

DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Yolandafitri Zulvia
Yolandafitri86@gmail.com

Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang

Abstract: *This study examined the effect of asset structure, profitability, growth opportunities and business risks of the company's capital structure. The population in this study is manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI). The sampling technique used purposive sampling and techniques data analysis using regression panel data. These results indicate that the asset structure, profitability, growth opportunities and business risk has a significant negative impact on the capital structure of the company. While the business risk has a not significant positive effect.*

Keywords: *Capital Structure, Asset Structure, Profitability, Growth Opportunities, Business Risk and Firm Size*

LATAR BELAKANG

Salah satu fenomena dalam kebijaksanaan keuangan perusahaan adalah struktur modal, yaitu bauran pendanaan internal dan eksternal (*financing mix*). Sumber dana internal adalah sumber dana yang berasal dari kegiatan operasi perusahaan, sedangkan sumber dana eksternal merupakan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan, dalam arti dana tersebut tidak diperoleh dari kegiatan operasi perusahaan (Sugiarto, 2009:10). Modal dikelompokkan dalam dua jenis yaitu utang dan ekuitas.

Untuk mengukur struktur modal tersebut digunakan ratio struktur modal yang disebut *leverage ratio*. Rasio *leverage* penting untuk menilai kemampuan perusahaan melunasi semua utang-utangnya. Rasio utang terhadap modal adalah jenis rasio *leverage*. Rasio ini membandingkan total utang dengan total asset. Rasio ini digunakan untuk mengetahui berapa bagian setiap rupiah dari modal pemilik yang digunakan untuk menjamin utang.

Perusahaan yang memiliki porsi utang (sumber dana eksternal) yang besar dalam struktur modal akan memberikan beban yang berat pada perusahaan, apabila manajemen tidak mampu mengelolanya dengan baik. Namun demikian, utang dalam struktur modal tetap diperlukan pada saat perusahaan kekurangan dana untuk membiayai operasionalisasi maupun investasinya, terutama pada saat pertumbuhan pasar yang tinggi. Penggunaan *leverage* mempunyai implikasi penting dan memberikan manfaat kepada perusahaan. Diantaranya adalah manfaat dari pembayaran bunga (*tax deductible*), *debtholder* memperoleh *return* yang pasti dimana melalui *financial leverage* dimungkinkan laba per lembar saham / EPS akan meningkat, dan kendali terhadap operasi perusahaan oleh pemegang saham yang ada tidak berubah (Brigham and Joel, 1998).

Filosofi dasar pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber-sumber dana internal atau eksternal secara teoritis didasarkan pada dua kerangka, yaitu *static tradeoff theory* dan *pecking order theory*. *The Trade-off Theory* yang berasal dari teori MM (1963) yang menunjukkan bahwa perusahaan memilih struktur modal yang optimal dari manfaat biaya utang dan ekuitas dan *the pecking order theory* yang mengasumsikan bahwa ada atau tidak ada target *leverage* perusahaan menggunakan utang jika dana internal mereka tidak cukup.

Berbicara mengenai struktur modal, akan sangat erat kaitannya dengan faktor-faktor ataupun determinan yang membentuk struktur modal tersebut. Dalam penelitian ini determinan struktur modalnya meliputi struktur aktiva, profitabilitas, peluang pertumbuhan, risiko bisnis dan ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini dijadikan variabel yang memoderasi hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen.

Struktur aktiva merupakan proporsi aktiva perusahaan yang terdiri atas aktiva lancar dan aktiva tetap dalam menjalankan kegiatan operasionalnya. Setiap perusahaan akan mempunyai struktur aktiva yang berbeda antara jenis perusahaan yang satu dan lainnya. Aktiva lancar merupakan aktiva yang bersifat jangka pendek, sedangkan aktiva tetap merupakan aktiva yang mempunyai sifat jangka panjang dan dapat dijadikan jaminan dalam memperoleh utang. Ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Awan (2011), Hadianto (2008), Murhadi (2008)

dan Mas'ud (2008) yang menunjukkan adanya hubungan yang positif dan signifikan antara struktur aktiva terhadap utang. Akan tetapi, hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Amidu (2007), Kardeniz (2008) dan Nanok (2008) yang menunjukkan adanya hubungan yang negatif dan signifikan antara struktur aktiva dan tingkat utang.

