

Determinan Struktur Modal Dalam Perspektif *Pecking Order Theory* dan *Agency Theory*

(Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang *Listing* di BEI Tahun 2010-2013)

Sigita Lestari

(Alumni Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi UNP, email: igitlestari@gmail.com)

Abstract

This study aims to determine the determinants of capital structure in perspective pecking order theory and agency theory. Where this research analyze the variable profitability, company size, business risk in the pecking order theory perspective and variable growth opportunity and managerial ownership in the perspective of agency theory. The population in this study were all manufacturing companies listed on the stock exchanges of Indonesia from 2010 - 2013. The study sample as many as 336 (84 companies sample multiplied by 4 years of observation). The analytical method used is the classical assumption, multiple regression analysis, model test and descriptive statistics. The results showed that the variables of profitability in the pecking order theory perspective a significant negative effect on the capital structure while variable size and variable business risks in perspective pecking order theory has no effect on the capital structure. Variable growth opportunity in the perspective of agency theory a significant positive effect on the capital structure while variable managerial ownership has no effect on the capital structure.

Keywords: *pecking order theory, profitability, company size, business risk, agency theory, growth opportunity, managerial ownership, capital structure.*

1. Pendahuluan

Struktur modal merupakan topik yang kompleks dan salah satu faktor yang menentukan nilai perusahaan. Sejak Modigliani dan Miller (1958) mempublikasikan isu tersebut, struktur modal menjadi salah satu topik yang menarik minat penelitian dari para akademisi. Lebih dari setengah abad, berbagai riset dilakukan untuk menjelaskan hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan, bagaimana perusahaan menentukan struktur modalnya, dan berapa banyak yang harus dipinjam dengan mempertimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan hutang.

Bagi banyak perusahaan sumber pendanaan yang hanya berupa modal sendiri sering kali dirasa kurang. Hutang karena sifatnya tidak permanen dan lebih murah untuk diadakan, seringkali menjadi bagian penting dalam struktur modal perusahaan. Walaupun demikian kreditor tidak selalu mau meminjamkan uangnya, terutama jika resiko kredit perusahaan

tinggi (Coyle, 2000 dalam Yumar, 2008). Menurut Rahmat (2006), keputusan pendanaan merupakan keputusan mengenai seberapa besar tingkat penggunaan hutang dibanding ekuitas dalam membiayai investasi perusahaan. Tujuan keputusan pembelanjaan adalah menentukan tingkat struktur modal yang optimal, yaitu tingkat bauran hutang dan ekuitas yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan. Komposisi pemilihan atas pendanaan tersebut disebut sebagai struktur permodalan. Dana yang tersedia pada struktur permodalan tersebut akan digunakan untuk mendanai investasi perusahaan atas berbagai jenis pilihan investasi yang tersedia.

Penelitian Cahyani (2013), membagi faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dalam dua perspektif yaitu *pecking order theory* dan *agency theory*. Penelitian ini menganalisis variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, dalam perspektif *pecking order theory*. Struktur modal dilihat dari perspektif *pecking order theory*

menjelaskan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dari pada eksternal perusahaan. Hutang menjadi pilihan kedua setelah sumber pendanaan internal kemudian *convertible bond*, *preffered stock* dan pada akhirnya apabila masih memerlukan dana maka perusahaan akan menerbitkan *common stock (external equity)*. Hal ini terjadi karena adanya *transaction cost* didalam mendapatkan dana dari pihak eksternal. *Pecking Order Theory* menjelaskan mengapa pada perusahaan yang sangat menguntungkan pada umumnya mempunyai hutang yang lebih sedikit. Hal ini terjadi bukan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi disebabkan karena perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal (Brealey dan Myer, 1995 dalam Titik dan Suhendro, 2006).

Rahmat (2006) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan mengurangi hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan sumber pendanaan internal sebanyak mungkin sebelum memutuskan untuk berhutang. Sehingga dapat disimpulkan semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah struktur modalnya.

Ukuran perusahaan terbukti memiliki peranan penting dalam menentukan pemilihan struktur modal yang akan digunakan (Cahyani, 2013). Jika perusahaan dihadapkan pada kebutuhan dana yang semakin meningkat akibat pertumbuhan penjualan, dan dana dari sumber internal sudah digunakan semua maka tidak ada pilihan lain bagi perusahaan untuk menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan baik

hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru. Perusahaan besar akan membutuhkan dana yang besar. Perusahaan besar umumnya memiliki tingkat penjualan yang besar dan menghasilkan tingkat keuntungan yang besar pula. Kebutuhan dana yang besar tersebut dipenuhi dengan menggunakan sumber dari internal. Hal ini sejalan dengan *Pecking Order Theory* yang menunjukkan arah hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan struktur modal. Sehingga dapat disimpulkan semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah struktur modal.

Risiko bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Menurut Gitman (2009) dalam Seftianne dan Ratih (2011), 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 hutang dibandingkan dengan perusahaan dengan risiko bisnis yang rendah. Risiko perusahaan yang tinggi pada umumnya lebih mengutamakan penggunaan dana internal daripada penggunaan hutang maupun penerbitan saham. Sehingga semakin tinggi risiko bisnis maka semakin rendah struktur modal perusahaan tersebut.

Sedangkan struktur modal dalam perspektif *agency theory* adalah struktur modal yang lebih mengutamakan penggunaan pendanaan eksternal berupa hutang untuk mengurangi konflik keagenan, kedua pihak agen dan prinsipal menanggung kos keagenan (*agency cost*) yang jumlahnya cukup besar. Kos keagenan menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Denny dan Warnida meliputi kos untuk melakukan *monitoring* oleh prinsipal untuk membatasi aktivitas agen yang berbeda dengan kepentingan pemilik, *bonding cost* oleh agen untuk memberikan kepastian pada prinsipal

bahwa agen tidak akan melakukan tindakan yang akan merugikan pemilik, dan *residual loss*, yaitu kemakmuran dalam nilai mata uang yang turun sebagai akibat perbedaan kepentingan antara prinsipal dengan agen. Untuk mengurangi kos keagenan ini ada beberapa alternatif yang dapat dilaksanakan, salah satunya yaitu dengan menggunakan pendanaan melalui *debt* atau hutang (Jensen, 1986).

