

PENGARUH KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERMASUK DALAM DAFTAR EFEK SYARIAH

IGNES JANUAR CAHYADI

STIE Trisakti
ignes@dosen.stietrisakti.ac.id

Abstract: *The purpose of this research is to analyze the influence of firm size, profitability, firm growth, assets structure, tax paid, safety consideration, and business risk toward capital structure and to analyze the influence of business risk toward capital structure with managerial ownership as moderating variable, among manufacturing companies included in the List of Islamic Securities. The samples in this research are all of the manufacturing companies included in the List of Islamic Securities, in the period 2010 until 2012. Only 50 companies meet the criteria and taken as samples. The samples of this research collected using purposive sampling and this research used multiple regression analysis to test the hypothesis. The conclusion of this research shows that firm size, firm growth, assets structure, safety consideration influence capital structure in the positive sign while profitability and business risk influence capital structure in the negative sign. On the other hand, tax paid do not influence capital structure. This research also show that managerial ownership has proven as moderating variable that strengthens the negative effect of business risk toward capital structure.*

Keywords: firm size, profitability, firm growth, assets structure, tax paid, safety consideration, business risk, managerial ownership, capital structure

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, struktur aset, *tax paid*, *safety consideration*, dan risiko bisnis terhadap struktur modal dan untuk menganalisa pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan manufaktur yang termasuk dalam daftar efek syariah. Sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang termasuk dalam daftar efek syariah selama tahun 2010 sampai 2012. hanya 50 perusahaan yang memenuhi kriteria dan dipilih sebagai sampel penelitian. pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* dan penelitian ini menggunakan regresi berganda untuk menguji hipotesis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aset,

safety consideration, berpengaruh positif terhadap struktur modal sementara profitabilitas dan risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sementara *tax paid* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. penelitian ini juga menunjukkan kepemilikan manajerial merupakan variabel pemoderasi yang memperkuat pengaruh negatif risiko bisnis terhadap struktur modal.

Kata kunci: ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, struktur aset, *tax paid*, *safety consideration*, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, struktur modal

PENDAHULUAN

Perkembangan ekonomi global memicu persaingan usaha yang semakin ketat antar setiap perusahaan di dunia. Untuk dapat tetap menjaga kelangsungan hidupnya, perusahaan dituntut untuk dapat menciptakan dan menggunakan strategi yang dapat memaksimalkan fungsi-fungsi manajemennya, baik produksi, pemasaran, sumber daya manusia, dan keuangan. Elemen penting dalam suatu perusahaan terkait dengan fungsi keuangan adalah kapital atau modal. Setiap usaha selalu membutuhkan modal untuk melanjutkan kegiatannya sehingga setiap perusahaan harus mampu menentukan secara tepat komposisi modal yang diperlukan untuk tetap dapat mempertahankan kelangsungan hidupnya. Sumber dana perusahaan terbagi menjadi dua, yaitu dana yang berasal dari internal (laba ditahan) dan eksternal.

Sumber dana eksternal adalah dana yang berasal dari pemegang saham (ekuitas) dan dana yang berasal dari kreditur (debt). Salah satu tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran atau kesejahteraan pemilik perusahaan (Gitman, 2012). Secara sederhana, kesejahteraan pemilik perusahaan tercermin pada harga saham perusahaan tersebut. Dalam menjalankan perusahaannya, pemegang saham melimpahkan tugas tersebut kepada pihak lain, yaitu manajer. Secara singkat, dapat dikatakan bahwa tujuan utama suatu perusahaan, dan tentu saja menjadi tujuan utama manajer sebagai pengelola

perusahaan, adalah memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan atau memaksimalkan harga saham perusahaan. Salah satu cara untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah melalui pengelolaan komposisi modal perusahaan yang cermat.

Bokpin dan Arko (2009) menyatakan bahwa manajer harus mempertimbangkan dengan baik manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Setiap sumber pendanaan memiliki konsekuensi dan karakteristik yang berbeda yang harus disesuaikan dengan kondisi perusahaan sehingga tidak memberikan konsekuensi yang merugikan bagi kelangsungan hidup perusahaan. Analisis terhadap kondisi perusahaan dapat dilakukan dengan memahami kekuatan dan kelemahan perusahaan.

Biaya modal yang timbul dari keputusan pendanaan perusahaan merupakan konsekuensi yang secara langsung timbul dari keputusan yang dilakukan manajer keuangan. Ketika manajer menggunakan hutang, jelas biaya modal yang timbul sebesar biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur, sedangkan jika manajer menggunakan dana internal atau dana sendiri akan timbul opportunity cost dari dana atau modal sendiri yang digunakan. Perusahaan harus membuat pertimbangan mengenai komposisi modal yang optimal dan pertimbangan tersebut akan menghasilkan sebuah keputusan struktur modal atau keputusan pendanaan. Keputusan struktur modal merupakan keputusan keuangan yang berkaitan dengan kombinasi hutang dan ekuitas

dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan (Elim dan Yusfarita, 2010).