Profitability mencerminkan ukuran kemampuan memperoleh laba (*earning power*) dari suatu perusahaan untuk mendanai investasi. *Profitability* suatu perusahaan dapat digunakan untuk meramalkan kemampuan perusahaan memperoleh laba dimasa mendatang. Myers (1984) mendapati bukti bahwa perusahaan lebih suka menggunakan modal dari laba ditahan daripada utang ataupun menerbitkan saham. Titman dan Wessels (1988) serta Tong dan Green (2004), Azazi (2008), Fadli (2010), Yuliati (2010) juga menemukan hubungan yang negatif dan signifikan antara kemampuan meraih laba (*profitability*) dengan *leverage*. Sedangkan Wardani (2010) menemukan hubungan yang positif antara tingkat profitabilitas dengan tingkat *leverage*. Artinya jika profitabilitas naik maka struktur modal juga naik.

Tingkat pertumbuhan (*Growth*) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan lebih cepat harus lebih mengandalkan diri pada modal eksternal. Bukti empiris tentang hubungan antara tingkat utang dan peluang pertumbuhan agak dicampur. Frinanti (2010), Setiadi dan Winahyuningsih (2011) menemukan hubungan positif dan signifikan antara tingkat pertumbuhan perusahaan terhadap utang. Sedangkan Titman dan Wessels (1988), Chung (1993) dan Barclay *et.al* (1995) *Rajan*. dan Zingales (1995), Shah dan Hijazi (2005) dan Seftianne dan Handayani (2010) menemukan korelasi negatif, sedangkan Kester (1986) tidak menemukan adanya dukungan untuk diprediksi negatif hubungan antara kesempatan pertumbuhan dan utang

Peningkatan risiko bisnis menjadikan perusahaan lebih sulit memperoleh dana eksternal sehingga memposisikan perusahaan untuk lebih banyak menahan laba untuk kepentingan investasi maupun kebutuhan lain, dengan demikian menurunkan porsi laba yang akan dibagikan sebagai *dividend*. Temuan empiris di Indonesia menunjukkan adanya hubungan negatif antara *business risk* dan

leverage. Temuan ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Nugroho (2009) dan Hidayati (2010) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini juga bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rachmawardani (2007) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Dengan adanya perbedaan hasil penelitian mengenai determinan struktur modal ini maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai determinan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Tujuan penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh struktur aktiva, profitabilitas, peluang pertumbuhan dan risiko bisnis terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *leverage*.

TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Sumber pendanaan merupakan hal yang penting dalam mendukung operasi perusahaan. Sejumlah teori telah dikembangkan untuk menjelaskan variasi rasio utang pada masing-masing perusahaan. Teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan memilih struktur pendanaan berdasar atribut yang menentukan berbagai manfaat dan biaya yang berhubungan dengan pendanaan utang dan ekuitas (Titman dan Wessels, 1988).

Dalam penelitian ini, pengertian struktur modal mengacu kepada *leverage*, dengan melihat seberapa besar proporsi penggunaan utang terhadap keseluruhan aktiva. Oleh karena kebijakan struktur modal menjadi penting bagi perusahaan, maka manajer keuangan perusahaan perlu mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal.

Asset Utilisasi (struktur aktiva) dan Leverage

Berdasarkan teori *pecking order* menurut Harris dan Raviv (1991) perusahaan dengan tingkat *fixed asset* yang rendah, tentunya memiliki biaya yang lebih mahal untuk menerbitkan ekuitas baru, karena dengan menerbitkan ekuitas baru hanya akan menurunkan harga saham mereka menjadi *undervalue*. Sebaliknya perusahaan dengan tingkat *fixed asset* yang tinggi umumnya

merupakan perusahaan yang besar, dimana perusahaan tersebut dapat menerbitkan ekuitas dengan harga wajar sehingga tidak perlu menerbitkan utang baru.

H₁ : Asset Utilisasi berpengaruh negatif terhadap *Leverage*

Profitabilitas dan Leverage

Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan profit atau laba selama satu tahun yang dinyatakan dalam rasio *net income* dengan *total equity* (Myers dan Majluf, 1984) bersumber dari data laporan rugi laba akhir tahun. Profitabilitas yang meningkat akan meningkatkan laba yang ditahan, sehingga menurunkan minat perusahaan untuk melakukan pinjaman karena tersedianya sumber dana internal. Umumnya perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi akan membayar utangnya, sehingga tingkat utang dalam struktur modal perusahaan menjadi berkurang. Dengan demikian profitabilitas mempunyai hubungan yang negatif dengan struktur modal.

