

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN NON KEUANGAN YANG PUBLIK

YOHANES

STIE Trisakti

yohanes@stietrisakti.ac.id

Abstract: *The purpose of this research is to examine the influence of assets tangibility, profitability, assets growth, firm size, liquidity, managerial ownership, business risk and non-debt tax shield to capital structure. The population of this research is all non financial companies listed in Indonesia Stock Exchange from 2011 to 2013. Samples are obtained through purposive sampling method, in which only 160 of listed non financial companies in Indonesia Stock Exchange meet the sampling criterias resulting 437 data available are taken as the samples. The research resource are taken from Indonesia Stock Exchange website. This research used multiple regression method to test the effect of each variable in influencing capital structure. The empirical result indicates that tangibility of assets, profitability, assets growth, firm size and liquidity have influence to capital structure. However managerial ownership, business risk and non-debt tax shield have no influence to capital structure.*

Keywords: Capital Structure, Assets Growth, Firm Size, Managerial Ownership, Business Risk, Non-Debt Tax Shield.

Abstrak: *Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh struktur aset, profitabilitas, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, tingkat likuiditas, kepemilikan manajerial, risiko bisnis dan non-debt tax shield terhadap struktur modal. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011 sampai 2013. Sampel penelitian ini diperoleh dengan menggunakan metode sampel bertujuan (purposive sampling), dimana hanya 160 perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memenuhi semua kriteria, sehingga didapat 437 data yang digunakan sebagai sampel penelitian. Sumber data pada penelitian ini diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode regresi berganda untuk menguji pengaruh masing-masing variabel terhadap struktur modal. Bukti empiris menunjukkan bahwa struktur aset, profitabilitas, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan dan tingkat likuiditas memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Sedangkan kepemilikan manajerial, risiko bisnis dan non-debt tax shield tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal.*

Kata kunci: Struktur Modal, Pertumbuhan Aset, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Manajerial, Risiko Bisnis, Non-Debt Tax Shield.

PENDAHULUAN

Manajemen keuangan yang efektif adalah tantangan bagi setiap perusahaan dalam menghadapi persaingan yang semakin ketat. Setiap perusahaan harus bisa mempertahankan keunggulan daya saingnya dengan tetap mengikuti perkembangan bisnis yang ada. Bagaimanapun, untuk dapat mengikuti perkembangan bisnis tersebut perusahaan akan membutuhkan dana yang besar. Menurut Damayanti (2013) secara umum terdapat dua bentuk pendanaan yang biasa digunakan perusahaan, yaitu dana yang berasal dari dalam perusahaan (sumber internal) dan dana yang berasal dari luar perusahaan (sumber eksternal). Sumber internal dapat diperoleh dari kegiatan operasional perusahaan itu sendiri contohnya ialah laba ditahan, sedangkan untuk sumber eksternal bisa diperoleh dengan melakukan pinjaman (hutang) atau menerbitkan saham.

Keputusan mengenai sumber pendanaan tersebut merupakan salah satu keputusan penting yang harus dibuat oleh manajer keuangan demi kelangsungan hidup perusahaan. Setiana (2012) mendefinisikan keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal sebagai keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi hutang, saham preferen dan saham biasa yang harus digunakan oleh perusahaan.

Keputusan struktur modal dapat dikatakan efektif apabila bisa meminimalkan biaya modal, sehingga bisa memaksimalkan nilai perusahaan (Gitman dan Zutter 2011, 535). Biaya modal yang harus dikeluarkan akibat pendanaan yang

digunakan perusahaan akan mempengaruhi *present value* dari arus kas masa depan perusahaan tersebut, dimana arus kas masa depan itulah yang akan mencerminkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, kesalahan dalam mengaplikasikan struktur modal yang tidak tepat akan membawa perusahaan ke dalam kesulitan finansial ataupun kebangkrutan.

Berbagai riset dilakukan untuk menjelaskan hubungan antara keputusan struktur modal dengan nilai perusahaan dan faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal tersebut. Meskipun begitu topik ini masih menarik untuk diteliti, sebab struktur modal merupakan salah satu area yang paling kompleks dalam pembuatan keputusan finansial dikarenakan hubungan timbal-baliknya dengan variabel keputusan finansial lainnya (Gitman dan Zutter 2011, 523).

Penelitian ini merupakan pengembangan penelitian Saleem *et al.* (2013) tentang faktor yang menentukan struktur modal pada perusahaan minyak dan gas yang terdaftar di *Karachi Stock Exchange*, Pakistan. Dalam penelitian tersebut digunakan variabel independen *tangibility*, *profitability*, *growth*, dan *size* terhadap variabel dependen *leverage*. Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya ialah sampel yang digunakan pada penelitian sebelumnya diambil dari data perusahaan minyak dan gas yang terdaftar di *Karachi Stock Exchange*, Pakistan periode 2006 sampai dengan 2011, sedangkan penelitian ini menggunakan data sampel perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011 sampai dengan 2013.