Teori Miller dan Modigliani

Miller dan Modigliani (1958) dalam Mouamer (2011) menyatakan bahwa nilai perusahaan yang memiliki hutang dengan perusahaan yang tidak memiliki hutang adalah sama. Artinya, berapapun hutang perusahaan, nilai perusahaan akan tetap. Teori ini dikenal pula dengan sebutan *capital structure irrelevance* yang mengandung pengertian bahwa tidak ada struktur modal yang optimal. Inti dari teori yang dikembangkan oleh Miller dan Modigliani (1958) adalah pemilihan komponen hutang ataupun ekuitas dalam struktur modal perusahaan tidak memiliki pengaruh yang material terhadap nilai perusahaan. Teori ini memiliki kelemahan karena menggunakan beberapa asumsi yang tidak sesuai dengan kenyataan yang ada. Asumsi yang digunakan adalah *perfect capital market*, *symmetric information*, tidak ada pajak dan tidak ada biaya transaksi.

Trade-off Theory

Trade-off theory mengemukakan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil keputusan rasional dengan mempertimbangkan biaya dan manfaat penggunaan hutang. Manajer berusaha memaksimalkan nilai perusahaan melalui rasio hutang optimal, dimana nilai marjin keuntungan penerbitan hutang dapat menutupi semua biaya yang dikeluarkan untuk menerbitkan hutang (Myers, 2001 dalam Seppa, 2008). Teori ini didasarkan pada tiga elemen keuangan yaitu *tax shield*, *bankruptcy costs* dan *agency costs* (Viviani, 2008). Peningkatan jumlah hutang perusahaan akan mengurangi kewajiban pajak yang harus dibayarkan melalui pengurangan biaya bunga pada saat menghitung *earnings before tax* perusahaan. Biaya kebangkrutan terdiri dari biaya langsung dan tidak langsung. Biaya langsung berkaitan dengan administrasi proses kebangkrutan

seperti biaya hukum, dan biaya tidak langsung berkaitan dengan pengurangan kepercayaan penyedia dana dan penurunan nilai perusahaan. Semakin banyak hutang yang digunakan, maka semakin tinggi *bankruptcy costs* perusahaan tersebut. *Agency cost* pada teori ini merupakan biaya keagenan yang muncul dari hubungan agen dan *debtholders*. Peningkatan jumlah hutang yang digunakan oleh perusahaan akan meningkatkan biaya pengawasan oleh *debtholders* untuk menjamin bahwa pokok hutang dan bunganya dapat dibayarkan tepat waktu oleh perusahaan.

Pecking Order Theory

Teori ini berusaha menjelaskan mengenai urutan preferensi perusahaan dalam keputusan pendanaannya. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal atau berasal dari hasil operasi perusahaan (laba ditahan), dan apabila pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan cenderung memilih untuk menggunakan hutang jangka panjang dibandingkan penerbitan saham baru (Cosh dan Hughes 1994 dalam Benkraiem dan Gurau 2013). Strategi pendanaan berdasarkan pada *pecking order theory* memungkinkan manajemen untuk menjaga dan memelihara kemandirian pengelolaan dan pengendalian perusahaan karena sedikit melibatkan pihak eksternal (Jordan *et al.* 1998 dalam Bopkin dan Arko 2009). Mayangsari (2001) menyatakan bahwa *pecking order theory* mendasarkan pemilihan sumber pendanaan sesuai dengan urutan risiko, yaitu laba ditahan, hutang dan terakhir penerbitan ekuitas.

Ukuran Perusahaan dan Struktur Modal

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. Besar kecilnya perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula kesempatan melakukan investasi dan memperoleh akses sumber dana. Ukuran perusahaan yang besar akan memudahkan perusahaan dalam memperoleh pendanaan karena pada umumnya mereka memiliki fleksibilitas dan aksesibilitas yang tinggi melalui pasar modal (Tomasila, 2009). Perusahaan besar akan memiliki *lower cost of borrowing* yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal inilah yang menyebabkan perusahaan besar memiliki hutang yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil (Chen dan Hammes 2003 dalam Indrawati dan Suhendro 2006). Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis yang diambil adalah :

H₁ Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Profitabilitas dan Struktur Modal

Pada *pecking order theory* dikemukakan bahwa terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dan hutang perusahaan. Mayangsari (2001) menyatakan bahwa pada perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan mendasarkan pemilihan sumber pendanaan sesuai dengan urutan risiko, yaitu laba ditahan, hutang dan terakhir penerbitan ekuitas. Perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik akan meminjam uang yang lebih sedikit walaupun mempunyai kesempatan untuk meminjam lebih banyak. Hal ini terjadi bukan karena perusahaan tersebut mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi disebabkan karena perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal (Tomasila 2009). Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis yang diambil adalah