Dalam penelitian ini perspektif *agency theory* dianalisis menggunakan variabel *growth opportunity* dan kepemilikan manajerial. Kesempatan tumbuh (*growth opportunity*) adalah kesempatan yang dimiliki perusahaan untuk dapat berkembang dan melakukan investasi dimasa yang akan datang. Menurut Rahmat (2006) dalam Seftianne dan Ratih (2011), perusahaan yang mempunyai *growth opportunity* tinggi akan menghadapi kesenjangan informasi yang tinggi antara manajer dan investor luar tentang kualitas proyeksi investasi perusahaan. Adanya kesenjangan informasi tersebut menyebabkan biaya modal ekuitas saham lebih besar daripada biaya modal hutang karena dipandang dari sudut investor, modal saham dipandang lebih berisiko dibanding hutang. Kesenjangan informasi tersebut akan membuat para investor berisyarat negatif tentang prospek perusahaan dimasa mendatang. Implikasinya adalah perusahaan akan cenderung menggunakan hutang terlebih dahulu sebelum menggunakan ekuitas saham baru. Oleh karena itu berdasarkan pada konflik keagenan maka perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi akan memiliki hutang yang tinggi pula. Maka dapat disimpulkan semakin tinggi *growth opportunity* maka semakin tinggi struktur modalnya.

Alternatif yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* adalah memberikan kepemilikan saham perusahaan kepada manajemen. Dengan demikian manajer memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil

serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Cahyani, 2013). Pada saat kepemilikan manajemen meningkat, manajer akan menurunkan nilai hutang untuk menurunkan risiko dan biaya keagenan, dengan diturunkannya penggunaan hutang maka manajemen cenderung mengalihkan penggunaan pendanaan eksternal ke penggunaan internal. Maka dapat disimpulkan semakin tinggi kepemilikan manajemen maka semakin rendah struktur modal.

Penelitian tentang struktur modal sudah dilakukan oleh beberapa peneliti yaitu Cahyani (2013) yang menyimpulkan bahwa profitabilitas dan risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sedangkan ukuran perusahaan, *growth opportunity* dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Sedangkan pada penelitian Seftianne dan Ratih (2011) menyimpulkan bahwa *growth opportunity* dan ukuran perusahaan mempengaruhi struktur modal, sedangkan profitabilitas, risiko bisnis, dan kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi struktur modal. Jika dibandingkan dengan penelitian Andi (2009) menyimpulkan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modalnya, sedangkan profitabilitas, dan ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Jadi dapat disimpulkan bahwa terdapat hasil yang berbeda-beda pada penelitian terdahulu.

2. Telaah Literatur Dan Perumusan Hipotesis

2.1 Struktur Modal

Menurut Riyanto (2001) struktur modal adalah perbandingan atau perimbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri (*long debt to equity ratio*). Sedangkan menurut Irawati (2006) struktur modal merupakan susunan

dari jenis-jenis modal yang diperoleh perusahaan beserta jumlah nilai-nilainya (dalam satuan uang) dalam bentuk hutang jangka panjang dan modal sendiri sebagaimana tergambar dalam neraca sebelah pasiva pada periode tertentu.

Kebutuhan akan dana dapat dipenuhi dari berbagai sumber dan mempunyai jenis yang berbeda-beda. Modal terdiri atas ekuitas (modal sendiri) dan hutang (*debt*), perbandingan hutang dan modal sendiri dalam struktur financial perusahaan disebut struktur modal (Husnan, 1998 dalam Sunarwi). Dari pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara utang (*debt*) dengan modal sendiri (*equity*) yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitya. Hutang dan modal sendiri mempunyai konsekuensi *financial* yang berbeda. Oleh karena itu, pihak manajemen harus memahami dengan baik keduanya.

Menurut Brigham (2011 : 179), banyak faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal dan penentuan struktur modal yang optimal bukanlah suatu ilmu yang pasti. Karena itu seringkali perusahaan yang berada dalam industri yang sama seringkali mempunyai struktur modal yang berbeda. Pertama-tama perusahaan harus menganalisis faktor, kemudian menetapkan struktur modal yang ditargetkan (*target capital structure*). Target dapat berubah-ubah tergantung pada kondisi. Kebijakan struktur modal melibatkan perimbangan (*trade off*) antar risiko dan tingkat pengembalian:

- 1) Menggunakan lebih banyak hutang berarti memperbesar risiko yang ditanggung pemegang saham.
- 2) Menggunakan lebih banyak hutang juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan.

Risiko yang makin tinggi cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*) akan

menaikkan harga saham tersebut. Karena itu struktur modal yang optimal harus berada pada keseimbangan antara risiko dan pengembalian yang memaksimumkan harga saham. Struktur modal yang optimal merupakan struktur yang akan memaksimumkan harga saham perusahaan, dan struktur ini pada umumnya meminta rasio hutang yang lebih rendah daripada rasio yang memaksimumkan *earning per share* yang diharapkan.

2.2 Pecking Order

Pecking order theory mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan untuk memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham. Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun 1961 sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Stewart C. Myers (1984) dalam Yuke dan Hadri (2005). Dalam teori ini dinyatakan bahwa para manajer keuangan khawatir dengan sikap para investor apabila manajer keuangan melakukan penerbitan saham. Hal ini disebabkan tindakan pengumuman penerbitan saham tersebut diyakini dapat menurunkan harga saham. Sebaliknya, jika mereka melakukan hutang maka tidak ada pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Kedua hal tersebut menunjukkan adanya urutan pemilihan (*Pecking order theory*) dalam struktur modal.

Pecking order theory menyarankan bahwa perusahaan memiliki preferensi dalam memilih sumber pendanaannya. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan dana internal daripada eksternal dalam rangka membiayai pengembangan usahanya. Bila sumber pendanaan internal berasal dari *financial slack* tidak mencukupi, maka barulah dipergunakan sumber pendanaan eksternal. Bila sumber pendanaan eksternal dibutuhkan, maka pilihan utama akan diambil dengan penggunaan hutang dengan cara menerbitkan obligasi. Penerbitan saham baru dilakukan sebagai upaya terakhir dari perusahaan bila

sumber pendanaan internal tidak mencukupi (Myers, 1984 dalam Yuke dan Hadri, 2005). Keuntungan dari pendanaan internal adalah tidak memerlukan biaya penerbitan dan tidak perlu memberikan informasi keterbukaan (*disclosure*) mengenai kondisi keuangan perusahaan yang mungkin saja meliputi kesempatan investasi yang potensial dan keuntungan yang diharapkan bila kesempatan investasi tersebut diambil.