Selain itu dalam penelitian ini juga ditambahkan 4 variabel tambahan yang tidak terdapat di dalam model penelitian sebelumnya yaitu tingkat likuiditas, kepemilikan manajerial, risiko bisnis, dan *non-debt tax shield*.

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris bahwa struktur aset, profitabilitas, tingkat pertumbuhan, ukuran perusahaan, tingkat likuiditas, kepemilikan manajerial, risiko bisnis, dan *non-debt tax shield* mempunyai pengaruh terhadap struktur modal.

Penelitian ini disusun dengan sistematika penulisan sebagai berikut, pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang penelitian, masalah penelitian, tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan. Kedua, kerangka teoritis dan pengembangan hipotesis menguraikan landasan teori dan hasil penelitian sebelumnya sebagai dasar pengembangan hipotesis. Ketiga, metode penelitian terdiri atas obyek penelitian dan cara pemilihan sampel, definisi operasional dan pengukuran variabel. Keempat, hasil penelitian yang berisi hasil pengujian hipotesis dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir, penutup yang berisi kesimpulan, keterbatasan penelitian dan rekomendasi untuk penelitian selanjutnya.

KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pecking Order Theory

Teori ini menyatakan bahwa ada semacam tata urutan (*pecking*

order) yaitu hierarki pendanaan yang dimulai dari laba ditahan, diikuti dengan hutang dan yang terakhir penerbitan saham baru (Gitman dan Zutter 2011, 534). Perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internalnya (laba ditahan) terlebih dahulu dalam membiayai investasinya. Kemudian apabila dana internal tersebut tidak mencukupi, barulah perusahaan akan memilih sumber pendanaan eksternal yaitu hutang, sedangkan penerbitan saham baru akan menjadi pilihan terakhir.

Hal tersebut dikarenakan di dalam teori ini didasari dengan adanya informasi asimetris (Hardiningsih dan Oktaviani 2012), dimana pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan daripada para investor. Informasi yang tidak seimbang antara kedua pihak itulah yang mengakibatkan biaya penerbitan modal menjadi mahal, karena investor tidak mau berinvestasi ketika investasi tersebut belum bisa dibuktikan keandalannya. Akibatnya, perusahaan harus menerbitkan ekuitasnya dengan harga diskon (Gitman dan Zutter 2011, 533). Oleh karena itu untuk mencukupi kebutuhan dananya, perusahaan cenderung menggunakan dana internalnya terlebih dahulu dibandingkan menggunakan dana eksternal.

Trade Off Theory

Menurut *trade off theory*, struktur modal yang optimal bisa didapatkan dari perimbangan antara biaya hutang dan manfaat hutang (Saleem *et al.* 2013). Penggunaan

hutang akan menimbulkan biaya yang dapat menyebabkan *financial distress* yaitu berupa biaya kebangkrutan dan biaya agensi, di sisi lain penggunaan hutang memberikan manfaat pajak (Fauzi *et al.* 2013). Oleh karena itu, *trade off theory* mengacu kepada gagasan bagaimana perusahaan menentukan berapa banyak pendanaan hutang dan modal yang harus digunakan untuk menyeimbangkan biaya dan manfaat hutang tersebut (Fauzi *et al.* 2013).

Stiglitz (1969) dalam Sebayang dan Putra (2013) mengungkapkan bahwa teori ini mengasumsikan perusahaan memiliki tingkat hutang yang optimal, sehingga jika tingkat hutang perusahaan berada di bawah atau di atas tingkat optimal tersebut, perusahaan akan berusaha menyesuaikan penggunaan hutangnya. Penyesuaian tersebut bisa dilakukan dengan pendanaan ekuitas pada saat tingkat hutang di atas tingkat optimalnya dan melakukan pinjaman pada saat tingkat hutang di bawah tingkat optimalnya (Joni dan Lina 2010).

Agency Theory

Manajer sering disebut sebagai agen dari pemilik (pemegang saham), karena manajer diberikan otoritas untuk menjalankan perusahaan demi kepentingan pemilik (Gitman dan Zutter 2011, 532). Oleh karena itu, setiap keputusan yang dibuat manajer seharusnya mendahulukan kepentingan pemilik, tetapi keadaan tersebut ternyata tidak selalu berjalan dengan baik dikarenakan adanya konflik kepentingan. Sebagai agen dari

pemilik, manajemen seharusnya bertindak untuk kemakmuran pemilik, namun karena risiko yang kemungkinan akan diterima manajemen, maka mereka dalam pengambilan keputusan juga mempertimbangkan kepentingannya (Hardiningsih dan Oktaviani 2012).