H₂ Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Pertumbuhan Penjualan dan Struktur Modal

Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal berupa hutang jangka panjang, dikarenakan modal yang berasal dari internal perusahaan (laba ditahan) tidak cukup untuk menopang tingkat pertumbuhan tersebut (Firnanti 2011). Menurut Brigham dan Erhardt (2005) dalam Tomasila (2009), perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan bergantung pada modal eksternal dikarenakan dana internal perusahaan tidak mencukupi untuk mendukung pertumbuhannya yang tinggi, lebih lanjut *floating cost* untuk mengeluarkan saham lebih tinggi jika dibandingkan dengan mengeluarkan obligasi. Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis yang diambil adalah

H₃ Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Struktur Aset dan Struktur Modal

Struktur aset berhubungan dengan jumlah kekayaan yang dapat dijadikan jaminan perusahaan. Perusahaan yang memiliki struktur aset yang baik akan cenderung menggunakan hutang lebih banyak daripada perusahaan yang strukturasetnya buruk. Hal ini sejalan dengan pernyataan dalam *trade-off theory*, yang mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki struktur aset yang baik akan memilih *high target debt ratio* (Dincergok dan Yalciner, 2011). Perusahaan yang memiliki jumlah kekayaan yang tinggi sebagai jaminan perusahaan akan lebih mudah memperoleh dana dari pihak eksternal, terutama hutang jangka panjang. Kreditur akan lebih percaya dan memilih mendanai perusahaan yang memiliki struktur aset yang baik karena tingkat keamanan yang lebih tinggi. Tingkat keamanan ini tercermin dalam suatu hal perusahaan mengalami gagal bayar, maka jaminan dari aset perusahaan dapat digunakan untuk mengembalikan dana pinjaman dari kreditur tersebut. Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis yang diambil adalah:

H₄ Struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Tax Paid dan Struktur Modal

Sesuai dengan *trade-off theory*, terdapat hubungan positif antara beban pajak dengan debt ratio perusahaan. Perusahaan yang memiliki jumlah beban pajak yang tinggi diharapkan dapat mempergunakan hutang dalam jumlah yang lebih besar dibandingkan pendanaan lainnya untuk mendapatkan keuntungan penghematan pajak (Karadeniz *et al.* 2009). Penghematan terjadi ketika perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan, maka timbul suatu konsekuensi bahwa perusahaan harus membayar prinsipal hutang tersebut beserta beban bunga. Pembayaran beban bunga ini akan mengurangi penghasilan kena pajak perusahaan. Konsep inilah yang menarik bagi perusahaan yang memiliki tingkat pembayaran pajak yang tinggi untuk memilih sumber pendanaan hutang dalam jumlah yang tinggi pula. Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis yang diambil adalah:

H₅ *Tax paid* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Safety Consideration dan Struktur Modal

Safety consideration menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar bunga pinjamannya kepada kreditur dengan menggunakan pendapatan operasionalnya. Risiko dari penggunaan hutang oleh perusahaan adalah biaya bunga yang harus dibayarkan setiap periodenya sebagai imbal hasil atas dana yang dipinjamkan kepada debitur (Sarma *et al.* 2010). Perusahaan yang berencana untuk menggunakan pendanaan hutang dalam jumlah yang tinggi harus mempertimbangkan kemampuannya untuk membayar bunga atas pinjaman yang diterimanya. Apabila perusahaan memiliki kemampuan membayar bunga yang tinggi, maka perusahaan dapat menggunakan pendanaan dengan hutang dalam jumlah yang

tinggi pula karena tingkat gagal bayar bunga relatif kecil. Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis yang diambil adalah:

H₆ *Safety Consideration* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Risiko Bisnis dan Struktur Modal

Risiko bisnis merupakan salah satu risiko yang dihadapi oleh perusahaan ketika menjalankan kegiatan operasinya (Gitman, 2012), yaitu kemungkinan ketidakmampuan perusahaan untuk mendanai kegiatan operasionalnya. Tingkat risiko bisnis suatu perusahaan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan struktur biaya operasionalnya. Perusahaan yang menghasilkan laba berfluktuasi setiap periodenya menunjukkan bahwa perusahaan tersebut tidak mempunyai kepastian untuk mengumpulkan dana yang akan digunakan untuk pembayaran hutang setiap periodenya. Pada *trade-off theory*, *target debt ratio* dari setiap perusahaan akan berbeda-beda, perusahaan yang tidak mempunyai risiko tinggi akan lebih memilih *high target debt ratio*, sementara perusahaan yang berisiko tinggi akan lebih memilih pendanaan selain hutang atau *low target debt ratio* (Dincergok dan Yalciner 2011). Perusahaan dengan fluktuasi laba yang tinggi tersebut akan menyadari bahwa penggunaan hutang akan penuh dengan risiko dan akan kurang menguntungkan apabila dibandingkan dengan ekuitas, sehingga perusahaan akan lebih memilih menggunakan ekuitas untuk memenuhi pendanaan perusahaan guna menghindari *financial distress* (Seftianne dan Handayani 2011). Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis yang diambil adalah:

H₇ Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Kepemilikan Manajerial memoderasi pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal

Menurut Wuryaningsih (2004), manajemen sebagai pengelola perusahaan akan lebih menyukai pendanaan perusahaan selain

hutang karena manajemen memiliki sifat yang tidak menyukai risiko (*risk adverse*). Semakin tinggi kepemilikan oleh manajemen maka manajer akan semakin menjadi *risk adverse*, artinya dengan meningkatkan kepemilikan oleh manajer akan menyebabkan mereka semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik, karena mereka ikut mengganggu konsekuensi dari setiap pengambilan keputusannya. Adanya hutang dalam jumlah tinggi akan membuat tugas manajemen dalam menjalankan perusahaan semakin berat, karena manajemen harus menyediakan dana yang akan digunakan untuk pembayaran bunga dan cicilan pinjaman setiap periodenya disaat kondisi perusahaan

yang tidak dapat menghasilkan laba secara konsisten. Kepemilikan manajerial akan memperbesar kemungkinan penggunaan hutang yang lebih rendah pada perusahaan yang memiliki risiko tinggi. Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis yang diambil adalah:
 H₈ Kepemilikan manajerial memperkuat pengaruh negatif risiko bisnis terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 131 dengan prosedur pemilihan sampel disajikan sebagai berikut:

Tabel 1
Prosedur Pemilihan Sampel

Keterangan	Perusahaan	Data
Perusahaan manufaktur yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah secara konsisten dari tahun 2010 - 2012	61	183
Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan pada tanggal 31 Desember	(1)	(3)
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang asing	(10)	(30)
Total perusahaan sampel sebelum uji outlier	50	150
Total data yang dikeluarkan karena uji outlier		(19)
Total data yang digunakan dalam penelitian		131

Struktur Modal

Menurut Hanafi dan Halim (2009:210), rasio hutang (*debt ratio*) dapat digunakan untuk mengukur besarnya hutang jangka panjang dalam struktur modal suatu perusahaan. *Long Term Debt to Equity Ratio* merupakan salah satu jenis pengukuran untuk mengetahui perbandingan besarnya hutang jangka panjang dengan ekuitas dalam struktur modal perusahaan. Rasio ini digunakan dalam beberapa penelitian mengenai struktur modal perusahaan, seperti pada penelitian

Sukmaningtyas dan Asakdiyah (2010) dan Dwiwinarno (2010). Pengukuran variabel dependen ini menggunakan skala rasio.

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

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini mengandung pengertian sebagai ukuran kemampuan finansial perusahaan pada periode

tertentu. Mengacu pada penelitian Benkraiem dan Guaru (2013), ukuran perusahaan diproksikan dengan *natural logaritma* (\ln) dari total penjualan. Pengukuran ukuran perusahaan yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$\text{SIZE} = \ln(\text{total penjualan})$$

Profitabilitas

Profitabilitas adalah suatu ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam suatu periode tertentu (Hanafi dan Halim 2009:76). Mengacu pada penelitian Benkraiem dan Gurau (2013), profitabilitas perusahaan diproksikan dengan rasio untuk mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan memanfaatkan aset yang dimilikinya. Laba yang dimaksud akan diukur dengan menggunakan EVA dan mengacu pada penelitian Shidiq (2012). EVA mengukur nilai tambah yang dihasilkan dari sebuah perusahaan dengan memperhitungkan keseluruhan biaya modal yang timbul dari investasi perusahaan. Semakin tinggi nilai EVA, artinya tingkat profitabilitas perusahaan semakin baik karena dapat menghasilkan laba ekonomis yang semakin tinggi. Pengukuran profitabilitas yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$\text{PROF} = \frac{\text{EVA}}{\text{Total Aset}}$$

$$\text{EVA} = (\text{NOPAT} - \text{Capital Charge})$$

$$\text{NOPAT} = \text{Net Operating Profit After Tax}$$

$$\text{Capital Charge} = \text{WACC} \times \text{Invested Capital}$$

$$\text{Invested Capital} = (\text{Total Hutang} + \text{Ekuitas}) - \text{Hutang Jangka Pendek}$$

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \text{Weighted Average Cost of Capital} \\ &= [(D \times rd) (1 - \text{Tax}) + (E \times re)] \end{aligned}$$

Tingkat modal dari hutang (D) =

$$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Hutang dan Ekuitas}} \times 100\%$$

