalah titik yang menunjukkan manfaat pajak atas setiap tambahan rupiah hutang sama besarnya dengan kenaikan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) atas penambahan hutang tersebut.

Namun, teori ini memiliki kelemahan, yaitu mengabaikan adanya asimetri informasi dan besarnya biaya untuk melakukan substitusi hutang ke ekuitas atau ekuitas ke hutang. *Trade-off* mengasumsikan bahwa investor dan manajemen memiliki informasi yang sama. Hal ini tidak dapat diterima karena sulit bagi investor

untuk mendapatkan informasi dengan porsi yang sama dengan pihak manajemen. Hal ini menghambat kemampuan perusahaan untuk melakukan penambahan dana dengan mengandalkan penerbitan emisi saham baru. Selain asimetri informasi, biaya pajak dan biaya transaksi substitusi hutang ke ekuitas dan ekuitas ke hutang juga juga mempengaruhi perilaku manajer dalam menentukan struktur modal. Peningkatan saham baru menyebabkan peningkatan pembayaran dividen oleh perusahaan. Peningkatan pembayaran dividen menyebabkan peningkatan biaya pajak penghasilan pribadi dan biaya komisi bagi perusahaan.

Pecking Order Theory

Model lain dari struktur modal dikemukakan oleh Myers dan Maljuf dalam *Pecking Order Theory* (POT) pada tahun 1984. Secara ringkas, POT menyatakan bahwa keputusan pendanaan perusahaan memiliki suatu hierarki. Perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal yaitu dari laba ditahan dan depresiasi terlebih dahulu, daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Hanya jika perusahaan tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal akan dipilih sebagai alternatifnya. Jika dana eksternal dibutuhkan maka perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan hutang daripada ekuitas (Siregar 2005).

Dalam teori POT terdapat beberapa asumsi yang digunakan (Mayangsari, 2001), yaitu: 1) Perusahaan cenderung memilih pendanaan internal terlebih dahulu (laba ditahan dan depresiasi) sehingga pendanaan eksternal (hutang dan saham) alternatif terakhir, 2) Jika perusahaan menggunakan dana eksternal maka pemilihan dilakukan berjenjang mulai dari yang paling aman sampai yang paling berisiko. Seperti mulai dari sekuritas hutang, obligasi konversi, saham preferen dan yang terakhir dari saham biasa, 3) Kebijakan dividen yang ketat dimana pihak manajemen akan menetapkan jumlah pembayaran dividen dan target *dividend payout ratio* (DPR) yang konstan dan dalam periode tertentu jumlah pembayaran dividen tidak akan berubah baik perusahaan tersebut untung maupun rugi, dan 4) Dalam mengantisipasi kekurangan atau kelebihan dari persediaan arus kas dengan adanya kebijakan dividen dan fluktuasi dari tingkat keuntungan dan kesempatan investasi maka jika kurang pertama kali perusahaan akan mengambil dari portofolio investasi lancar yang tersedia.

Ada empat alasan yang mendasari Myers dalam *pecking order theory* memprediksi perusahaan lebih mengutamakan hutang daripada modal sendiri saat pendanaan eksternal dibutuhkan (Siregar 2005), yaitu (1) Pasar menderita kerugian karena adanya asimetri informasi antara manajer dengan pasar. Manajemen cenderung tertarik untuk menerbitkan saham baru saat *overpriced* sedangkan penerbitan saham baru akan menyebabkan harga saham mengalami penurunan; (2) Hutang dan saham sama-sama membutuhkan biaya transaksi bagi perusahaan. Namun, biaya transaksi hutang relatif lebih kecil jika dibandingkan dengan saham; (3) Perusahaan mendapatkan manfaat pajak dengan mengeluarkan sekuritas hutang. Manfaat pajak ini diperoleh oleh perusahaan karena adanya biaya bunga yang dapat dibebankan

sebagai pengurang penghasilan kena pajak; (4) Kontrol manajemen, dalam hal ini *insider ownership*, yaitu pemilikan oleh manajemen dapat dipertahankan apabila perusahaan menerbitkan sekuritas hutang.