H₂ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*

Peluang Pertumbuhan dan Leverage

Pertumbuhan perusahaan diartikan sebagai kesempatan perusahaan untuk berkembang dan melakukan ekspansi di masa yang akan datang. Rajan dan Zingales (1995) maupun Frank dan Goyal (2003) dalam penelitiannya mengukur kesempatan pertumbuhan ini dengan cara membandingkan *market value of assets* dengan nilai bukunya, lebih lanjut dikemukakan bahwa perusahaan dengan *future growth* tinggi seharusnya menggunakan proporsi pendanaan ekuitas yang lebih besar, sehingga diharapkan ada hubungan negatif antara *growth* dengan struktur modal

H₃ : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap *leverage*

Risiko Bisnis dan Leverage

Risiko bisnis sering dikaitkan dengan *operating leverage*. *Operating Leverage* dikaitkan dengan biaya tetap pada beban operasional. Semakin besar biaya tetap dalam beban operasional maka risiko bisnisnya juga semakin besar.

Jika perusahaan berisiko tinggi sedang mengalami penurunan penjualan maka laba yang dihasilkan akan berkurang karena besarnya biaya tetap tersebut. Karena terjadi penurunan laba maka dalam perusahaan tersebut tidak tersedia cukup dana lagi untuk melunasi utang beserta bunganya sehingga mengancam terjadinya kebangkrutan.

Menurut hasil penelitian yang dilakukan oleh Yanuarti (2002:8) mengatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang artinya semakin tinggi risiko bisnis suatu perusahaan maka semakin rendah utang yang dimilikinya. Sebaliknya jika tingkat risiko bisnisnya rendah maka semakin tinggi utang yang dimilikinya.

H₄ : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap *leverage*

METODA PENELITIAN

Metoda Penelitian

Metoda yang digunakan dalam penelitian ini adalah metoda deskriptif dengan pendekatan verifikatif. Tujuan dari penelitian deskriptif ini adalah untuk membuat deskripsi, gambaran atau lukisan secara sistematis, faktual dan akurat mengenai fakta-fakta, sifat-sifat serta hubungan antar fenomena yang diselidiki. Metode verifikatif adalah metode penelitian untuk menguji adanya hubungan dua variabel atau lebih yang telah dirumuskan sebagai hipotesis sehingga dapat diambil suatu analisis dengan ukuran-ukuran statistik yang dihubungkan dengan data empirik.

Operasionalisasi Variabel

Struktur Asset (*Tangibility*) adalah penentuan seberapa besar jumlah alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik aktiva lancar maupun aktiva tetap. Pada penelitian ini, struktur aktiva dipandang dari aktiva yang harus disediakan untuk operasional perusahaan secara permanen, yaitu aktiva tetap.

Pada perusahaan industri, aktiva perusahaan lebih banyak dialokasikan dalam bentuk aktiva tetap. Formulasi dari struktur aktiva adalah sebagai berikut: (Karadeniz:2008).

$$\text{Tangibility} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Asset}} \quad (3.1)$$

Profitabilitas (ROA) adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. (Karadeniz:2008)

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \quad (3.2)$$

Pertumbuhan Perusahaan, mengukur tingkat pertumbuhan perusahaan (g), ditentukan oleh ROE dan oleh tingkat retensi laba (RR) (Higgins:1977)

$$g = RR \times ROE \quad (3.3)$$

Risiko Bisnis (RiskBis) adalah risiko yang sering dikaitkan dengan *operating leverage*. *Operating Leverage* dikaitkan dengan biaya tetap pada beban operasional. Semakin besar biaya tetap dalam beban operasional maka risiko bisnisnya juga semakin besar.. (Kale,1991. Brigham dan Houston 2006)

$$\text{Risiko Bisnis} = \sigma \text{ EBIT} \quad (3.4)$$

Leverage (Variabel dependen), Amidu (2007) mengukur *leverage* dengan menggunakan rasio total debt terhadap total asset.