Konflik kepentingan ini tidak hanya terjadi antara manajer dengan pemegang saham, tetapi juga konflik antara pemegang saham dengan pemberi pinjaman (Gitman dan Zutter 2011, 532). Hal ini terkait dengan risiko klaim kreditor yang akan meningkat ketika perusahaan menggunakan hutang tersebut untuk melakukan investasi yang berisiko, tetapi ketika investasi tersebut menghasilkan *return* yang tinggi, kreditor akan mendapatkan pengembalian yang tetap, sedangkan pemilik akan mendapatkan bagian laba yang lebih besar.

Masalah agensi yang muncul dari konflik pihak-pihak tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut dengan *agency cost*. Biaya agensi ialah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham (Seftianne dan Handayani 2011). Untuk meminimalkan biaya agensi bisa dilakukan dengan beberapa cara yaitu, meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen, mengurangi *free cash flow* yang dikuasai manajemen, dan meningkatkan *leverage* perusahaan (Tarjo 2005 dalam Joni dan Lina 2010).

Struktur Aset dan Struktur Modal

Struktur aset menggambarkan perbandingan antara aset tetap terhadap keseluruhan aset yang dimiliki perusahaan. Aset tetap tersebut memiliki fungsi lain disamping fungsi utamanya untuk mendukung operasi perusahaan, yaitu dapat dijadikan sebagai jaminan hutang. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Saleem *et al.* (2013) menyatakan bahwa struktur aset tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Maftukhah (2013), Seftianne dan Handayani (2011) dan Ridloah (2010) dimana struktur aset tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Fauzi *et al.* (2013) dan Finky *et al.* (2013) menunjukkan hasil yang berbeda bahwa variabel struktur aset memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal tersebut dikarenakan perusahaan dengan struktur aset dimana porsi aset tetapnya tinggi, lebih mudah dalam melakukan pinjaman terhadap pihak eksternal, karena dinilai memiliki *securable assets* (aset jaminan) yang lebih baik (Joni dan Lina 2010). Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:
Ha₁ Struktur aset berpengaruh terhadap struktur modal.

Profitabilitas dan Struktur Modal

Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (Damayanti 2013). Selain itu profitabilitas juga dapat digunakan untuk mengukur nilai perusahaan,

karena profitabilitas dapat mengevaluasi efisiensi penggunaan bangunan, peralatan dan aset lancar untuk menghasilkan laba (Saleem *et al.* 2013). Penelitian mengenai pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal yang dilakukan Saleem *et al.* (2013), menyimpulkan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Kesimpulan tersebut konsisten dengan hasil penelitian Seftianne dan Handayani (2011) yang menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal.

Di sisi lain penelitian yang dilakukan oleh Berzkalne (2013), Damayanti (2013), Finky *et al.* (2013) dan Sheikh dan Wang (2011) menyimpulkan hasil berbeda dimana profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal. Adanya pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal, mengonfirmasi bahwa perusahaan membiayai aktivitasnya mengikuti pola yang digambarkan oleh *pecking order theory*, yaitu ketika perusahaan memiliki profitabilitas tinggi akan cenderung memilih pembiayaan internal dibanding eksternal. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:
Ha₂ Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal.

Pertumbuhan Aset dan Struktur Modal

Menurut Saleem *et al.* (2013), pertumbuhan aset ialah persentase perubahan aset perusahaan dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan memerlukan banyak dana untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Sesuai dengan

pecking order theory, jika semua faktor diasumsikan tetap (*ceteris paribus*), untuk dapat mengimbangi biaya pertumbuhan tersebut alternatif utama yang akan diambil perusahaan adalah dengan menggunakan hutang (Joni dan Lina 2012). Penelitian Saleem *et al.* (2013) menunjukkan bahwa pertumbuhan aset tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian Indriani dan Widyarti (2013) dan Berkzalne (2013) juga menunjukkan tidak adanya pengaruh pertumbuhan aset terhadap struktur modal.

Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Maftukhah (2013) memberikan kesimpulan yang berbeda dimana pertumbuhan aset berpengaruh terhadap struktur modal. Selain itu penelitian Setiana (2012) dan Joni dan Lina (2010) juga memberikan hasil serupa bahwa pertumbuhan aset berpengaruh terhadap struktur modal. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₃ Pertumbuhan aset berpengaruh terhadap struktur modal.

Ukuran Perusahaan dan Struktur Modal

Ukuran perusahaan merupakan suatu indikator yang menunjukkan kekuatan finansial perusahaan (Joni dan Lina 2010). Penelitian Saleem *et al.* (2013) yang menggunakan *log of sales* sebagai proksi ukuran perusahaan, menemukan adanya pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Damayanti (2013) dan Sheikh dan Wang (2011) yang

juga menunjukkan hasil serupa, bahwa terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Perusahaan besar memiliki kemampuan untuk mendiversifikasi risiko sehingga dapat memenuhi kewajiban kontraktualnya tepat waktu dimana hal itu akan memancing kreditor untuk memberikan pinjaman, selain itu perusahaan akan mendapatkan manfaat pajak yang didapat dari penggunaan hutang (Sheikh dan Wang 2011).