Tingkat modal dari ekuitas (E) =

$$\frac{\text{Total Ekuitas}}{\text{Total Hutang dan Ekuitas}} \times 100\%$$

$$\text{Cost of Debt (rd)} = \frac{\text{Beban Bunga}}{\text{Total Hutang}} \times 100\%$$

Cost of Equity (re) =

$$\frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Tax =

$$\frac{\text{Beban Pajak}}{\text{Laba Bersih sebelum Pajak}} \times 100\%$$

Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan menunjukkan seberapa besar perkembangan perusahaan setiap periodenya. Mengacu pada penelitian Benkraiem dan Gurau (2013), pertumbuhan penjualan diproksikan dengan perubahan pendapatan penjualan. Pengukuran pertumbuhan penjualan yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$\text{GROWTH} = \frac{\text{Net Sales}_t - \text{Net Sales}_{(t-1)}}{\text{Net Sales}_{t-1}}$$

Struktur Aset

Struktur aset menggambarkan besarnya aset yang dapat dijamin perusahaan sebagai kolateral ketika perusahaan melakukan pinjaman kepada pihak kreditur. Struktur aset merupakan proporsi aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Mengacu pada penelitian Benkraiem dan Gurau (2013), struktur aset diproksikan dengan *fixed assets ratio* (FAR). Pengukuran struktur aset yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

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

Tax Paid

Tax paid merupakan besar kecilnya jumlah pajak yang dibayarkan oleh perusahaan dalam suatu periode. Mengacu pada penelitian Karadeniz *et al* (2009), *tax paid* diprosikan dengan rasio *tax expense to earning before taxes*. Pengukuran *tax paid* yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$TAX = \frac{\text{Tax Expense}}{EBT}$$

Safety Consideration

Safety consideration menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar bunga pinjamannya kepada kreditur dengan menggunakan pendapatan operasionalnya. Mengacu pada penelitian Sarma *et al* (2010), *safety consideration* diprosikan dengan rasio *times interest earned*. Pengukuran *safety consideration* yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$Safety\ Consideration = \frac{EBIT}{\text{Beban Bunga}}$$

Risiko Bisnis

Risiko bisnis merupakan salah satu risiko yang dihadapi oleh perusahaan ketika menjalankan kegiatan operasinya (Gitman,

2012:527), yaitu kemungkinan ketidakmampuan perusahaan untuk mendanai kegiatan operasionalnya. Level risiko bisnis suatu perusahaan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan struktur biaya operasionalnya. Mengacu pada penelitian Sheikh dan Wang (2011). Pengukuran risiko bisnis yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$RISK = \text{Standar Deviasi dari } \frac{EBIT}{\text{Total Aset}}$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah besarnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pendanaan. Mengacu pada penelitian Imanta dan Satwiko (2011), kepemilikan manajerial diprosikan dengan presentasi kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen yang disajikan dalam catatan atas laporan keuangan. Pengukuran kepemilikan manajerial yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$MOWN = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki direktur dan komisaris}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil pengolahan statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 2
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
SIZE	27,690983	1,4203831	24,8096	32,4985
PROF	0,18812	0,0174318	-0,0140	0,0670
GROWTH	0,140531	0,1439559	-0,2810	0,5937
FAR	0,330135	0,1920059	0,0110	1,0000
TAX	0,253666	0,0659252	0,0736	0,5393
SAFETY	2,906373	1,6766061	0,1500	6,7428
RISK	0,033829	0,0354330	0,0006	0,2242
MOWN	2,482348	4,9390467	0,0000	17,9705
RISK*MOWN	0,121381	0,3073673	0,0000	1,7271
DER	0,206774	0,2095121	0,0014	0,9077

Hasil pengujian hipotesis disajikan sebagai berikut:

Tabel 3
Hasil Uji Statistik t

Variabel	B	t	Sig.
(Constant)	0,183	0,572	0,569
SIZE	0,006	0,498	0,019
PROF	-1,501	-1,318	0,090
GROWTH	0,156	1,480	0,041
FAR	0,037	0,429	0,068
TAX	0,176	0,744	0,458
SAFETY	0,085	8,005	0,000
RISK	-0,106	-0,218	0,088
MOWN	-0,003	-0,585	0,060
RISK*MOWN	-0,010	-0,106	0,055
Adjusted R ²			0,426
F			11,734
Sig			0,000

Ukuran perusahaan (SIZE) memiliki koefisien regresi sebesar 0,006 menunjukkan arah pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Nilai signifikan 0,019 lebih kecil dari α ($\alpha = 0,10$), maka dapat disimpulkan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Oleh karena itu, H_1 yang

menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan dapat diterima. Ukuran perusahaan juga berpengaruh terhadap lebih tertutup atau terbukanya perusahaan dalam membagi informasi kepada pihak eksternal. Bagi perusahaan kecil, pemberian informasi kepada pihak eksternal memerlukan biaya yang besar. Hal ini akan menghambat penggunaan dana eksternal dan meningkatkan kecenderungan bagi perusahaan kecil untuk menggunakan modal internal (Firnanti 2011).