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}} \quad (3.5)$$

Pemilihan Sampel

Teknik penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan metoda *purposive sampling*. Di bawah ini merupakan hasil dari proses pemilihan sampel:

Tabel 1
Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan manufaktur yang <i>go public</i> di BEI	142
Perusahaan manufaktur yang tidak termasuk sampel:	
1. Tidak mempublikasikan laporan keuangan secara konsisten pada tahun 2008-2010	11
2. Perusahaan yang mengalami kerugian diantara periode 2008-2010	50
Perusahaan yang terpilih sebagai sampel	81

METODE ANALISIS DATA

Metoda pengolahan data dengan cara mengestimasi model penelitian dan kemudian uji hipotesis terhadap hasil estimasi tersebut. Berdasarkan uji hipotesis dapat diketahui hubungan antara variabel dependen dengan variabel independennya. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Struktur Modal (*Leverage*), variabel independennya adalah Struktur Aktiva, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, dan Risiko bisnis.

Untuk menguji pengaruh struktur aktiva, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis terhadap *leverage* digunakan analisis regresi linier berganda dengan rumus berikut:

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Tang_{it} + \alpha_2 PRF_{it} + \alpha_3 Growth_{it} + \alpha_4 RBisk_{it} + \epsilon_{it}$$

Struktur modal dijelaskan dengan *Leverage* (*Lev*), *Tang_{it}* adalah Struktur Aktiva, *PRF_{it}* adalah profitabilitas, *Growth_{it}* adalah pertumbuhan perusahaan dan *RBisk_{it}* adalah risiko bisnis.

HASIL PENELITIAN

Statistik deskriptif untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan, dapat dilihat pada tabel 3 berikut ini:

Tabel 3 Statistik Deskriptif

	Leverage	Struktur Aktiva	Profitability	Pertumbuhan Perusahaan	Risiko Bisnis
Mean	0.452409	0.423794	0.097325	0.417983	0.765559
Median	0.473953	0.433985	0.067133	0.638418	0.613116
Maximum	0.913953	0.860961	1.478179	0.960785	2.935034
Minimum	0.073899	0.063760	2.43E-06	-3.080904	0.071313
Std. Dev	0.185525	0.173976	0.123820	0.625780	0.535863

Model data panel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Tang_{it} + \alpha_2 PRF_{it} + \alpha_3 Growth_{it} + \alpha_4 RBis_{it} + \epsilon_{it}$$

Dimana *Lev(Leverage)* diukur dengan total debt/ total asset, *Tang (Tangibility)* atau struktur asset diukur dengan fixed asset/ total asset, *PRF (Profitabilitas)* diukur dengan laba setelah pajak/ total aktiva, *Growth (Pertumbuhan Perusahaan)* diukur dengan RR x ROE, *Rbis (risiko bisnis)* yang diukur dengan σ EBIT.

Tabel 4 Estimasi Pengujian Hipotesis

Variabel	Panel 1 (Pers. 4.1)	Kesimpulan
Tang	-0.300493***	H ₁ didukung
PRF	-0.205676***	H ₂ didukung
Growth	-0.049937***	H ₃ didukung
RBis	-0.062832***	H ₄ didukung
R ²	0.940943	
Adj R ²	0.909546	
F.Test	29.96908***	

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.3 persamaan 4.1 diketahui bahwa variabel struktur aktiva mempunyai nilai koefisien yang negatif sebesar -0.300493 yang berarti berpengaruh negatif terhadap *Leverage* dan signifikan pada 1%. Hal ini mendukung hipotesis H₁ yang menyebutkan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Untuk variabel profitabilitas mempunyai nilai koefisien yang negatif sebesar -0.205676 yang berarti berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan signifikan pada 1%. Hal ini mendukung hipotesis H₂ dari penelitian yang mengatakan profitabilitas *berpengaruh* negatif terhadap *leverage*.

Untuk variabel *growth* mempunyai nilai koefisien yang negatif sebesar -0.049937 yang berarti berpengaruh negatif terhadap *leveraged* dan signifikan pada 1%. Hasil ini mendukung hipotesis H₃ yang menyebutkan bahwa *Growth* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Untuk variabel risiko bisnis juga mempunyai nilai koefisien yang negatif sebesar -0.062832 yang berarti berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan signifikan pada 1%. Hal ini mendukung hipotesis H₄ dari penelitian ini yaitu bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Berdasarkan tabel 4.3 juga diketahui bahwa nilai *adjusted R*² sebesar 0.909546 yang menunjukkan arti bahwa proporsi atau presentase variasi total dalam variabel terikat (struktur modal) yang dijelaskan oleh variabel bebas (struktur aktiva, profitabilitas, pertumbuhan dan risiko bisnis) sebesar 90,9546%.