Penelitian lainnya dilakukan oleh Qayyum (2013) dan Joni dan Lina (2010) menghasilkan kesimpulan yang berbeda, bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₄ Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal.

Tingkat Likuiditas dan Struktur Modal

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk mengkonversi asetnya menjadi kas atau kemampuan untuk mendapatkan kas untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (Subramanyam dan Wild 2009, 528). Penelitian sebelumnya banyak dilakukan untuk mengetahui pengaruh tingkat likuiditas terhadap struktur modal, tetapi hasilnya berbeda-beda. Sheikh dan Wang (2011) memberi kesimpulan pada penelitiannya bahwa, terdapat pengaruh tingkat likuiditas terhadap struktur modal. Hal tersebut sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan dana

internalnya ketika dana internal tersebut mencukupi. Hasil penelitian Finky *et al.* (2013) menunjukkan hal serupa, yaitu terdapat pengaruh likuiditas terhadap struktur modal.

Indriani dan Widyarti (2013) menemukan hasil yang berbeda, yaitu likuiditas tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan Seftianne dan Handayani (2011) dimana tidak ditemukan adanya pengaruh antara tingkat likuiditas terhadap struktur modal. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₅ Tingkat likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal.

Kepemilikan Manajerial dan Struktur Modal

Kepemilikan manajerial adalah jumlah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Seftianne dan Handayani 2011). Hasil penelitian Fauzi *et al.* (2013) menunjukkan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal. Hasil yang sama ditunjukkan oleh penelitian Maftukhah (2013) dan Wimelda dan Marlinah (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap struktur modal. Kesimpulan tersebut didasari dengan adanya kepemilikan manajerial, manajer akan lebih berhati-hati dalam memutuskan untuk menggunakan hutang karena sebagai bagian dari pemilik perusahaan, manajer akan ikut menanggung biaya modal yang

ditanggung perusahaan akibat penggunaan hutang.

Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan Seftianne dan Handayani (2011), yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₆ Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap struktur modal.

Risiko Bisnis dan Struktur Modal

Risiko bisnis adalah risiko perusahaan saat tidak mampu memenuhi biaya operasinya (Gitman dan Zutter 2011, 527). Penelitian Wimelda dan Marlinah (2013) memberikan kesimpulan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Alzomaia (2014), yang juga menemukan bahwa risiko bisnis berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini disebabkan adanya anggapan perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan memberikan pengembalian yang tinggi, sehingga akan memancing investor untuk memberikan kredit. Di sisi lain perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi seharusnya menggunakan sedikit hutang untuk meminimalisir risiko bisnisnya.

Penelitian Seftianne dan Handayani (2011) dan Joni dan Lina (2010) menunjukkan hasil yang berbeda, dimana tidak ditemukan pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₇ Risiko bisnis berpengaruh terhadap struktur modal.

Non-Debt Tax Shield dan Struktur Modal

Item selain bunga yang berkontribusi untuk mengurangi pembayaran pajak disebut dengan *non-debt tax shield* (Umer 2014). Hasil penelitian Umer (2014) mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh *non-debt tax shield* terhadap struktur modal. Hasil yang serupa ditunjukkan oleh penelitian Liem *et al.* (2013) dimana *non-debt tax shield* memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal tersebut dikarenakan depresiasi akan mensubsitisi manfaat pajak yang berasal dari penggunaan hutang, sehingga perusahaan yang memiliki *non-debt tax shield* yang besar akan cenderung menggunakan sedikit hutang.

Hasil berbeda ditunjukkan oleh penelitian Fauzi *et al.* (2013) dan Murhadi (2011) dimana *non-debt tax*

shield tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₈ *Non-debt tax shield* berpengaruh terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*, yaitu metode pengambilan sampel dengan menggunakan kriteria-kriteria tertentu. Pemilihan sampel ditentukan berdasarkan kriteria yang dicantumkan pada tabel berikut:

Tabel 1
Prosedur Pemilihan Sampel

No	Keterangan	Total Perusahaan	Total Data
1	Perusahaan non keuangan yang konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak 1 Januari 2011 sampai 31 Desember 2013	346	1038
2	Perusahaan non keuangan yang tidak menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember	(6)	(18)
3	Perusahaan non keuangan yang tidak menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang rupiah (Rp)	(65)	(195)
4	Perusahaan non keuangan yang tidak memperoleh laba bersih konsisten selama tahun 2011 sampai 2013	(79)	(237)
5	Perusahaan non keuangan yang melakukan <i>share split</i> selama tahun 2011 sampai 2013	(30)	(90)
6	Perusahaan non keuangan yang tidak memiliki kelengkapan data <i>closing price</i> saham bulanan	(6)	(18)

tahun 2011 sampai 2013 yang tersedia di www.idx.co.id

Total data sebelum <i>outlier</i>	160	480
Data <i>outlier</i>		(43)
Total data setelah <i>outlier</i> yang digunakan dalam penelitian		437