Profitabilitas (PROF) memiliki koefisien regresi sebesar -1,501 menunjukkan arah pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal. Nilai signifikan 0,090 lebih kecil dari α ($\alpha = 0,10$), maka dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Oleh karena itu, H_{a2} yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan dapat diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa semakin besar profitabilitas perusahaan, maka sumber dana internal perusahaan akan semakin besar dan tingkat penggunaan hutang semakin kecil karena kebutuhan dana sudah terpenuhi dari sumber dana internal tersebut. Mayangsari

(2001) menyatakan bahwa pada perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan mendasarkan pemilihan sumber pendanaan sesuai dengan urutan risiko, yaitu laba ditahan, hutang dan terakhir penerbitan ekuitas. Perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik akan meminjam uang yang lebih sedikit walaupun mempunyai kesempatan untuk meminjam lebih banyak. Hal ini terjadi bukan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi disebabkan karena perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal (Tomasila 2009).

Pertumbuhan penjualan (GROWTH) memiliki koefisien regresi sebesar 0,156 menunjukkan arah pengaruh positif profitabilitas terhadap struktur modal. Nilai signifikan 0,041 lebih kecil dari α ($\alpha = 0,10$), maka dapat disimpulkan bahwa variabel pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Oleh karena itu, H_3 yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan dapat diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal berupa hutang, dikarenakan modal yang berasal dari internal perusahaan (laba ditahan) tidak cukup untuk menopang tingkat pertumbuhan tersebut.

Struktur aset (FAR) memiliki koefisien regresi sebesar 0,037 menunjukkan arah pengaruh positif struktur aset terhadap struktur modal. Nilai signifikan 0,068 lebih kecil dari α ($\alpha = 0,10$), maka dapat disimpulkan bahwa variabel struktur aset memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Oleh karena itu, H_4 yang menyatakan bahwa struktur aset memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan dapat diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki struktur aset yang baik akan memilih

high target debt ratio. *Tangible assets* yang tinggi akan meningkatkan jaminan atas pembayaran kembali pokok pinjaman dan mengurangi risiko *debtholders* sehingga meningkatkan kesempatan perusahaan untuk memperoleh pendanaan melalui hutang.

Tax paid (TAX) memiliki koefisien regresi sebesar 0,176 menunjukkan arah pengaruh positif *tax paid* terhadap struktur modal. Nilai signifikan 0,458 lebih besar dari α ($\alpha = 0,10$), maka dapat disimpulkan bahwa variabel *tax paid* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Oleh karena itu, H_5 yang menyatakan bahwa *tax paid* memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan tidak dapat diterima. Pengaruh yang tidak signifikan mungkin disebabkan karena perusahaan di Indonesia masih mendasarkan pola pengambilan keputusan pendanaan dengan *pecking order theory*. Pada dasarnya, perusahaan yang memiliki beban pajak yang tinggi adalah perusahaan yang memiliki laba sebelum pajak yang tinggi pula, sehingga dengan kata lain, memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi pula. Hasil penelitian pada H_2 diketahui bahwa semakin besar profitabilitas perusahaan maka penggunaan hutang akan semakin kecil karena pengambilan keputusan pendanaan akan didasarkan pada urutan risiko yaitu laba ditahan sebagai pendanaan internal terlebih dahulu, kemudian baru diikuti pendanaan eksternal.

Safety consideration (SAFETY) memiliki koefisien regresi sebesar 0,085 menunjukkan arah pengaruh positif *safety consideration* terhadap struktur modal. Nilai signifikan 0,000 lebih kecil dari α ($\alpha=0,10$), maka dapat disimpulkan bahwa variabel *safety consideration* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Oleh karena itu, H_6 yang menyatakan bahwa *safety consideration* memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan dapat diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan *trade off theory* yang menyatakan kesempatan perusahaan yang memiliki kemampuan membayar bunga yang

tinggi dalam memperoleh dana berupa hutang jangka panjang akan lebih besar dibandingkan perusahaan dengan kemampuan membayar bunga yang rendah. Risiko dari penggunaan hutang oleh perusahaan adalah biaya bunga yang harus dibayarkan setiap periodenya sebagai imbal hasil atas dana yang dipinjamkan kepada debitur (Sarma et al, 2010). Perusahaan yang berencana untuk menggunakan pendanaan hutang dalam jumlah yang tinggi harus mempertimbangkan kemampuannya untuk membayar bunga atas pinjaman yang diterimanya. Apabila perusahaan memiliki kemampuan membayar bunga yang tinggi, maka perusahaan dapat menggunakan pendanaan dengan hutang dalam jumlah yang tinggi pula karena tingkat gagal bayar bunga relatif kecil. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam membayar bunga pinjamannya, maka semakin besar pula kapasitas penggunaan hutang dalam struktur modalnya.