Pertumbuhan Aktiva

Pertumbuhan aktiva pada dasarnya menggambarkan bagaimana perusahaan menginvestasikan dana yang ia miliki untuk kegiatan operasi dan investasi. Peningkatan jumlah aktiva, baik aktiva lancar maupun aktiva jangka panjang membutuhkan dana, dengan alternatif pendanaan internal atau dengan pendanaan eksternal. Menurut Fama dan French (2000) dalam Hartono (2004), perusahaan yang melakukan investasi melebihi jumlah laba ditahan yang dimiliki perusahaan, maka akan memungkinkan adanya peningkatan jumlah pinjaman dari pihak kreditur berupa hutang.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan gambaran kemampuan finansial perusahaan dalam suatu periode tertentu. Ukuran perusahaan yang besar, dianggap sebagai suatu indikator yang menggambarkan tingkat risiko bagi investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut, karena jika perusahaan memiliki kemampuan finansial yang baik, maka diyakini bahwa perusahaan tersebut juga mampu memenuhi segala kewajibannya serta memberikan tingkat pengembalian yang memadai bagi investor. Dalam beberapa penelitian, kemampuan finansial perusahaan dilihat dari berbagai sisi, yaitu dilihat dari penjualan bersih atau jumlah aktiva yang dimiliki oleh perusahaan.

Perusahaan kecil akan cenderung untuk biaya modal sendiri dan biaya hutang jangka panjang lebih mahal dari pada perusahaan besar. Maka perusahaan kecil akan cenderung menyukai hutang jangka pendek dari pada hutang jangka panjang karena biayanya lebih rendah. Demikian juga dengan perusahaan besar akan cenderung memiliki sumber pendanaan yang kuat (Rahardjo & Hartantiningrum 2006).

Profitabilitas

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (profitabilitas) pada tingkat penjualan, aktiva, dan modal. Ada tiga rasio yang dapat digunakan dalam rasio profitabilitas, yaitu rasio *profit margin*, *return on assets* (ROA) dan *return on equity* (ROE).

Profit margin mengukur sejauh mana perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu. Rasio *profit margin* yang rendah dapat menunjukkan ketidakefisienan manajemen. ROA menunjukkan seberapa besar kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Sedangkan ROE menggambarkan tingkat *return* yang dihasilkan perusahaan bagi pemegang sahamnya.

Risiko Bisnis

Risiko bisnis merupakan salah satu risiko yang dihadapi oleh perusahaan ketika menjalankan kegiatan operasinya (Gitman 2003, 215), yaitu kemungkinan

ketidak-mampuan perusahaan untuk mendanai kegiatan operasionalnya. Level risiko bisnis suatu perusahaan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan struktur biaya operasionalnya. Selain itu, risiko bisnis dapat terjadi bila perusahaan memiliki hutang yang terlalu tinggi porsinya. Hal ini dikarenakan perusahaan dinilai perlu untuk menyediakan dana dalam jumlah yang memadai guna persiapan pelunasan hutangnya serta adanya beban bunga yang ditanggung perusahaan. Suatu perusahaan dinilai menghadapi risiko bisnis jika ia menghasilkan laba yang berfluktuasi antara satu periode dengan periode yang lain.

Dividen

Dividen dalam hal ini adalah dividen untuk pemegang saham biasa (*common stock dividend*); merupakan bagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham dari laba yang diperoleh perusahaan. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) merupakan instrumen perusahaan untuk menentukan jumlah laba yang ditahan serta memaksimalkan nilai perusahaan. Dividen dianggap memberikan informasi mengenai tingkat pengembalian yang diberikan oleh emiten serta memberikan gambaran mengenai kondisi keuangannya (Hasnawati 2008).

Kondisi keuangan perusahaan dapat digambarkan oleh pembayaran dividen karena perusahaan diasumsikan akan membayar dividen hanya jika perusahaan mendapatkan laba yang dan memiliki dana internal yang memadai. Namun, tidak menutup kemungkinan perusahaan akan tetap membagikan dividen walaupun perusahaan menderita kerugian, guna meningkatkan nilai perusahaan.

Struktur Aktiva

Struktur aktiva yang dimaksud dalam penelitian ini adalah rasio yang menggambarkan proporsi total aktiva tetap yang dimiliki perusahaan dengan total aktiva perusahaan (*tangibility*). Tujuan dari penghitungan rasio ini adalah untuk mengetahui seberapa besar porsi aktiva tetap yang dapat dijadikan perusahaan sebagai jaminan atas pinjaman yang dilakukannya (Margaretha dan Sari 2005).