Pecking order theory menjelaskan urutan-urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat utang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang kecil. Perusahaan pada umumnya akan mempertimbangkan faktor-faktor dalam keputusan struktur modal. Faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal dalam perspektif *pecking order theory* yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis (Cahyani, 2013).

2.2.1 Profitabilitas

Menurut Riyanto (2001) dalam Arief (2011), profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu. Sementara itu, Michelle & Megawati (2005) dalam Sri (2013), mendefinisikan profitabilitas sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (*profit*) yang akan menjadi dasar pembagian dividen perusahaan. Profitabilitas menggambarkan kemampuan badan usaha untuk menghasilkan laba dengan menggunakan seluruh modal yang dimiliki.

Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk mendapatkan laba dalam suatu periode tertentu. Profitabilitas suatu

perusahaan akan mempengaruhi kebijakan para investor atas investasi yang dilakukan. Kemampuan untuk menghasilkan laba akan dapat menarik para investor untuk menanamkan dananya guna memperluas usahanya, sebaliknya tingkat profitabilitas yang rendah akan menyebabkan para investor menarik dananya. Sedangkan bagi perusahaan itu sendiri profitabilitas dapat digunakan sebagai evaluasi atas efektivitas pengelolaan badan usaha tersebut.

Profitabilitas perusahaan merupakan salah satu dasar penilaian kondisi suatu perusahaan, untuk itu dibutuhkan suatu alat analisis untuk bisa menilainya. Alat analisis yang dimaksud adalah rasio-rasio keuangan. Rasio profitabilitas mengukur efektivitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang diperoleh dari penjualan dan investasi. Profitabilitas penting dalam usaha mempertahankan kelangsungan hidupnya dalam jangka panjang, karena profitabilitas menunjukkan apakah perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik dimasa yang akan datang. Dengan demikian setiap perusahaan akan selalu berusaha meningkatkan profitabilitasnya, karena semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan maka kelangsungan hidup perusahaan tersebut akan terjamin.

2.2.2 Ukuran Perusahaan

Menurut Ferry dan Jones (1979) dalam Farah dan Lina (2005), ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan ditunjukkan oleh *natural logaritma* dari total aset.

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan besar akan membutuhkan dana yang besar. Perusahaan besar umumnya memiliki tingkat penjualan yang besar dan menghasilkan tingkat keuntungan yang besar pula. Kebutuhan dana yang besar tersebut dipenuhi dengan

menggunakan sumber dari internal. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang menunjukkan arah hubungan negative antara ukuran perusahaan dengan struktur modal. Apabila perusahaan dihadapkan pada kebutuhan dana yang semakin meningkat akibat pertumbuhan penjualan, dan dana dari sumber internal sudah digunakan semua, maka tidak ada pilihan lain bagi perusahaan untuk menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan baik menggunakan hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah struktur modal.

Bevan dan Danbolt (2002) dalam Werner, menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran besar cenderung untuk menggunakan hutang dengan lebih banyak karena mereka dianggap "*too big to fail*" sehingga mereka mendapat akses yang baik ke pasar modal. Dan Homaifer *et al* (1994) berargumen bahwa perusahaan dengan ukuran besar dapat menggunakan hutang lebih banyak daripada perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil, karena perusahaan besar memiliki kapasitas membayar hutang yang lebih baik. Perusahaan dengan ukuran lebih besar juga relatif menjadi perhatian para analisis sehingga manajemen perusahaan akan lebih berhati-hati dalam membuat keputusan yang akan memberikan insentif bagi kreditor dalam memberikan pinjaman.

Menurut Brigham dan Houson (2001 : 40), perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat hutang yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan hutang. Namun pada saat yang sama perusahaan yang tumbuh dengan pesat sering menghadapi ketidakpastiaan yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginan untuk menggunakan hutang. Ukuran perusahaan

bisa dijadikan acuan untuk menilai kemungkinan kegagalan perusahaan seperti:

- 1) Biaya kebangkrutan adalah fungsi yang membatasi nilai perusahaan
- 2) Perusahaan-perusahaan besar biasanya lebih suka melakukan diversifikasi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan kecil, dan memiliki kemungkinan untuk bangkrut lebih kecil.

Perusahaan besar mempunyai hak lebih banyak sumber daya untuk meningkatkan struktur modal perusahaan karena memiliki akses yang lebih baik terhadap sumber-sumber informasi eksternal dibanding perusahaan kecil. Jumlah aset yang besar akan menurunkan penggunaan hutang dalam struktur modal jika dinilai dari sisi pemilik perusahaan. Akan tetapi jika dinilai dari sisi manajemen, kemudahan yang dimilikinya dalam mengendalikan perusahaan akan meningkatkan struktur modal.

2.2.3 Risiko Bisnis

Menurut Brigham (2001 : 7), risiko bisnis (*business risk*) yang didefinisikan sebagai ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi tingkat pengembalian aktiva masa depan, merupakan satu-satunya determinan terpenting dari struktur modal perusahaan. Risiko bisnis antar industri dan antar perusahaan dalam industri yang sama dapat berbeda-beda. Risiko bisnis dapat berubah dari negatif antara ukuran perusahaan dengan struktur modal. Apabila perusahaan dihadapkan pada kebutuhan dana yang semakin meningkat akibat pertumbuhan penjualan, dan dana dari sumber internal sudah digunakan semua maka tidak ada pilihan lain bagi perusahaan untuk menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan baik hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru.

2.3 Agency Theory

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori agensi (*agency*

theory) dan sekaligus mengintegrasikan dengan teori *property rights* serta pengembangan teori struktur kepemilikan perusahaan. Teori keagenan menyatakan bahwa pemilihan komposisi struktur modal tergantung pada keberadaan biaya keagenan yang dihadapi perusahaan. Teori ini mengasumsikan bahwa keberadaan hutang dengan kewajiban tetapnya yang harus dipenuhi perusahaan berupa cicilan pokok dan bunga, akan membuat aliran *cash flow* perusahaan digunakan untuk memenuhi kewajiban tersebut.