PEMBAHASAN

Pengaruh Asset Utilisasi (struktur aktiva) Terhadap *Leverage* (H₁)

Aktiva perusahaan terdiri dari aktiva lancar dan aktiva tetap. Aktiva tetap yang dimiliki perusahaan dalam jangka panjang dapat digunakan sebagai jaminan atas pinjaman utang. Struktur aktiva merupakan sebuah pengukuran seberapa besar aktiva tetap yang dimiliki perusahaan dibandingkan dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan.

Hasil penelitian menyatakan bahwa struktur aktiva memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini didukung oleh teori *pecking order* dan penelitian sebelumnya Amidu (2007), Kardeniz (2008) dan Nanok (2008) yang menunjukkan adanya hubungan yang negatif dan signifikan antara struktur aktiva dan *leverage*.

Teori *pecking order* menurut Harris dan Raviv (1991) perusahaan dengan tingkat *fixed asset* yang tinggi umumnya merupakan perusahaan yang besar, dimana perusahaan tersebut dapat menerbitkan ekuitas dengan harga wajar sehingga tidak perlu menerbitkan utang baru. Sebaliknya perusahaan dengan *fixed asset* yang rendah dimana dimiliki oleh perusahaan-perusahaan kecil, tentunya memiliki biaya yang lebih mahal untuk menerbitkan ekuitas baru, karena dengan

menerbitkan ekuitas baru hanya akan meurunkan harga saham mereka menjadi *undervalue*, sehingga berutang adalah jalan yang terbaik.

Frank dan Goyal (2007) serta Saeed (2007) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai proporsi struktur aktiva lebih besar akan lebih mudah penilaian assetnya sehingga permasalahan asimetri informasi menjadi semakin rendah dan hal itu akan membuat *equity less costly* sehingga terdapat hubungan negatif antara struktur aktiva dan rasio *leverage*.

Berbeda dengan teori *trade off* yang menyatakan struktur aktiva memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Menurut Myers (1977) semakin besar aktiva tetap maka akan semakin besar pula *collateral/* jaminan perusahaan yang dapat mereduksi *financial distress cost* perusahaan. Sehingga dengan mengasumsikan hal lain konstan, maka ketika aktiva tetap perusahaan meningkat, penggunaan utang juga akan semakin meningkat pula. Selain itu semakin tinggi jaminan yang diberikan perusahaan kepada kreditur akan semakin meningkat pula jumlah utang yang dapat diberikan oleh kreditur kepada perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Leverage* (H₂)

Profitabilitas merupakan suatu pengukuran sampai sejauh mana kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan memanfaatkan sumber daya yang dimilikinya. Tingkat profitabilitas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki sumber dana internal yang kuat, yaitu laba ditahan. Hal itu akan menyebabkan perusahaan memiliki rasio utang optimal yang relatif rendah karena sebagian besar kebutuhan dana dapat dipenuhi dari laba ditahan.

Dari hasil penelitian yang dilakukan, variabel *profitability* memiliki hubungan yang negatif dan signifikan sebesar $\beta = -1\%$. Hal ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan dalam pemenuhan kebutuhan dananya lebih cenderung untuk melakukan pendanaan secara internal terlebih dahulu.

Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan cenderung untuk menggunakan sumber internal terlebih dahulu untuk memenuhi kebutuhan dananya dan baru kemudian melibatkan sumber eksternal apabila masih terdapat

kekurangan dalam pendanaannya. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi, akan memiliki arus dana bersih yang besar. Arus dana bersih tersebut akan dijadikan *retained earning* bagi perusahaan untuk pemenuhan kebutuhan investasinya dimasa mendatang. Perusahaan dengan tingkat profit yang tinggi, secara relatif akan mempertahankan rasio utang yang rendah, hal ini disebabkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dana yang berasal dari sumber internal. Hasil penelitian ini sejalan dengan Myers (1984), Titman dan Wessel (1988), Rajan dan Zingales (1995), Fama dan French (2002), Barker dan Wurgler (2002), Puteh (2011), Amidu (2007), Awan, Rashid & Rehman (2011), Yuliati (2010), Indrajaya, Herlina & Setiadi (2011) yang menyatakan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap utang.