Tangibility merupakan variabel yang penting dalam keputusan pendanaan perusahaan, karena aktiva tetap menyediakan jaminan (*collateral*) bagi pihak kreditur. Struktur aktiva juga dapat mempengaruhi fleksibilitas perusahaan dalam menentukan alternatif pendanaan eksternal karena dianggap memiliki tingkat risiko kebangkrutan yang relatif lebih rendah daripada perusahaan dengan rasio aktiva tetap yang rendah. Hal ini dikemukakan oleh Wahidahwati (2002) sehubungan dengan akses perusahaan di dalam pasar modal.

Pertumbuhan Aktiva dan Leverage

Pertumbuhan aktiva menunjukkan besarnya dana yang dialokasikan oleh perusahaan ke dalam aktivanya. Pertumbuhan aktiva akan menuntut perusahaan untuk menyediakan dana yang memadai. Dalam *pecking order theory* dinyatakan bahwa perusahaan akan cenderung mengutamakan penggunaan dana internal, tapi jika tidak mencukupi, dana eksternal yang menjadi alternatif pertama adalah hutang. Oleh karena itu, jika diasumsikan bahwa aktiva perusahaan mengalami pertum-

buhan sedangkan faktor lain dianggap tetap (*ceteris paribus*), maka peningkatan aktiva akan memicu peningkatan *leverage* perusahaan.

Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Fidyati (2003), Saidi (2004), Azib (2005), dan Musyafikin (2005) menunjukkan pengaruh positif pertumbuhan aktiva terhadap tingkat *leverage*. Namun, dalam penelitian Fidyati, pengaruh pertumbuhan aktiva tidak berpengaruh signifikan. Hasil berbeda ditunjukkan dari penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2005) serta Harjanti dan Tandelilin (2007). Kedua penelitian tersebut menyatakan bahwa pertumbuhan aktiva berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan pengaruhnya tidak signifikan. Hal ini tidak mendukung *pecking order theory*. Hipotesis yang diajukan adalah:

H₁ Pertumbuhan aktiva berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage*.

Ukuran Perusahaan dan *Leverage*

Ukuran perusahaan merupakan suatu indikator yang menunjukkan kekuatan finansial perusahaan. Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal dan memiliki fleksibilitas dan kemampuan lebih untuk mendapatkan dana (Wahidahwati, 2002). Perusahaan besar dapat memberikan jaminan dalam hal pelunasan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang kecil. Perusahaan yang besar juga memiliki kecenderungan untuk menggunakan sumber pendanaan eksternal daripada perusahaan yang berukuran kecil karena *accessibility* perusahaan ke pasar modal.

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin tinggi pula nilai *leverage* perusahaan. Hasil penelitian Mayangsari (2001), Fidyati (2003), serta Azib (2005) memberikan hasil yang konsisten dengan prediksi bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Saidi (2004) menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan dengan arah hubungan positif. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₂ Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage*.

Profitabilitas dan *Leverage*

Perusahaan dengan *rate of return* yang tinggi cenderung menggunakan proporsi hutang yang relatif kecil. Hal ini disebabkan *return* yang tinggi akan menyediakan sejumlah dana internal yang relatif besar yang diakumulasikan sebagai laba ditahan (Mayangsari, 2001). Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa pendanaan internal lebih disukai oleh perusahaan. Semakin tinggi porsi dana yang tersedia untuk membiayai operasional perusahaan dan kesempatan investasi yang berasal dari laba ditahan, maka tingkat *leverage* akan semakin kecil. Hartono (2004), Azib (2005), Musyafikin (2005), serta Harjanti dan Tandelilin (2007) konsisten dengan prediksi tersebut yaitu profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap porsi hutang perusahaan. Hal ini sesuai dengan POT. Sedangkan hasil penelitian Mayangsari (2001) menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan dengan arah hubungan negatif. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₃ Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage*.