Sumber: Hasil pengumpulan data

Struktur Modal

Menurut Saleem *et al.* (2013), struktur modal dapat diukur dengan menggunakan *leverage ratio*. *Leverage ratio* yang digunakan adalah perbandingan antara total hutang dan total aset, perbandingan tersebut bertujuan untuk mengetahui seberapa besar aset perusahaan yang dibiayai oleh hutang. Skala yang digunakan dalam variabel ini adalah skala rasio. Struktur modal akan diwakilkan dengan notasi SM dan dapat dijabarkan dengan rumus:

$$SM = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

Struktur Aset

Saleem *et al.* (2013) menggunakan istilah *Asset Tangibility*, yang berarti aset perusahaan yang memiliki wujud fisik. Struktur aset akan mengukur perbandingan antara aset tetap dengan total aset perusahaan. Variabel ini menggunakan skala rasio dan diwakili oleh notasi SA, dengan rumus sebagai berikut:

$$SA = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam suatu periode tertentu (Seftianne dan

Handayani 2011). Skala yang digunakan dalam variabel ini adalah skala rasio. Menurut Saleem *et al.* (2013) profitabilitas dapat diukur dengan *Return on Assets* (ROA), dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Pertumbuhan Aset

Pertumbuhan aset adalah persentase perubahan aset perusahaan dibandingkan dengan tahun sebelumnya (Saleem *et al.* 2013). Variabel ini diukur dengan skala rasio. Pertumbuhan aset diwakili notasi PA, diukur dengan perubahan (baik peningkatan maupun penurunan) total aset yang dimiliki perusahaan dengan rumus:

$$PA = \frac{\text{Aset}_{t} - \text{Aset}_{t-1}}{\text{Aset}_{t-1}}$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan. Menurut Saleem *et al.* (2013) ukuran perusahaan dapat diukur dengan logaritma dari total penjualan. Skala yang digunakan dalam variabel ini adalah skala rasio. Ukuran perusahaan akan diberikan notasi SIZE, dengan rumus sebagai berikut:

$$SIZE = \text{Log of Sales}$$

Tingkat Likuiditas

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aset lancarnya. Menurut Sheikh dan Wang (2011) tingkat likuiditas diukur dengan melihat perbandingan antara aset lancar terhadap liabilitas lancar. Variabel ini diukur dengan skala rasio dan diwakili oleh notasi CR, dengan rumus:

$$CR = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Liabilitas Lancar}}$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Seftianne dan Handayani 2011). Pihak manajemen yang dimaksud adalah komisaris dan direksi (Indahningrum dan Handayani 2009). Kepemilikan manajerial menggunakan skala rasio dan diwakili oleh notasi KM. Menurut Fauzi *et al.* (2013) kepemilikan manajerial dapat diukur dengan persentase kepemilikan modal orang dalam (*insiders*) perusahaan, atau secara matematis dapat dijabarkan dengan rumus:

$$KM = \frac{\text{Kepemilikan Manajerial}}{\text{Total Kepemilikan Saham}}$$

Risiko Bisnis

Risiko bisnis merupakan ketidakpastian yang dihadapi oleh perusahaan dalam menjalani usahanya (Saidi 2004 dalam Seftianne dan Handayani 2011). Salah satu cara bagi investor untuk

menilai tingkat ketidakpastian suatu perusahaan ialah dengan melihat fluktuasi tingkat pengembalian investasi yang mereka tanamkan. Menurut Wimelda dan Marlinah (2013) risiko bisnis dapat diukur dengan menggunakan standar deviasi *return* saham secara bulanan selama satu tahun. Skala yang digunakan adalah skala rasio dengan rumus sebagai berikut:

$$RISK = STD \text{ Return Saham}$$

Rumus untuk *return* saham:

$$Return = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan:

$P_{i,t}$ *Closing Price* bulanan pada bulan t

$P_{i,t-1}$ *Closing Price* bulanan pada bulan t-1

STD Standar Deviasi

Non-debt Tax Shield

Non-debt tax shield adalah manfaat pajak yang diperoleh dari kegiatan selain penggunaan hutang. Menurut Umer (2014) *non-debt tax shield* dapat diukur dengan perbandingan antara *depreciation* dengan *total assets*. Skala yang digunakan dalam variabel ini ialah skala rasio yang dapat dijabarkan dengan rumus:

$$NDTS = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Total Aset}}$$

Teknik analisis data dalam penelitian ini adalah metode regresi berganda. Model regresi yang diuji adalah sebagai berikut:

$$SM = \alpha + \beta_1 SA + \beta_2 ROA + \beta_3 PA + \beta_4 SIZE + \beta_5 CR + \beta_6 KM + \beta_7 RISK + \beta_8 NDTs + \varepsilon$$