Penggunaan *cash flow* perusahaan tersebut akan mencegah manajer untuk menggunakan sumber daya perusahaan secara serampangan. Penggunaan hutang akan mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer, namun dengan menerbitkan hutang ini juga akan memungkinkan timbulnya konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Dalam teori ini diuraikan mengenai adanya hubungan antara pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Jensen dan Meckling menguraikan adanya konflik antara *principal* dengan *agent* yang disebutkan bahwa biaya agensi merupakan hasil penjumlahan dari:

- 1) Pengeluaran untuk pemantauan (*monitoring*) oleh pemilik (*principal*), waktu ke waktu.

Menurut Reily dan Brown (2012) dalam Linda dan Aan (2013), risiko bisnis adalah ketidakpastian aliran pendapatan yang disebabkan oleh sifat alami dari bisnis yang dilakukan oleh perusahaan. Investor akan meminta return yang lebih tinggi berdasarkan ketidakpastian yang mendasari suatu bisnis. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang menunjukkan arah hubungan Pengeluaran dalam rangka pengikatan oleh *agent*, dan

- 2) Biaya lain-lain yang berkaitan dengan pengendalian perusahaan.

Struktur modal disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik antarberbagai kelompok kepentingan. Sebagai contoh, pemegang saham mempunyai konflik kepentingan dengan kreditur. Pemegang saham dengan manajemen juga seperti itu. Pada konflik kepentingan yang pertama, jika rasio hutang terhadap saham relatif tinggi, maka pemegang saham tergoda melakukan substitusi asset, dalam hal ini mereka akan beroperasi dengan meningkatkan risiko perusahaan. Risiko yang meningkat menguntungkan bagi pemegang saham karena kemungkinan memperoleh keuntungan yang tinggi semakin besar. Sebaliknya risiko ini tidak disukai kreditur karena bunga yang diterima mereka besarnya tetap, tidak peduli keuntungan yang diperoleh perusahaan. Untuk mencegah situasi seperti ini, kreditur membebaskan bunga yang semakin tinggi dengan meningkatnya jumlah hutang (Hanafi, 2008 : 317). Menurut Cahyani (2013) *agency theory* dapat dianalisis dengan variabel *growth opportunity* dan kepemilikan manajerial.

2.3.1 Growth Opportunity

Growth opportunity adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan dimasa depan. Peluang pertumbuhan merupakan ukuran sampai sejauhmana laba per lembar saham suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh *leverage*. Perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang cepat membutuhkan dana lebih besar dimasa depan sehingga harus meningkatkan aktiva tetapnya dan lebih banyak mempertahankan laba. Laba ditahan dari perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan meningkat, dan perusahaan-perusahaan tersebut akan lebih banyak melakukan hutang untuk mempertahankan rasio hutang yang ditargetkan.

Growth opportunity dapat didefinisikan sebagai suatu usaha untuk

mengelola uang dengan cara menanamkan uang tersebut pada bidang-bidang tertentu dengan harapan untuk mendapatkan keuntungan di masa mendatang (Benito, 2003 dalam Arief, 2011). Pertumbuhan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan dan penurunan volume usaha. Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan, karena pertumbuhan yang baik memberi tanda bagi perkembangan perusahaan. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik.

Teori agensi memprediksi hubungan positif antara *growth opportunity* terhadap struktur modal karena perusahaan dengan *growth opportunity* yang lebih besar lebih memiliki fleksibilitas untuk melakukan investasi secara optimal. Oleh karena itu berdasarkan pada konflik keagenan maka perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi akan memiliki hutang yang relatif tinggi juga. Jadi dapat disimpulkan semakin tinggi *growth opportunity* maka semakin tinggi struktur modalnya.

3.3.2 Kepemilikan Manajerial

Menurut Gideon (2005), Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal perusahaan yang dikelola. Serta Midiastuty dan Machfoedz (2003) mendefinisikan kepemilikan manajerial sebagai salah satu mekanisme yang dapat diterapkan dalam membatasi perilaku *opportunistic* manajer dalam bentuk *earnings management*.

Jensen dan Meckling (1976), mengemukakan bahwa kepemilikan saham oleh manajer akan mempengaruhi kinerja manajer dalam menjalankan

operasi perusahaan. Christian dan Tarigan (2004), kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sebagai pemegang saham perusahaan.

Dari beberapa definisi diatas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan. Kepemilikan saham manajerial dapat mensejajarkan antara kepentingan pemegang saham dengan manajer, karena manajer ikut merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan manajer yang menanggung risiko apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Hal ini menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan akan dapat menyatukan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham, sehingga kinerja perusahaan semakin bagus.

Christian dan Tarigan (2004) menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi pengguna laporan keuangan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan. Adanya kepemilikan manajerial menjadi hal menarik jika dikaitkan dengan *agency theory*.

Masalah teknis tidak akan timbul jika kepemilikan dan pengelolaan perusahaan tidak dijalankan terpisah. Pemilik atau pemegang saham bertujuan untuk memaksimumkan kekayaannya dengan melihat nilai sekarang dari arus kas yang dihasilkan oleh investasi perusahaan sedangkan manajer bertujuan pada peningkatan dan pertumbuhan dan ukuran perusahaan.

Alternatif yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* salah

satunya adalah dengan kepemilikan saham perusahaan. Dengan demikian manajer akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antar manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, sehingga manajer ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Argumen tersebut mengindikasikan mengenai pentingnya kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikan perusahaan. Pada saat kepemilikan manajemen meningkat, manajer akan menurunkan nilai hutang untuk menurunkan risiko dan biaya keagenan.

2.4 Kerangka Konseptual

Lihat gambar 1 pada lampiran

3. Metode Penelitian

3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian kausatif yaitu penelitian yang menunjukkan arah hubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat. Disamping mengukur kekuatan hubungan, penelitian ini juga menguji determinan struktur modal dalam perspektif *pecking order theory* dan *agency theory*. Dimana penelitian ini menganalisis variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis dalam perspektif *pecking order theory* dan variabel *growth opportunity* dan kepemilikan manajerial dalam perspektif *agency theory*.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang memiliki kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari kemudian ditarik

kesimpulannya. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode 2010-2013. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan menggunakan laporan tahunan yang telah diaudit. Adapun kriteria sampel penelitian dapat dilihat pada lampiran tabel 1.