Pengaruh *Growth Opportunities* Terhadap *Leverage* (H₃)

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu komponen penting yang menjadi dasar bagi perusahaan untuk melakukan pendanaan baik secara internal maupun eksternal. Jika hal yang lain dianggap sama, maka perusahaan yang memiliki pertumbuhan lebih cepat harus lebih mengandalkan diri pada modal eksternal. Selain itu, biaya emisi yang berkaitan dengan penjualan saham biasa akan melebihi biaya emisi yang terjadi ketika perusahaan menjual utang, mendorong perusahaan yang mengalami pertumbuhan pesat untuk lebih mengandalkan diri pada utang. Namun pada waktu bersamaan perusahaan tersebut sering sekali menghadapi ketidakpastian yang lebih tinggi, cenderung akan menurunkan keinginan mereka untuk menggunakan utang.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan, bahwa variabel dari *Growth Opportunities* pada objek penelitian perusahaan manufaktur memberikan pengaruh negatif dan signifikan = 1% terhadap *leverage*, yang artinya semakin tinggi *growth opportunity* maka struktur modal akan semakin rendah. Begitupun sebaliknya, semakin rendah *growth opportunity* maka semakin tinggi struktur modal.

Hasil penelitian ini mendukung teori *pecking order theory*, dimana perusahaan akan menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk membiayai

kegiatan operasional perusahaan dan selanjutnya menggunakan utang tetapi hanya pada titik dimana penggunaan utang tersebut akan menurunkan *value* perusahaan. Jika perusahaan terus menerus menggunakan utang, maka kemungkinan *financial distress* juga akan meningkat dan menyebabkan perusahaan harus menggunakan proporsi penggunaan utang secara optimal. Fluktuasi dalam hal pendapatan mendorong perusahaan untuk tidak terlalu banyak dalam menggunakan utang, hal ini mengingat utang adalah pendanaan dengan biaya tetap.

Pengujian *pecking order theory* mengungkapkan bahwa perusahaan dengan *future growth* tinggi akan mengurangi penggunaan utangnya disebabkan adanya risiko *under investment*. Masalah *under investment* yang dialami perusahaan disebabkan perusahaan dengan *future growth* tinggi seharusnya menggunakan pendanaan ekuitas yang lebih besar.

Dari hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa pada umumnya perusahaan-perusahaan manufaktur periode 2008-2010, cenderung akan semakin mengurangi utangnya seiring dengan pertumbuhannya. Maka hal ini mendukung hipotesis teori *pecking order*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Wiwit, Werner, Chung (1993) dan Rajan dan Zingales (1995), Yulianti (2010) yang dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa *growth* berpengaruh negatif dan signifikan.

Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap *Leverage* (H₄)

Menurut Gitman (2009) risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan saat tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan utang dibandingkan dengan perusahaan dengan risiko bisnis yang rendah.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan, variabel risiko bisnis berkorelasi negatif dan signifikan sebesar $r = 1\%$ terhadap *leverage*. Risiko bisnis sering dikaitkan dengan *operating leverage*. *Operating Leverage* dikaitkan dengan biaya tetap pada beban operasional. Semakin besar biaya tetap dalam beban operasional maka risiko bisnisnya juga semakin besar. Jika perusahaan berisiko tinggi sedang

mengalami penurunan penjualan maka laba yang dihasilkan akan berkurang karena besarnya biaya tetap tersebut. Karena terjadi penurunan laba maka dalam perusahaan tersebut tidak tersedia cukup dana lagi untuk melunasi utang beserta bunganya sehingga mengancam terjadinya kebangkrutan.

Perusahaan dengan tingkat risiko bisnis yang tinggi akan cenderung untuk mengurangi penggunaan utang dalam struktur modalnya. Hal ini dikarenakan agar risiko yang ditanggung perusahaan tidak semakin besar dan megancam terjadinya kebangkrutan. Jika perusahaan dengan risiko bisnis tinggi memiliki utang yang besar, maka utang tersebut akan menimbulkan beban bunga yang sifatnya tetap sampai utang tersebut dilunasi.