Risiko Bisnis dan *Leverage*

Harjanti dan Tandelilin (2007) berpendapat bahwa risiko bisnis perusahaan dapat digambarkan dengan mengukur fluktuasi dari laba perusahaan. Perusahaan yang mengalami fluktuasi laba menghadapi ketidak-pastian kemampuan dalam hal mengumpulkan dana untuk melunasi pinjamannya kepada kreditur. Perusahaan yang memiliki banyak hutang akan mengakibatkan meningkatnya risiko kebangkrutan yang dihadapi perusahaan, karena semakin banyak pula kewajiban yang harus dipenuhinya. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan berusaha menjaga porsi hutangnya agar tidak membahayakan *going concern* perusahaan.

Hasil penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007) tidak sesuai dengan ekspektasi mereka. Hasil pengujian menunjukkan risiko bisnis berhubungan positif tetapi tidak signifikan dengan *leverage*. Dalam penelitian ini penulis ingin kembali mencoba melakukan pengujian yang sama guna mendapatkan bukti empiris yang sesuai dengan ekspektasi penelitian sebelumnya (Harjanti dan Tandelilin, 2007) yaitu risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₄ Risiko Bisnis berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage*.

Dividen dan *Leverage*

Secara tidak langsung, kebijakan dividen akan mempengaruhi tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Pembayaran dividen akan mengurangi persediaan dana internal yang dibutuhkan untuk operasi perusahaan. Selain itu kebijakan dividen yang stabil menuntut perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana untuk didistribusikan kepada para pemegang saham (Mayangsari, 2001). Akibat penggunaan dana untuk pembayaran dividen perusahaan akan membutuhkan dana lebih untuk keperluan operasional dan investasinya. Kebutuhan dana ini dapat memicu penambahan hutang perusahaan.

Pendapat lain tentang pengaruh dividen terhadap *leverage* dikemukakan oleh Paramu (2006), yaitu pembagian dividen yang dilakukan perusahaan akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham serta menimbulkan ekspektasi positif. Hal ini akan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan dana melalui penerbitan sekuritas modal, sehingga berpotensi menurunkan porsi hutang perusahaan.

Hasil penelitian Siregar (2005) menunjukkan pengaruh positif dividen terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Sedangkan hasil penelitian dari Paramu (2006) dan Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa dividen tidak berpengaruh terhadap *leverage* dan berhubungan negatif. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₅ Dividen berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage*

Struktur Aktiva dan *Leverage*

Perusahaan yang sejumlah modalnya tertanam dalam aktiva tetap, pemenuhan kebutuhan dana akan diutamakan dari modal sendiri. Namun, pengadaan

aktiva tetap biasanya membutuhkan dana yang relatif besar dan memungkinkan akan dilakukannya penambahan hutang.

Dalam suatu perusahaan, struktur aktiva akan mempunyai pengaruh terhadap sumber-sumber pembelanjaan. Menurut Mayangsari (2001), struktur aktiva mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan dua cara, yaitu (1) Penggunaan aktiva tetap akan menimbulkan biaya tetap berupa depresiasi, jika pendanaan dilakukan dengan hutang, maka besarnya biaya tetap yang ditanggung oleh perusahaan juga akan besar karena hutang juga akan menimbulkan biaya tetap berupa bunga dan (2) Pada perusahaan yang sebagian besar aktivasnya berupa aktiva tetap, komposisi hutang akan lebih didominasi oleh hutang jangka panjang. Hal ini disebabkan oleh lamanya dana perusahaan terikat pada aktiva tetap tersebut, sehingga mendorong perusahaan untuk menjaga tingkat likuiditasnya dengan cara menciptakan struktur hutang dengan dominasi hutang jangka panjang.

Selain itu, perusahaan yang memiliki struktur aktiva dengan porsi aktiva tetap yang tinggi lebih mudah dalam melakukan pinjaman terhadap pihak eksternal karena dinilai memiliki *securable assets* (aktiva jaminan) yang lebih baik. Kreditur akan merasa lebih aman jika memberikan pinjaman kepada perusahaan yang memiliki aktiva tetap dengan porsi yang tinggi. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa struktur aktiva (dalam hal ini dijelaskan dengan *tangibility*) berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan. Hal ini didukung dengan hasil penelitian dari Fidyati (2003), Wahidahwati (2002). Sedangkan, penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007) menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan dengan arah hubungan yang positif. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₆ Struktur aktiva berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage*.