3.3 Jenis Data dan Sumber Data

Jenis data dalam penelitian ini adalah data dokumenter yang didokumentasikan oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2013. Sumber data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari laporan keuangan dan laporan tahunan masing-masing perusahaan sampel setiap akhir tahun selama masa penelitian yaitu dari tahun 2010 sampai tahun 2013. Data mengenai laporan keuangan dan laporan tahunan tersebut didapat dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan situs-situs lain yang diperlukan

3.4 Teknik Pengumpulan Data

Data ini diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), (www.yahoofinance.com), serta website-website terkait lainnya serta dengan cara mempelajari literature yang berkaitan dengan permasalahan penelitian baik media cetak maupun elektronik.

3.5 Variabel Penelitian

3.5.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal. Struktur modal adalah perimbangan antara modal sendiri dan modal asing. Struktur modal diprosikan dengan *debt to equity ratio* (DER)

3.5.2 Variabel Independen

III.5.2.1 Profitabilitas

Rasio profitabilitas adalah ukuran untuk mengetahui seberapa jauh efektivitas manajemen dalam mengelola

perusahaannya. Rasio profitabilitas yang digunakan adalah *return on equity* (ROE), yang merupakan tolak ukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan total modal sendiri yang digunakan. ROE dirumuskan sebagai berikut (Brigham dan Houston, 2006).

3.5.2.2 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Skala besar kecilnya perusahaan dapat ditentukan berdasarkan total penjualan, rata-rata tingkat penjualan, total aset, dan rata-rata total aset. Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan total aset yang dimiliki perusahaan.

3.5.2.3 Risiko Bisnis

Risiko bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis dihitung sebagai standar deviasi return saham secara bulanan selama satu tahun yang di rata-ratakan.

3.5.2.4 Growth Opportunity

Kesempatan tumbuh (*Growth Opportunity*) adalah kesempatan yang dimiliki perusahaan untuk dapat berkembang dan mencakup kesempatan untuk melakukan investasi dimasa mendatang. Variabel ini didefinisikan sebagai rasio harga pasar per lembar saham dibagi nilai buku per lembar saham (Seftianne dan Ratih 2011). Adapun rumus variabel ini yaitu:

3.5.2.5 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Kepemilikan manajerial dihitung dengan menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi).

3.6 Model dan Teknik Analisis data

3.6.1 Analisis Regresi Berganda

Penelitian ini menggunakan analisis Regresi Berganda (*Multiple Regression*) dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS). Adapun persamaan regresinya adalah sebagai berikut:

$$SM = \alpha - \beta_1 \text{ Profit} - \beta_2 \text{ Size} - \beta_3 \text{ Risk} + \beta_4 \text{ Growth} - \beta_5 \text{ Manajerial} + \varepsilon$$

Keterangan:

SM : struktur modal

Profit : profitabilitas

Size : ukuran perusahaan

Growth : *growth opportunity*

Manajerial : kepemilikan manajerial

α : konstanta

β : koefisien regresi

ε : error

3.6.2 Uji Model

Pengujian model serta hipotesis penelitian dilakukan menggunakan Uji Koefisien Determinasi (R^2), Uji F, dan Uji Hipotesis (Uji t)

3.7 Definisi Operasional

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara hutang (*debt*) dengan modal sendiri (*equity*) yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitya. Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu. Ukuran perusahaan merupakan ukuran perusahaan ditunjukkan oleh natural logaritma dari total aset.

Risiko bisnis (*business risk*) yang didefinisikan sebagai ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi tingkat pengembalian aktiva masa depan, merupakan satu-satunya determinan terpenting dari struktur modal perusahaan. Peluang pertumbuhan merupakan ukuran sampai sejauhmana laba per lembar saham suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh *leverage*. Kepemilikan manajerial adalah

kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan.

4. Hasil Analisis Data Dan Pembahasan

4.1 Statistif Deskriptif

Tabel 9 menjelaskan deskriptif variabel-variabel dalam penelitian ini. Variabel struktur modal (SM) memiliki rata-rata (*mean*) -0.111345 dengan standar deviasi 0.418811. Tingkat struktur modal tertinggi sebesar 1.115541 dan terendah sebesar - 1.412615. Variabel profitabilitas (PROFIT) memiliki rata-rata (*mean*) - 1.412615 dengan standar 0.253725. Tingkat profitabilitas tertinggi sebesar 1.740933 dan terendah sebesar - 1.181660.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki rata-rata (*mean*) 28.01432 dengan standar deviasi 1.628528. Tingkat ukuran perusahaan tertinggi sebesar 33.18585 dan terendah sebesar 25.08254. Variabel risiko bisnis (RISK) memiliki rata-rata sebesar 0.043763 dengan standar deviasi 0.044019. Tingkat risiko bisnis tertinggi sebesar 0.301676 dan terendah sebesar 0.000115. Variabel *growth opportunity* (GROWTH) memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 2.597417 dengan standar deviasi sebesar 6.738851. Tingkat *growth opportunity* tertinggi sebesar 46.94955 dan terendah sebesar - 37.12310. Variabel kepemilikan manajerial (KEPMAN) memiliki rata-rata sebesar 0.021842 dengan standar deviasi sebesar 0.051449. Tingkat kepemilikan manajerial tertinggi sebesar 0.256198 dan terendah sebesar 0.000000.

4.2 Analisis Model Regresi Panel

4.2.1 Chow Test atau Likelihood Test

Chow test yakni pengujian untuk menentukan model *fixed effect* atau *random effect* yang paling tepat digunakan dalam uji chow adalah:

H0 : *common effect model* atau pooled OLS

H1: *fixed effect model*

Dasar penolakan H0 adalah dengan menggunakan pertimbangan Statistik *Chi-Square*, jika probabilitas dari hasil uji Chow-test lebih kecil dari nilai kritisnya (0.05) maka Ha diterima dan sebaliknya. Berdasarkan hasil uji *Chow-Test* dengan menggunakan *eviews*, didapat probabilitas sebesar 0,0000. Nilai probabilitasnya kecil dari level signifikan ($\alpha = 0,05$), maka H0 untuk model ini di tolak dan Ha diterima, sehingga estimasi yang lebih baik digunakan dalam model ini adalah *Fixed Effect Model (FEM)*. Untuk itu perlu dilanjutkan ke uji *Hausman test*. Ini dapat dilihat pada tabel 11 di lampiran.