Risiko bisnis (RISK) memiliki koefisien regresi sebesar -0,106 menunjukkan arah pengaruh negatif risiko bisnis terhadap struktur modal. Nilai signifikan 0,088 lebih kecil dari α ($\alpha = 0,10$), maka dapat disimpulkan bahwa variabel risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Oleh karena itu, H_7 yang menyatakan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan dapat diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan *trade off theory* yang menyatakan *target debt ratio* dari setiap perusahaan akan berbeda-beda, perusahaan yang tidak mempunyai risiko tinggi akan lebih memilih *high target debt ratio*, sementara perusahaan yang berisiko tinggi akan lebih memilih pendanaan selain hutang atau *low target debt ratio* (Dincergok dan Yalciner, 2011). Perusahaan dengan fluktuasi laba yang tinggi tersebut akan menyadari bahwa penggunaan hutang akan penuh dengan risiko dan akan kurang menguntungkan apabila dibandingkan dengan ekuitas, sehingga perusahaan akan

lebih memilih menggunakan ekuitas untuk memenuhi pendanaan perusahaan guna menghindari *financial distress* (Seftianne dan Handayani, 2011).

Moderasi (RISK*MOWN) memiliki koefisien regresi sebesar -0,010 menunjukkan variabel moderasi memperkuat pengaruh negatif risiko bisnis terhadap struktur modal. Nilai signifikan 0,055 lebih kecil dari α ($\alpha = 0,10$), maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial merupakan variabel moderasi pada pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal perusahaan. Oleh karena itu, H_8 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memperkuat pengaruh negatif risiko bisnis terhadap struktur modal dapat diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan yang berisiko tinggi akan lebih memilih pendanaan selain hutang. Perusahaan dengan fluktuasi laba yang tinggi akan menyadari bahwa penggunaan hutang akan penuh dengan risiko dan akan kurang menguntungkan apabila dibandingkan dengan ekuitas, sehingga perusahaan akan lebih memilih menggunakan ekuitas untuk memenuhi pendanaan perusahaan guna menghindari *financial distress*. Kepemilikan manajemen atas saham perusahaan akan membuat mereka menjadi lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang sebagai sumber pendanaannya karena jumlah hutang yang tinggi pada perusahaan yang tidak stabil perolehan labanya akan membuat tugas manajemen dalam menyediakan kepastian pembayaran bunga dan cicilan setiap periodenya menjadi semakin berat. Apabila perusahaan yang dipimpinnya *collapse* maka manajer tidak hanya kehilangan pekerjaan dan menurunkan reputasinya, tetapi juga akan membuat mereka menanggung kerugian perusahaan sesuai porsi kepemilikan sahamnya.

PENUTUP

Tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh

ukuran perusahaan (SIZE), profitabilitas (PROF), pertumbuhan perusahaan (GROWTH), struktur aset (FAR), *tax paid* (TAX), *safety consideration* (SAFETY), dan risiko bisnis (RISK) terhadap struktur modal serta untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh risiko bisnis (RISK) terhadap struktur modal (DER) dengan kepemilikan manajerial (MOWN) sebagai variabel moderasi (RISK*MOWN). Berdasarkan hasil uji statistik t, diperoleh kesimpulan sebagai berikut: ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung menggunakan hutang dalam struktur modalnya karena memiliki *lower cost of borrowing* jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Semakin besar perusahaan maka semakin banyak dana yang dibutuhkan untuk menjalankan operasi perusahaan, dengan salah satu alternatif pendanaan berupa hutang.

Profitabilitas (PROF) berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa semakin besar profitabilitas perusahaan, maka sumber dana internal perusahaan akan semakin besar dan tingkat penggunaan hutang semakin kecil karena kebutuhan dana sudah terpenuhi dari sumber dana internal tersebut. Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal berupa hutang, dikarenakan modal yang berasal dari internal perusahaan (laba ditahan) tidak cukup untuk menopang tingkat pertumbuhan tersebut.

Struktur aset (FAR) berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki struktur aset yang baik akan memilih

high target debt ratio. *Tangible assets* yang tinggi akan meningkatkan jaminan atas pembayaran kembali pokok pinjaman dan mengurangi risiko *debtholders* sehingga meningkatkan kesempatan perusahaan untuk memperoleh pendanaan melalui hutang. *Tax paid* (TAX) tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Pengaruh yang tidak signifikan mungkin disebabkan karena perusahaan di Indonesia masih mendasarkan pola pengambilan keputusan pendanaan dengan *pecking order theory*. Perusahaan yang memiliki beban pajak yang tinggi adalah perusahaan yang memiliki laba sebelum pajak yang tinggi pula, sehingga dengan kata lain, memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi pula. *Pecking order theory* menyatakan bahwa semakin besar profitabilitas perusahaan, maka sumber dana internal perusahaan akan semakin besar dan tingkat penggunaan hutang semakin kecil karena kebutuhan dana sudah terpenuhi dari sumber dana internal tersebut.