Pada penelitian di perusahaan manufaktur menunjukkan bahwa peningkatan risiko bisnis sangat berdampak pada penurunan kebijakan utang. Hal ini disebabkan manajemen akan mempertimbangkan kembali apabila risiko bisnis yang akan ditanggung meningkat maka manajemen perusahaan akan berupaya untuk menurunkan utang. Hal ini terkait dengan adanya ketidakpastian (volatilitas) pendapatan yang diterima perusahaan. Selain itu semakin besar risiko bisnis yang dihadapi suatu perusahaan maka struktur modal perusahaan menjadi kecil dikarenakan manajer yang tidak berani menanggung risiko (*risk aversion*) dan lebih menyukai menggunakan dana internal perusahaan daripada pinjaman dari pihak luar sehingga risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuniningsih (2002), Prabansari dan Kusuma (2005), Huang dan Song (2006), Tang dan Jang (2005) serta Zou dan Xiao (2006) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara risiko bisnis dengan struktur modal dalam perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan analisis data dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: Struktur aktiva berpengaruh negatif

terhadap *leverage*. Hal ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang menyatakan semakin tinggi struktur aktiva maka struktur modal semakin rendah. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang menyatakan semakin besar profitabilitas perusahaan maka perusahaan akan semakin sedikit dalam menggunakan utang. Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Hasil ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang menyatakan perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan tinggi, seharusnya menggunakan proporsi pendanaan ekuitas yang lebih besar, sehingga diharapkan ada hubungan negatif antara *Growth* dengan struktur modal. Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Hasil ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang menyatakan perusahaan dengan tingkat risiko bisnis yang tinggi akan cenderung untuk mengurangi penggunaan utang dalam struktur modalnya.

Saran

Dalam penelitian ini sampel yang digunakan adalah perusahaan Manufaktur dengan periode penelitian 3 tahun. Untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk menambahkan periode waktunya, menambahkan variabel fundamental lainnya dan mengarahkan penelitian pada obyek penelitian yang lebih luas dengan mengambil obyek semua perusahaan yang terdaftar di BEI dengan mengambil sampel yang lebih banyak

DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Arianto, Tulus & Kartini. 2008. Struktur kepemilikan, profitabilitas, pertumbuhan aktiva dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur. *Journal keuangan dan perbankan*. Vol 12 No. 1 Hal 11-21
- Awan, T.N & Rashid Majed. 2011. Analysis of the determinants of capital structure in sugar and allied industry. *Journal of Business and Social Science*. Vol.2 No.1 January 2011.
- Azazi, Anwar. 2008. Determinan struktur modal perusahaan go public di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Penelitian Universitas Tanjungpura*. Vol.IX.3 Juli 2008

- Baker, Malcolm & Wurgler Jeffrey. 2002. Market timing and capital structure. *The journal of finance*. Vol. LVII, No.1. FEB
- Barclay, M.J, Smith, C. W. & Watts, R.L.1995. The determinants of corporate leverage and dividend policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(4), 4–19.
- Brigham, E.F. & Houston, J F. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Terjemahan Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat
- Christianti, Ari. Pengujian pecking order theory (POT): Pengaruh leverage terhadap pendanaan surplus dan deficit pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*. Vol.4 No.1 Agustus 2008 Hal 86-99
- Cooper, Donald R & Schindler Pamela S. 2006. *Metode Riset Bisnis*. Terjemahan Budijanto & Didik Djunaedi. Jakarta : Grafindo
- De Angelo, H. & Masulis R. W. 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3–29.
- Donaldson, G. 1961. Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. *Boston: Graduate School of Business Administration*, Harvard University.
- Daskalakis, Nikolaos, Eriotis, Nikolaos & Vasiliou, Demitros. 2009. Testing the pecking order theory the importance of methodology. *Qualitative Research in Financial Market*. Vol 1 No.2 pp.85-96
- Firnanti, Friska. 2011. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 13 No.2 . Hlm 119-128
- Frank, Murray Z & Goyal, Vidhan K. 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*. 67 (2003) 217-248
- Hadianto, Bram & Christian Tayana. 2010. Pengaruh risiko sistematis, struktur aktiva, profitabilitas dan jenis perusahaan terhadap struktur modal emiten sektor pertambangan: Pengujian Hipotesis Static-Trade off. *Jurnal Akuntansi*. Vol.2 No. 1 Hlm 15-39.
- Handayani, Sri & Agustono DwiRachadi. 2009. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap manajemen laba. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.11 No 1.Hlm 33-56
- Harris, Milton & Raviv, Artur. 1991. Capital Structure and The Informational Role of Debt. *The journal of finance*. Vol. XLV, No.2
- Harris, Milton & Raviv, Artur. 1991. The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, pp. 297-355