4.2.2 Hausman Test

Hausman test adalah pengujian statistik untuk memilih apakah model *fixed effect* atau *random effect* yang paling tepat digunakan. Jika nilai statistik Hausman lebih kecil dari nilai kritisnya (0.05) maka Ha diterima (model yang tepat adalah model *fixed effect*) dan sebaliknya. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H0: *Random Effect Model*

Ha: *Fixed Effect Model*

Berdasarkan hasil uji *Hausman test* dengan menggunakan *eviews*, didapat probabilitas sebesar 0.5373. Nilai probabilitasnya lebih dari level signifikan ($\alpha = 0,05$), maka H0 untuk model ini di terima dan Ha ditolak, sehingga estimasi yang lebih baik digunakan dalam model ini adalah *Random Effect Model (REM)*. Untuk itu tidak perlu lagi dilakukan uji asumsi klasik. Ini dapat dilihat pada tabel 12 di lampiran.

4.3 Uji Model

4.3.1 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Hasil estimasi pada tabel 12, diketahui bahwa nilai *adjusted R²* yang diperoleh sebesar 0.082509. Hal ini mengindikasikan bahwa kontribusi

variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 8,25% dan sebesar 91,75% ditentukan oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam model pada penelitian ini.

4.3.2 Uji F

Berdasarkan tabel 12, dapat dilihat bahwa probabilitas F-statisic yang diperoleh sebesar 0.000003 lebih kecil dari sig (0,05). Hal ini menandakan bahwa model regresi linear berganda diterima.

4.3.3 Pengujian Hipotesis

Berdasarkan hasil olahan data statistik pada tabel 12, maka dapat dilihat pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial adalah sebagai berikut:

1. Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. berdasarkan pada tabel 12 dapat diketahui bahwa koefisien β bernilai negatif -0.339921 nilai thitung sebesar -4.531610 dan nilai signifikansi $0.0000 < 0,05$. Hal ini berarti bahwa profitabilitas (PROFIT) berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal dan dapat disimpulkan bahwa profitabilitas dapat meningkatkan struktur modal, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis 1 diterima**.
2. Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. berdasarkan pada tabel 12 dapat diketahui bahwa koefisien β bernilai positif 0.044135 nilai thitung sebesar 2.453067 dan nilai signifikansi $0.0147 < 0,05$. Hal ini berarti bahwa ukuran perusahaan (SIZE) tidak berpengaruh negatif terhadap struktur modal sehingga dapat disimpulkan **hipotesis 2 ditolak**.
3. Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah risiko bisnis berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan pada tabel 12 dapat diketahui bahwa koefisien β bernilai positif 0.181262 nilai thitung sebesar 0.697371 dan nilai signifikansi $0.4861 < 0,05$. Hal ini berarti bahwa risiko bisnis (RISK) tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis 3 ditolak**.
4. Hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah *growth opportunity* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Berdasarkan pada tabel 12 dapat diketahui bahwa koefisien β bernilai positif 0.005446 nilai thitung sebesar 2.406819 dan nilai signifikansi $0.0166 < 0,05$. Hal ini berarti bahwa *growth opportunity* (GROWTH) berpengaruh positif terhadap struktur modal, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis 4 diterima**.
5. Hipotesis kelima dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan pada tabel 12 dapat diketahui bahwa koefisien β bernilai negatif -0.805070 nilai thitung sebesar -1.184440 dan nilai signifikansi $0.2371 < 0,05$. Hal ini berarti bahwa kepemilikan manajerial (KEPMAN) tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis 5 ditolak**.

4.4 Pembahasan

4.4.1 Pengaruh Profitabilitas dalam Perspektif *Pecking Order Theory* terhadap struktur modal

Berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini, ditemukan bahwa hipotesis pertama diterima dan dapat disimpulkan profitabilitas (PROFIT) berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal dan profitabilitas dapat meningkatkan struktur modal. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil, dan memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal karena lebih mudah dan biaya akan lebih efektif dengan

menggunakan pendanaan internal, yaitu dengan laba ditahan. Sesuai dengan teori *pecking order*, yang menyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan pertama dari laba ditahan kemudian hutang dan terakhir penjualan saham baru.

Meskipun secara teoritis sumber modal yang biayanya paling murah adalah hutang, kemudian saham preferen dan yang paling mahal adalah saham biasa dan laba ditahan. Sebagai pertimbangan lain adalah bahwa *direct cost* untuk pembiayaan eksternal lebih tinggi dibanding dengan pembiayaan internal. Profitabilitas merupakan suatu indikator kinerja yang dilakukan manajemen dalam mengelola kekayaan perusahaan berupa ekuitasnya maupun total aktiva yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan (Arief, 2011).

Rasio profitabilitas bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba, baik dalam hubungannya dengan penjualan, aset, maupun terhadap modal sendiri. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan mengurangi hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan relatif rendah menggunakan hutang (Dumas, 2011). Jadi, semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah struktur modal. Artinya, perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan mampu membiayai aktivitas operasi perusahaan sendiri tanpa menggunakan dana eksternal. Hasil penelitian didukung oleh hasil penelitian Cahyani (2013) dan Seftianne dan Ratih (2011), Harjanti dan Tandelilin (2007), Hardianti dan Gunawan (2010) dan Ramlall (2009) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

4.4.2 Pengaruh Ukuran Perusahaan dalam Perspektif *Pecking Order Theory* terhadap struktur modal

Menurut penelitian yang dilakukan

oleh Daskalakis dan Psillaki (2005) dalam Arief (2011), menyatakan bahwa perusahaan yang lebih kecil memiliki rasio penggunaan hutang yang kecil pula, hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang memilih untuk menggunakan dana internalnya karena perusahaan kecil mempunyai kecenderungan terlikuidasi ketika mereka berada pada *financial distress*.

Apabila perusahaan dihadapkan pada kebutuhan dana yang semakin meningkat akibat pertumbuhan penjualan, dan dana dari sumber internal sudah digunakan semua maka tidak ada pilihan lain bagi perusahaan untuk menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan baik hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru. Jadi semakin besar ukuran suatu perusahaan maka semakin besar pula kemungkinan laba yang didapatkan oleh perusahaan. Dan itu membuktikan bahwa perusahaan mampu mendanai aktivitasnya sendiri dari pendanaan internal, tanpa harus menggunakan pendanaan eksternal. Sehingga semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah struktur modal. Artinya ukuran perusahaan yang besar dianggap telah mampu untuk membiayai aktivitasnya dengan menggunakan pendanaan internal.