METODA PENELITIAN

Pemilihan Sampel

Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling*. Hasil pemilihan sampel dapat dilihat pada Tabel 1 berikut:

Tabel 1 Hasil Pemilihan Sampel

No	Keterangan	Perusahaan	Data
1.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI secara konsisten dari tahun 2005-2007	140	420
2.	Perusahaan tidak membagikan dividen secara konsisten dari tahun 2005-2007	(92)	(276)
3.	Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang asing	(3)	(9)

4.	Perusahaan yang tidak memperoleh laba secara konsisten dari tahun 2005-2007	(2)	(6)
5.	Total perusahaan sampel sebelum uji <i>outlier</i>	43	129
6.	Total data yang dikeluarkan karena uji <i>outlier</i>		(11)
7.	Total data yang digunakan dalam penelitian		118

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Pertumbuhan Aktiva menunjukkan besarnya dana yang dialokasikan oleh perusahaan ke dalam aktivitya. Dalam penelitian ini, pertumbuhan aktiva diukur dengan menghitung proporsi peningkatan total aktiva dari tahun sebelumnya dibandingkan dengan tahun berjalan. Skala pengukuran yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$\text{Pertumbuhan Aktiva} = \frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}}$$

Dimana, TA_t : total aktiva tahun berjalan, TA_{t-1} : total aktiva tahun sebelumnya.

Ukuran perusahaan diprosikan dengan menggunakan natural logaritma (\ln) dari total aktiva. Variabel ukuran perusahaan merupakan data yang berskala rasio.

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln(\text{total aktiva})$$

Profitabilitas adalah suatu ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam suatu periode tertentu. Untuk mengukur tingkat profitabilitas dalam penelitian ini, digunakan rasio ROA (*return on assets*). Cara pengukuran ROA yang digunakan mengacu pada rasio yang digunakan oleh Hartono (2004). Profitabilitas merupakan variabel yang berskala rasio.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Earnings After Taxes}}{\text{Total Assets}}$$

Risiko bisnis merupakan risiko perusahaan dalam memenuhi kebutuhan biaya operasionalnya (Gittman, 2003). Risiko bisnis diukur dengan menghitung fluktuasi laba bersih perusahaan. Dalam penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007), risiko bisnis diprosikan dengan menghitung natural logaritma dari standar deviasi laba bersih perusahaan. Namun, atas rekomendasi dari penelitian mereka, risiko bisnis dalam penelitian ini diprosikan dengan natural logaritma dari standar deviasi laba operasional perusahaan. Risiko bisnis merupakan variabel yang berskala rasio.

$$\text{Risiko Bisnis} = \ln(\sigma_{EBIT})$$

Dividen merupakan bagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham dari laba yang diperoleh perusahaan (Siregar, 2005). Variabel dividen diproksikan dengan DPR (*dividend payout ratio*). Variabel ini juga berskala rasio.

$$\text{DPR} = \frac{\text{Cash Dividend}}{\text{Net Income}}$$

Struktur aktiva menggambarkan besarnya aktiva yang dapat dijamin perusahaan sebagai kolateral ketika perusahaan melakukan pinjaman kepada pihak kreditur. Struktur aktiva merupakan proporsi aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Variabel ini diproksikan dengan FAR (*fixed assets ratio*). Struktur aktiva merupakan variabel yang berskala rasio.

$$\text{FAR} = \frac{\text{Total Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Total Aktiva Tetap: total aktiva tetap pada tahun berjalan, Total Aktiva: total aktiva pada tahun berjalan.

Leverage merupakan rasio yang menggambarkan berapa proporsi hutang yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivasnya. Dalam penelitian ini, *leverage* dihitung dengan membandingkan hutang jangka panjang dengan aktiva perusahaan. Ini dimaksudkan untuk menunjukkan perilaku manajemen dalam penentuan struktur modal jangka panjang perusahaan. Variabel ini berskala rasio.