- Hisham, Nazrul & Ahmed, Huson JA. 2009. Revisiting Capital Structure Theory A test of pecking order and static order trade off model from Malaysian capital market. *International Research Journal of Finance and Economics*. ISSN 1450-2887
- Indonesian Capital Market Directory. 2011. Jakarta : ECFIN
- Indrajaya, Glenn, Herlina & Setiadi Rini. 2011. Pengaruh struktur aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, profitabilitas dan risiko bisnis terhadap struktur modal: studi empiris pada perusahaan sektor pertambangan yang listing di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2007. *Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi*. No 06 tahun ke 2 September-Desember 2011.
- Jensen, M., & Meckling, W. 1976. Theory of the firm managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.p
- Ju Chen,Li & Shun YuChen. 2009. How the pecking order theory explain capital structure. *School of Business and Operation Management Chang Jung Christian University, Taiwan*
- Karedeniz et all. 2009. Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies. *Journal of contemporary Hospitality Management*. Vol.21 No 5 2009.
- Khrisnan. 1996. Determinants of capital structure: An Empirical Analysis of Firms In Industrialized Countries . *Managerial Finance*, 1996; 22, 2.
- Magaretha, Farah & Ramadhan, Aditya Rizky. 2010. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.12, No 2, Hlm. 119-130.
- Mazur, Kinga. 2007. The determinants of capital structure choice: evidence from polish companies. *International Atlantic Economic Society*.
- Mayangsari, Sekar. 2001. Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan: Pengujian pecking order hyphotesis. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*. Vol 1. No.3 Hal 1-26
- Mulianti, Fitri Mega. 2010. Analisis factor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Universitas Diponegoro.
- Myers, S.C. 1984, “The capital structure puzzle”, *Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 575-92.

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Myers S. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), 81-102.
- Oetomo, Kurniati, Marciano, Deddy & Liliana Inggit Wijaya. 2008. Pengujian teori pecking order pada kondisi high uncertainty dan low uncertainty. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Volume 7 No 1 maret 2008.
- Perminas, Pangeran. Pemilihan sekuritas dan arah kebijakan struktur modal: pecking order ataukah static-trade off. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. Vol 21 no 1. Hal 1-16 ISSN
- Prabansari, Yuke & Kusuma Hadri. 2005. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur yang go public di BEJ. *SINERGI*. Hal 1-15
- Psillaki, Maria & Daskalakis, Nikolas. 2009. Are the determinants of capital structure country or firm specific. *Small Bus Econ*. 33: 319-333
- Puteh, Anwar. 2011. Tinjauan struktur modal perusahaan di Indonesia (pengujian pecking order theory dan trade off theory. *Aceh Development International Confrence 2011 (ADIC2011)*. UKM-Bangi Malaysia
- Rais, Iskandar. 2010. Determinan struktur Modal Perusahaan-perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di BEI. *Disertasi*. Program Studi Doktoral Ilmu Ekonomi Universitas Padjadjaran Bandung.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460
- Seftianne & Handayani. 2011. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan public sektor manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.13 No.1. Hlm 39-56
- Sheikh, NA & Wang Zongjun. 2011. Determinants Of Capital Structure An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*. Vol. 37 No.2, 2011)
- Sjahrial, Dermawan. 2009. *Kumpulan Pembahasan Soal-soal Manajemen Keuangan*. Edisi ke 2. Jakarta: Mitra Wacana Media
- Sugiarto. 2009. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Asimetri Informasi*. Yogyakarta : Graha Ilmu

Sutapa, Heri, Setyawan, Hendri & Heri Laksito.2008. Pengujian pecking order theory pada emiten syariah di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal keuangan dan Perbankan*. Vol.12 hal.22-28

Titman, S.,&Wessels,R. 1988. *The determinants of capital structure choice*. *Journal of Finance*, 43(1), 1–19.