Namun berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini, ditemukan bahwa hipotesis kedua ditolak dan dapat disimpulkan ukuran perusahaan (SIZE) tidak berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Pada tabel 5 dapat dilihat bahwa perusahaan sampel banyak yang memiliki ukuran perusahaan diatas rata-rata, ini mungkin dikarenakan aset yang dimiliki oleh perusahaan yang relatif besar didapatkan dari pendanaan eksternal yaitu berupa hutang dan penerbitan saham. Titman dan Wessel (1988) dalam Hardianto (2007) menyatakan penerbitan ekuitas pada perusahaan kecil lebih banyak mengeluarkan biaya daripada perusahaan besar. Dengan kata lain, semakin besar ukuran perusahaan, biaya

penerbitan ekuitas menjadi semakin murah.

Kenaikan ukuran perusahaan yang diukur dengan *natural logaritma* total aset sangat besar setiap tahunnya mempengaruhi tingkat kenaikan hutang. Kreditor akan lebih mudah memberikan hutang kepada perusahaan yang besar dengan asumsi bahwa perusahaan besar memiliki kemungkinan yang relatif kecil akan mengalami kebangkrutan. Oleh karena itu kreditor akan merasa lebih aman memberi pinjaman kepada perusahaan besar. Hal ini tidak sejalan dengan *pecking order theory* yang lebih mengandalkan pendanaan internal. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Hidayah (2007), Sumani dan Lia (2012), Friska (2011), Ervina (2011) serta Cahyani (2013) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

4.4.3 Pengaruh Risiko Bisnis dalam Perspektif *Pecking Order Theory* terhadap struktur modal

Setiap perusahaan akan menghadapi risiko sebagai akibat dari dilakukannya kegiatan operasi perusahaan, baik itu berupa risiko bisnis maupun risiko hutang yang harus digunakan oleh perusahaan. Risiko bisnis berhubungan dengan jenis usaha yang dipilih dari kondisi ekonomi yang dihadapi. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan dengan risiko bisnis yang rendah.

Risiko perusahaan yang tinggi pada umumnya lebih mengutamakan penggunaan dana internal daripada penggunaan hutang maupun penerbitan saham. Umumnya peningkatan penggunaan hutang meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan, tetapi lebih banyak hutang berarti lebih banyak risiko yang harus ditanggung oleh pemegang saham. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi risiko

bisnis maka semakin rendah struktur modal yang digunakan oleh perusahaan. Hal ini dikarenakan risiko bisnis yang tinggi akan ditutupi dengan pendanaan internal terlebih dahulu jika masih belum mampu menutupi risiko barulah pendanaan eksternal akan digunakan.

Namun berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini, ditemukan bahwa hipotesis ketiga ditolak dan dapat disimpulkan risiko bisnis (RISK) tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Pada tabel 6 dapat dilihat bahwa nilai risiko bisnis pada perusahaan sampel banyak yang berada dibawah rata-rata. Karena nilai risiko yang rendah sangat memungkinkan bagi perusahaan sampel untuk menggunakan hutang. Dengan risiko yang kecil, perusahaan akan lebih mampu untuk mengembalikan pinjaman kepada kreditor. Kreditor juga lebih cenderung memberikan pinjaman kepada perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang kecil, karena risiko bisnis yang besar dapat mengarah kepada kebangkrutan. Hal ini tidak sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan risiko perusahaan yang tinggi pada umumnya lebih mengutamakan penggunaan dana internal daripada penggunaan hutang maupun penerbitan saham.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Friska (2011), Saidi (2004) dan Ervina (2011) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

4.4.4 Pengaruh *Growth Opportunity* dalam Perspektif *Agency Theory* terhadap struktur modal

Berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini, ditemukan bahwa hipotesis keempat diterima dan dapat disimpulkan *growth opportunity* (GROWTH) berpengaruh terhadap struktur modal. Dalam penelitian ini pada tabel 7 dapat dilihat bahwa kebanyakan dari perusahaan sampel dari tahun 2010-2013 bernilai positif. Perusahaan yang

mengalami *growth opportunity* akan memerlukan tambahan modal untuk membiayai pertumbuhannya dan keputusan yang akan akan dipertimbangkan adalah keputusan mengenai sumber modal yang akan dipergunakan untuk kegiatan operasional perusahaan.

Menurut Setiawan (2006) dalam Seftianne dan Ratih (2011), perusahaan yang mempunyai *growth opportunity* tinggi akan menghadapi kesenjangan informasi yang tinggi antara manajer dan investor luar tentang kualitas proyeksi investasi perusahaan. Adanya kesenjangan informasi tersebut menyebabkan biaya modal ekuitas saham lebih besar daripada biaya modal hutang karena dipandang dari sudut investor, modal saham dipandang lebih berisiko dibanding hutang. Kesenjangan informasi tersebut akan membuat para investor berisyarat negatif tentang prospek perusahaan dimasa mendatang.

Teori agensi memprediksi hubungan positif antara *growth opportunity* terhadap struktur modal karena perusahaan dengan *growth opportunity* yang lebih besar memiliki tingkat penggunaan hutang yang besar pula dalam struktur modal perusahaan. Implikasinya perusahaan cenderung menggunakan hutang terlebih dahulu sebelum menggunakan ekuitas saham baru. Oleh karena itu berdasarkan pada konflik keagenan maka perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi akan memiliki hutang yang relatif tinggi. Jadi dapat disimpulkan semakin tinggi *growth opportunity* maka semakin tinggi struktur modal.

Penelitian ini mendukung hasil penelitian Setiawan (2006), Nasrudin (2004) dan Ruslim (2010) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

4.4.5 Pengaruh Kepemilikan Manajerial dalam Perspektif Agency Theory terhadap struktur modal

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajemen. Manajer memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Cahyani, 2013). Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi pengguna laporan keuangan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan.

Dalam *agency theory*, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal*. Pada saat kepemilikan manajemen meningkat, manajer akan menurunkan nilai hutang untuk menurunkan risiko dan biaya keagenan. Sehingga dapat disimpulkan semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin rendah struktur modal, artinya terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial terhadap struktur modal.

Namun berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini, ditemukan bahwa hipotesis ketiga ditolak dan dapat disimpulkan kepemilikan manajerial (KEPMAN) tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Ini mungkin disebabkan rendahnya kepemilikan saham oleh komisaris dan direksi pada perusahaan sampel. Dari 80 perusahaan sampel hanya 32 perusahaan yang memiliki data kepemilikan manajerial yang lengkap setiap tahunnya ini dapat dilihat dari tabel 8.