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Aktiva}}$$

Metoda Analisis Data

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan uji regresi berganda. Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Persamaan regresi yang digunakan adalah:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + e$$

Dalam hal ini Y *leverage*, X_1 pertumbuhan aktiva, X_2 ukuran perusahaan, X_3 tingkat profitabilitas (ROA), X_4 risiko bisnis, X_5 dividen (DPR), X_6 struktur aktiva (FAR), e *error*

HASIL PENELITIAN

Statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 2 Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
LEVERAGE	0,1249	0,1122	0,0036	0,4153
GROWTH	0,1337	0,1425	-0,1354	0,6436
SIZE	27,8549	1,5152	24,4644	31,7824
ROA	0,0862	0,0601	0,0043	0,3061
BSN_RISK	24,1784	1,5998	20,7389	28,3868
DPR	0,3851	0,1968	0,0360	0,9530
FAR	0,3384	0,1711	0,0387	0,8194

Hasil uji t pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 3 Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	B	t	Sig.
Konstanta	-0,348	-2,158	0,033
GROWTH	0,122	2,045	0,043
SIZE	0,013	0,912	0,364
ROA	-0,400	-2,589	0,011
BSN_RISK	0,002	0,177	0,860
DIVIDEND	-0,042	-0,946	0,346
FAR	0,309	5,853	0,000

Pertumbuhan aktiva (*Growth*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Pertumbuhan aktiva perusahaan menunjukkan besarnya pengalokasian dana oleh perusahaan ke dalam aktivitya. Jika faktor-faktor lain dianggap tetap (*ceteris paribus*), maka hutang sebagai alternatif pertama dalam pengadaan dana eksternal cenderung meningkat. Dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian atas variabel pertumbuhan aktiva menunjukkan konsistensi terhadap *pecking order theory* (POT). Dengan nilai signifikan 0,043 maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama (pertumbuhan aktiva berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage*) diterima.

Ukuran perusahaan (*size*) tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan konsistensi terhadap teori yang menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki fleksibilitas untuk mengakses pasar modal untuk mendapatkan dana eksternal. Sesuai dengan POT, maka perusahaan akan cenderung mendahulukan dana eksternal berupa hutang. Dengan nilai signifikan 0,364 maka hipotesis kedua (ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage*) tidak berhasil diterima.

Profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan konsistensi terhadap POT, yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung mendahulukan pendanaan internal, dalam hal ini berupa laba ditahan yang berasal dari laba yang diperolehnya. Dengan nilai signifikan 0,011 maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga (profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage*) diterima.

Risiko bisnis (*Bsn_Risk*) tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian menunjukkan inkonsistensi dengan teori yang ada. Hal ini dimungkinkan karena indikator dari risiko bisnis yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabilitas dari laba operasional sedangkan risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan merupakan suatu keadaan yang sulit untuk diukur atau ditentukan secara pasti (Harjanti dan Tandelilin 2007). Selain itu, proksi ini dinilai kurang tepat jika diaplikasikan pada perusahaan yang mengalami pertumbuhan laba operasi secara konstan. Dengan nilai signifikan 0,860 maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis keempat (risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage*) tidak berhasil diterima.

Dividen (DPR) tidak berpengaruh terhadap struktur modal (*Leverage*). Hal ini dijelaskan dengan pendapat yang dikemukakan oleh Paramu (2006) menyatakan bahwa pembagian dividen akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan menimbulkan ekspektasi positif dari pasar, sehingga memudahkan perusahaan untuk menerbitkan sekuritas modal dan menurunkan *leverage*. Pendapat ini bertentangan dengan POT yang menyatakan perusahaan lebih memilih pendanaan eksternal berupa hutang. Teori yang lebih relevan untuk menjelaskan temuan ini adalah *Agency Theory*, yaitu dalam rangka menurunkan biaya keagenan, dapat dilakukan antara lain dengan pengadaan hutang dan pembagian dividen dan dapat bersifat saling menggantikan (Tarjo 2005). Dengan nilai signifikan 0,346 maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis kelima (dividen berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage*) tidak berhasil diterima.