Safety consideration (SAFETY) berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini konsisten dengan *trade off theory* yang menyatakan kesempatan perusahaan yang memiliki kemampuan membayar bunga yang tinggi dalam memperoleh dana berupa hutang jangka panjang akan lebih besar dibandingkan perusahaan dengan kemampuan membayar bunga yang rendah. Risiko bisnis (RISK) berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini konsisten dengan *trade off theory* yang menyatakan *target debt ratio* dari setiap perusahaan akan berbeda-beda, perusahaan yang tidak mempunyai risiko tinggi akan lebih memilih *high target debt ratio*, sementara perusahaan yang berisiko tinggi akan lebih memilih pendanaan selain hutang atau *low target debt ratio*. Moderasi (RISK*MOWN) terbukti signifikan dalam memperkuat pengaruh negatif risiko bisnis terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini konsisten dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Perusahaan dengan fluktuasi laba yang tinggi akan menyadari bahwa penggunaan hutang akan penuh dengan risiko dan akan kurang menguntungkan apabila dibandingkan dengan ekuitas, sehingga perusahaan akan lebih memilih menggunakan ekuitas untuk memenuhi pendanaan perusahaan guna menghindari *financial distress*. Kepemilikan manajemen atas

saham perusahaan akan membuat mereka menjadi lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang sebagai sumber pendanaannya karena apabila perusahaannya *collapse*, manajer bukan hanya kehilangan pekerjaan dan reputasinya, tetapi juga turut menanggung kerugian perusahaan sesuai dengan porsi saham yang dimilikinya.

REFERENSI:

- Benkraiem, R., & Gurau, C. 2013. How do corporate characteristic affect capital structure decisions of French SME's?. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 19 (2): 149-164
- Bokpin, G.A., & Arko, A.C. 2009. Ownership Structure, Corporate Governance, & Capital Structure Decisions of Firms. *Studies in Economic & Finance*, 26 (4): 246-256
- Dincergok, B., & Yalciner, K. 2011. Capital Structure of Manufacturing Firm's in Developing Countries. *Middle Eastern Finance and Economics*, 12 (12)
- Dwiwinarno, T. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Efektif Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. 1 (1): 54-66
- Elim, M.A., & Yusfarita. 2010. Pengaruh Struktur Aktiva, Tingkat Pertumbuhan Penjualan dan *Return on Assets* terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Efektif Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 1 (1): 88-103
- Firnanti, Friska. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13 (2): 119-128
- Gitman, L.J. 2012. *Principles of Managerial Finance. Thirteenth edition*. Prentice Hall
- Hanafi, M.M., & Halim, A. 2009. Analisis Laporan Keuangan. Edisi keempat. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN
- Imanta dan Satwijo, R. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kepemilikan Manjarial. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13 (1) 67-80
- Indrawati, T., & Suhendro. 2006. Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2004. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 3 (1): 77-105
- Karadeniz, E., Kandir, S.Y., Balcilar, M., & Onal, Y.B. 2009. Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lodging Companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21 (5): 594-609
- Mayangsari, S. 2001. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian *Pecking Order Hyphotesis*. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, 1(3): 1-26
- Mouamer, F.M. (2011). The Determinants of Capital Structure of Palestine-Listed Companies. *The Journal of Risk Finance*, 12 (3): 226-241
- Sarma, L.V.L.N, Lellapalli, S., Lellapalli R.V. 2010. Factors Influencing Capital Structure: An Analysis of Companies In Malaysia. *Unitair e-journal*, 6 (2).
- Seftianne & Handayani. R. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengarhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13 (1): 39-56
- Seppa, R. 2008. Capital Structure Decisions: Research in Estonian Non-financial Companies. *Baltic Journal of Management*, 3 (1): 55-70
- Sheikh, N.A., & Wang, Z. 2011. Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firm in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance Journal*, 37 (2): 117-133

- Shidiq, N.A. 2012. Pengaruh EVA, Rasio Profitabilitas, dan EPS terhadap Harga Saham pada Perusahaan Asuransi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2010. Tesis Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro. Semarang
- Sukmaningtyas, J., & Salamatun. A. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Telekomunikasi di Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis (Fokus)*, 1 (2): 1-16
- Tomasila, M. 2009. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Peluang FE UKIM Ambon*, 3 (1): 1-18
- Viviani, J.L. 2008. Capital Structure Determinants: An Empirical Study of French Companies in the Wine Industry. *International Journal of Wine Business Research*. 20 (2): 171-194
- Wuryaningsih. 2004. Pengujian Pengaruh Capital Structure pada Debt Policy. *Benefit*, 8 (2): 139-150.