Keterangan:

SM Struktur Modal

α Konstanta

$\beta_1 - \beta_8$ Koefisien regresi

SA Struktur Aset

ROA

Profitabilitas

PA

Pertumbuhan Aset

SIZE

Ukuran Perusahaan

CR

Tingkat Likuiditas

KM

Kepemilikan Manajerial

RISK

Risiko Bisnis

NDTS

Non-debt Tax Shield

ε

Besarnya nilai residual

HASIL PENELITIAN

Hasil pengolahan statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SM	437	0,07068	0,88090	0,44739	0,18406
SA	437	0,00226	1,43530	0,45794	0,32392
ROA	437	0,00092	0,28635	0,07141	0,05506
PA	437	-0,71973	3,61113	0,21428	0,31031
SIZE	437	10,14388	13,76142	12,10310	0,73116
CR	437	0,24050	11,74282	2,22138	1,65282
KM	437	0,00000	0,15535	0,01052	0,02673
RISK	437	0,00000	0,56058	0,13328	0,08494
NDTS	437	0,00011	0,08269	0,02517	0,01832

Sumber: Output data SPSS 19

Tabel 3
Hasil Uji t

Model	B	t	Sig.	Keterangan
1 (Constant)	-	-0,937	0,349	
Struktur Aset	0,119	-3,891	0,000	H_{a1} diterima
Profitabilitas	0,115	-7,051	0,000	H_{a2} diterima
Pertumbuhan Aset	0,982	2,110	0,035	H_{a3} diterima
Ukuran Perusahaan	0,046	6,152	0,000	H_{a4} diterima
Tingkat Likuiditas	0,063	-	0,000	
Kepemilikan Manajerial	0,048	10,612		H_{a5} diterima
Risiko Bisnis	0,173	0,671	0,503	H_{a6} tidak diterima
<i>Non-Debt Tax Shield</i>	-	-0,208	0,835	H_{a7} tidak diterima
	0,017			
	0,900	1,716	0,087	H_{a8} tidak diterima

Sumber: Output data SPSS 19

$R = 0,653$; $Adjusted R^2 = 0,416$; $F = 39,767$; $sig = 0,000$

Tabel 3 menunjukkan bahwa variabel struktur aset memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 dimana nilainya lebih kecil dari 0,05, yang berarti variabel struktur aset memiliki pengaruh terhadap variabel struktur modal. Oleh karena itu hipotesis pertama (H_{a1}) dapat diterima. Variabel struktur aset memiliki nilai koefisien -0,115, artinya variabel struktur aset memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar struktur aset yang dimiliki perusahaan maka semakin kecil struktur modalnya, begitu pula sebaliknya. Hasil tersebut didukung oleh *pecking order theory*, dimana perusahaan dengan struktur aset yang besar biasanya memiliki informasi asimetris yang rendah, sehingga terdapat kecenderungan untuk menerbitkan saham karena biayanya lebih murah. Selain itu menurut *agency theory*, hutang juga dapat digunakan sebagai alat pengendali bagi manajer agar mereka tidak melakukan tindakan oportunistik dalam menggunakan aset perusahaan. Dengan demikian perusahaan dengan struktur aset yang kecil cenderung akan menggunakan hutang lebih banyak.

Variabel profitabilitas memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05, yang berarti variabel profitabilitas memiliki pengaruh terhadap variabel struktur modal. Oleh karena itu hipotesis kedua (H_{a2}) dapat diterima. Variabel profitabilitas memiliki nilai koefisien -0,982, yang berarti

variabel profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap variabel struktur modal. Hal ini menunjukkan semakin besar profitabilitas perusahaan semakin kecil struktur modalnya, begitupun sebaliknya. Hasil tersebut sesuai dengan *pecking order theory* yang mengasumsikan bahwa perusahaan akan memilih menggunakan pendanaan internalnya terlebih dahulu, dibanding menggunakan pendanaan eksternal. Salah satu sumber pendanaan internal tersebut ialah dengan menggunakan laba ditahan. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi, cenderung memiliki struktur modal yang lebih kecil.

Variabel pertumbuhan aset memiliki nilai signifikansi sebesar 0,035 yang lebih kecil dari 0,05, yang berarti variabel pertumbuhan aset memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Oleh karena itu hipotesis ketiga (H_{a3}) dapat diterima. Variabel pertumbuhan aset memiliki nilai koefisien 0,046, yang berarti variabel pertumbuhan aset memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Artinya semakin besar pertumbuhan aset perusahaan maka semakin besar struktur modalnya, begitupun sebaliknya. Perusahaan dengan pertumbuhan aset yang besar, akan membutuhkan dana yang besar. Sesuai dengan *pecking order theory*, apabila semua faktor diasumsikan tetap (*ceteris paribus*), untuk dapat mengimbangi biaya pertumbuhan tersebut alternatif utama yang akan

diambil perusahaan adalah dengan menggunakan hutang.