Struktur aktiva (FAR) memiliki arah pengaruh positif terhadap struktur modal (*Leverage*). Hal ini menjelaskan bahwa perusahaan dengan porsi aktiva tetap yang besar akan memiliki kemudahan dalam pengadaan hutang karena aktiva tetap dianggap sebagai jaminan. Oleh karena itu, semakin tinggi nilai FAR, perusahaan cenderung menggunakan keuntungan atas kondisi tersebut dengan menjadikan hutang sebagai alternatif pertama untuk mendapatkan dana eksternal. Hal ini sesuai dengan POT. Dengan nilai signifikan 0,000 maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis keenam (struktur aktiva berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage*) diterima.

PENUTUP

Berdasarkan hasil penelitian dapat ditarik simpulan bahwa pertumbuhan aktiva memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal (*leverage*). Ukuran perusahaan (*size*) tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal (*leverage*). Profitabilitas (ROA) memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal (*leverage*).

Risiko bisnis (*bsn_risk*) tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal (*leverage*). Dividen (DPR) tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal (*Leverage*). Struktur aktiva (FAR) memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal (*Leverage*).

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sehingga hasil penelitian kurang dapat digeneralisasi. Penelitian ini hanya menggunakan enam variabel independen (pertumbuhan aktiva (*Growth*), ukuran perusahaan (*Size*), profitabilitas (ROA), risiko bisnis (*Bsn_Risk*), dividen (DPR), dan struktur aktiva (FAR) yang diduga mempunyai pengaruh terhadap struktur modal perusahaan (*leverage*).

Adapun rekomendasi yang untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut. Penelitian selanjutnya sebaiknya memperluas populasi penelitian dan tidak hanya terbatas pada perusahaan manufaktur saja seperti perusahaan transportasi dan perdagangan. Penelitian selanjutnya sebaiknya mengganti risiko bisnis dengan risiko sistematis yang diukur dengan *Beta* saham. Selain itu, penelitian selanjutnya diharapkan menambah variabel-variabel lain seperti *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

REFERENSI:

- Azib. 2005. Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Tingkat Leverage Pada Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta. *Performa*, Vol. II No. 2, hlm. 160-184.
- Fidyati, Nisa. 2003. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi, Manajemen, & Akuntansi*, Vol.1 No.1, hlm. 17-34.
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gitmann, Lawrence. 2003. *Principles of Managerial Finance 10th edition*. Prentice Hall
- Harjanti, Theresia T., & Eduardus Tandelilin. 2007. Pengaruh Firm Size, Tangible Assets, Growth, Profitability, & Business Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia: Studi Kasus di BEJ. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, Vol.1 No.1, hlm. 1-10.
- Hartono. 2004. Pengaruh Profitabilitas, Kesempatan Investasi, dan Defisit Arus kas Terhadap Kebijakan Pendanaan Perusahaan: Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEJ. *Perspektif*, Vol. 9 No. 2, hlm. 171-180.
- Hasnawati, Sri. 2008. Analisis Dampak Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ. *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, Vol. 13 No. 2, hlm. 312-322.
- Indrawati, Tatik. dan Suhendra. 2005. Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di BEJ 2000-2004. *Jurnal Akuntansi & Keuangan Indonesia*, Vol. 3 No. 1, hlm. 77-105.
- Margaretha, Farah., & Lina Sari. 2005. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Multinasional di Indonesia. *Media Riset Bisnis & Manajemen*, Vol.5 No.2, hlm. 230-252.
- Mayangsari, Sekar. 2001. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypothesis. *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*, Vol. 1 No.3, hlm. 1-26.
- Musyafikin. 2005. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Leverage Operasi, Tingkat Pertumbuhan, dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal Perusahaan Industri Properti yang Go Public di BES. *Jurnal Ekonomi, Bisnis, & Sosial*, Vol. 6 No. 1, hlm. 42-61.
- Paramu, Hadi. 2006. Determinan Struktur Modal: Studi Empiris pada Perusahaan Public di Indonesia. *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, No. 11 Tahun XXXV, hlm. 35-49.

- Rahardjo, Shiddiq N., & Berty Hartantiningrum. 2006. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Utang Perusahaan Go Public yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi & Bisnis*, Vol.6 No.1, hlm. 1-12.
- Siregar, Baldric. 2005. Hubungan Antara Dividen, Leverage Keuangan, dan Investasi. *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, Vol.16 No. 3, hlm. 219-230.
- Tarjo. 2005. Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.8 No.1, hlm. 82-104.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5 No.1, hlm. 1-16.