Variabel ukuran perusahaan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05, yang berarti variabel profitabilitas memiliki pengaruh terhadap variabel struktur modal. Oleh karena itu hipotesis keempat (H_{a4}) dapat diterima. Variabel ukuran perusahaan memiliki nilai koefisien sebesar 0,063 yang berarti variabel profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap variabel struktur modal. Artinya semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar struktur modalnya, begitupun sebaliknya. Perusahaan besar memiliki kemampuan untuk mendiversifikasi risiko sehingga dapat memenuhi kewajiban kontraktualnya tepat waktu, dimana hal itu akan memancing kreditor untuk memberikan pinjaman, selain itu perusahaan akan mendapatkan manfaat pajak yang didapat dari penggunaan hutang. Dengan demikian perusahaan besar akan cenderung menggunakan hutang yang lebih banyak.

Variabel tingkat likuiditas memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05, yang berarti variabel profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap variabel struktur modal. Oleh karena itu hipotesis kelima (H_{a5}) dapat diterima. Variabel tingkat likuiditas memiliki nilai koefisien sebesar -0,048, artinya variabel profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap variabel struktur modal. Hal ini berarti semakin besar tingkat likuiditas perusahaan maka semakin kecil struktur modalnya, begitupun sebaliknya. Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi

menunjukkan bahwa perusahaan memiliki dana yang cukup yang dapat digunakan untuk membiayai aktivitas perusahaan, sehingga penggunaan hutang dalam struktur modal akan sedikit.

Variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai signifikansi sebesar 0,503 yang lebih besar dari 0,05, yang berarti variabel kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal, sehingga hipotesis keenam (H_{a6}) tidak dapat diterima. Hal ini dimungkinkan karena rata-rata kepemilikan manajerial hanya sekitar 1.805%, sehingga persentase kepemilikan manajerial dalam perusahaan masih sangat rendah apabila dibandingkan dengan kelompok pemegang saham lainnya. Oleh karena itu keputusan struktur modal perusahaan tidak tergantung kepada kepemilikan manajerial.

Variabel risiko bisnis memiliki nilai signifikansi sebesar 0,835 yang lebih besar dari 0,05, artinya variabel risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Oleh karena itu hipotesis ketujuh (H_{a7}) tidak dapat diterima. Hal tersebut dimungkinkan karena perusahaan dengan risiko yang tinggi seharusnya meminimalkan penggunaan hutang untuk meminimalisir risikonya. Di sisi lain perusahaan dengan risiko yang tinggi akan mendorong investor *risk seeker* untuk memberikan dana karena adanya anggapan *high risk, high return*, sehingga perusahaan dengan risiko yang tinggi kemungkinan akan menggunakan hutang lebih banyak. Oleh sebab itu tingkat risiko bisnis tidak bisa menjadi tolak ukur yang pasti dalam

penentuan struktur pendanaan perusahaan.

Variabel *non-debt tax shield* memiliki nilai signifikansi sebesar 0.087 yang lebih besar dari 0,05, yang berarti variabel *non-debt tax shield* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal, sehingga hipotesis pertama (H_{a8}) tidak dapat diterima. Hal tersebut dimungkinkan karena adanya aturan perpajakan yang ketat mengenai metode penyusutan yang diperbolehkan dalam perhitungan pajak, sehingga perusahaan yang meskipun mendapatkan manfaat pajak selain dari penggunaan hutang akan tetap menggunakan hutang agar memperoleh manfaat pajak maksimum.

PENUTUP

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, maka peneliti dapat menyimpulkan bahwa struktur aset, profitabilitas, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan dan tingkat likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal. Kepemilikan manajerial, risiko bisnis, dan *non-debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

REFERENSI:

- Adhegaonkar, Vikas dan R. M. Indi. 2012. Determinants of capital structure: A Case of Indian chemical industry. *International Journal of Marketing and Technology*, Vol. 2, No. 10, Oktober 2012, hlm. 130-136.
- Alzomaia, Turki SF. Capital Structure Determinants of Publicly Listed Companies in Saudi Arabia. *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 8, No. 2, 2014, hlm. 53-67.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu periode penelitian relatif pendek karena data penelitian yang digunakan hanya selama tiga tahun, yaitu dari tahun 2011 sampai dengan 2013. Variabel independen yang diteliti hanya terbatas pada struktur aset, profitabilitas, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, tingkat likuiditas, kepemilikan manajerial, risiko bisnis dan *non-debt tax shield*, sedangkan masih banyak faktor-faktor lainnya yang dapat mempengaruhi struktur modal. Terdapat 2 variabel yang memiliki masalah heterokedastisitas yaitu profitabilitas dan pertumbuhan aset.

Rekomendasi yang dapat diberikan penulis bagi penelitian selanjutnya adalah periode penelitian ditambah agar sampel menjadi lebih banyak sehingga memberikan hasil penelitian yang lebih akurat,. Melakukan penambahan variabel lainnya yang diharapkan memiliki pengaruh terhadap struktur modal seperti dividen, umur perusahaan, *free cash flow*. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengatasi masalah heterokedastisitas yang terjadi.

- Berzkalne, Irina. 2013. Determinants of Capital Structure: Evidence from the Baltic Countries. *The Journal of American Academy of Business, Cambridge*, Vol. 19, No. 1, September 2013, hlm. 173-180.
- Damayanti. 2013. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Peluang Bertumbuh dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Perspektif Bisnis*, Vol.1, No.1, Juni 2013, hlm. 17-32.
- Fauzi, Fitriya, Abdul Basyith dan Muhammad Idris. 2013. The Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of New Zealand-Listed Firms. *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 5, No. 2, 2013.
- Finky, Ung Victoria, Liliana Inggrit Wijaya dan Endang Ernawati. 2013. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Industri Property dan Real Estate yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, Vol. 2, No. 2, 2013.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21 Update PLS Regresi*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gitman, J. Lawrence dan Chad J. Zutter. 2012. *Principles of Managerial Finance: Global Edition 13th edition*. Pearson Higher Ed USA.
- Hardiningsih, Pancawati dan Rachmawati Meita Oktaviani. 2012. Determinan Kebijakan Hutang (dalam *Agency Theory* dan *Pecking Order Theory*). *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, Vol. 1, No. 1, Mei 2012, hlm. 11 - 24.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 3, Desember 2009, hlm. 189-207.
- Indriani, Astiwi dan Endang Tri Widyarti. Penentu-Penentu Struktur Modal Perusahaan yang Sahamnya Masuk *Jakarta Islamic Index*. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 4, No. 1, 2013, hlm. 59-68
- Joni dan Lina. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12, No.2, Agustus 2010, hlm. 81-96.
- Liem, Jemmi Halim., Werner R. Murhadi, dan Bertha Silvia Sutejo. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri *Consumer Goods* yang Terdaftar di BEI Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, Vol. 2, No. 1, 2013, hlm. 1-11.
- Maftukhah, Ida. 2013. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kinerja Keuangan Sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 4, No. 1, 2013, hlm. 69-81.
- Murhadi, Ria Werner. 2011. Determinan Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 13, No. 2, September 2011, hlm. 91-98.
- Priyatno, Dwi. 2009. *Mandiri Belajar SPSS untuk Analisis Data dan Uji Statistik*. Jakarta: Mediakom.
- Qayyum, Sobia. 2013. Determinants of capital structure: An empirical study of Cement industry of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 4, No. 11, Maret 2013, hlm. 784-795.
- Ridloah, Siti. 2010. Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empirik Pada Perusahaan Multifinansial. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 1, No. 2, 2010, hlm. 144-153.

- Saleem, Faiza., Bisma Rafique, Qaiser Mehmood, Muhammad Irfan, Rabia Saleem, Sidra Tariq, dan Ghazala Akram. 2013. The Determination of Capital Structure of Oil and Gas Firms Listed on Karachi Stock Exchange in Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 4, No.9, Januari 2013, hlm. 225-235.
- Santoso, Singgih. 2002. *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Sebayang, Minda Muliana dan Pasca Dwi Putra. 2013. Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2007). *Jurnal Bina Akuntansi IBBI*, Vol. 19, No.2, Juni 2013.
- Seftianne dan Ratih Handayani. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No. 1, April 2011, hlm. 39-56.
- Sekaran, Uma dan Roger Bougie. 2013. *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach, 6th edition*. WILEY.
- Setiana, Esa. 2012. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, Vol. 4, No. 3, November 2012, hlm. 194-204.
- Sheikh, Nadeem Ahmed dan Zongjun Wang. 2011. Determinants of capital Structure an Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance*, Vol. 37, No. 2, 2011, hlm. 117-133.
- Subramanyam K.R. dan John J. Wild. 2009. *Financial Statement Analysis 10th edition*. McGraw-Hill Higher Education.
- Umer, Usman Muhammed. 2014. Determinants of capital Structure: Empirical Evidence from Large Taxpayer Share Companies in Ethiopia. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 6, No. 1, 2014, hlm. 53-65.
- Weygandt, Jerry J., Paul D. Kimmel, dan Donald E. Kieso. 2013. *Financial Accounting IFRS Edition: 2nd Edition*. John Wiley & Sons, Inc.
- Wimelda, Linda dan Aan Marlinah. 2013. Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan. *Media Bisnis*, Edisi Khusus November, hlm. 200-213.