Hal ini tidak sejalan dengan teori keagenan (*agency theory*) menyatakan bahwa salah satu mekanisme untuk memperkecil adanya konflik agensi dalam perusahaan adalah dengan memkasimalkan jumlah kepemilikan manajerial. Dengan menambah jumlah

kepemilikan manajerial, maka manajemen akan merasakan dampak langsung atas setiap keputusan yang mereka ambil karena mereka menjadi pemilik perusahaan. Kepemilikan oleh manajemen dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen. Jadi meningkatkan kepemilikan manajerial suatu perusahaan adalah salah satu cara guna untuk mengurangi konflik antara prinsipal dan agen.

Penelitian ini mendukung hasil penelitian Cahyani (2013), Seftianne dan Handayani (2011) serta Rahayu dan Faisal (2005) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

5. Kesimpulan Dan Saran

5.1 Kesimpulan

1. Profitabilitas dalam perspektif *pecking order theory* berpengaruh terhadap struktur modal.
2. Ukuran perusahaan dalam perspektif *pecking order theory* tidak berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
3. Risiko bisnis dalam perspektif *pecking order theory* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
4. *Growth opportunity* dalam perspektif *agency theory* berpengaruh positif terhadap struktur modal.
5. Kepemilikan manajerial dalam perspektif *agency theory* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

5.2 Keterbatasan Penelitian

1. Meskipun peneliti sudah menggunakan lima variabel independen yaitu dengan nilai *adjusted R²* sebesar 0.087863. Hal tersebut menjelaskan masih ada sejumlah variabel lain yang belum digunakan, yang juga memiliki kontribusi dalam determinan struktur modal dalam perspektif *pecking order* dan *agency theory*.
2. Sampel dalam penelitian ini hanya menggunakan perusahaan yang

terdaftar di manufaktur dari tahun 2010-2013. Dari 135 total perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini sebanyak 84 perusahaan sampel.

5.3 Saran Penelitian

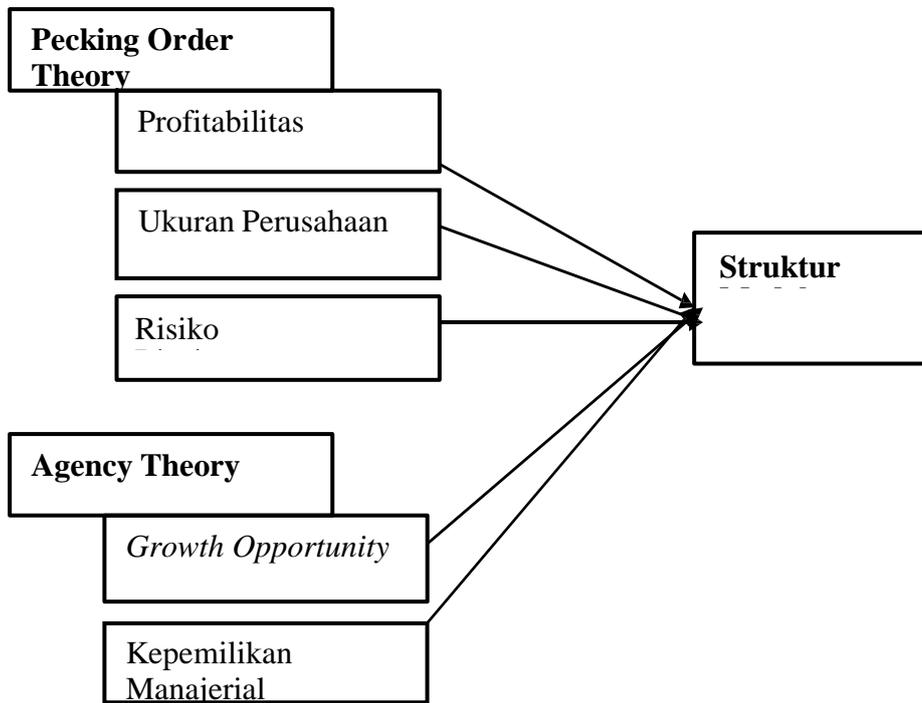
1. Untuk menjadikan sampel penelitian selanjutnya menggunakan variabel lain yang dapat menjelaskan variasi struktur modal misalnya kepemilikan institusional, *non debt tax shields*, dan volatilitas pendapatan.
2. Menggunakan rentan tahun pengamatan penelitian yang lebih panjang dan menggunakan tahun terbaru, misalnya tahun 2014.

Daftar Pustaka

- Arief Bramantyo. (2011). "Analisis Pengujian *Teori Pecking Order* Melalui Keterkaitan Profitabilitas, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan dan Kesempatan Bertumbuh Terhadap *Financial Leverage*". Skripsi. Universitas Diponegoro.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. (2001). *Manajemen Keuangan*. Buku 2 Edisi 8. Jakarta: Erlangga.
- . (2011). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Salemba Empat: Jakarta.
- Cahyani, Nuswandari. (2013). "Determinan Struktur Modal dalam Perspektif *Pecking Order Theory* dan *Agency Theory*". *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*. Hlm 92-102.
- Denny Yohana dan Warnida. (2010). "Pengaruh Kosentrasi Kepemilikan, Klasifikasi Industri, Pertumbuhan dan Risiko Terhadap *Leverage* Perusahaan Publik Di Indonesia". Tesis. UGM.
- Farah Margaretha dan Lina Sari. (2005). "Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Multinasional di Indonesia". *Media Riset Bisnis & Manajemen*, Vol. 5 No. 2. Hlm.

- 230-252.
- Irawati, Susan. (2006). *Manajemen Keuangan*. Bandung: Pustaka.
- Linda Wimelda dan Aan Marlinah. (2013). "Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Non Keuangan". STIE Trisakti.
- Rahmat Setiawan. (2006). "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dalam Perspective Jakarta". *Majalah Ekonomi*. No. 3. Hlm. 318-333.
- Seftianne dan Ratih Handayani. (2011). "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 13. No. 1, Hlm. 39-56.
- Sri Hermuningsih. (2013). "Pengaruh Profitabilitas, *Growth Opportunity*, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik Di Indonesia". *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*.
- Sunarwi. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal serta Dampak Struktur Modal terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2006-2009 (Studi Kasus pada Sektor *Food and Beverage*)". Skripsi.
- Yuke Prabansari dan Hadri Kusuma. (2005). "Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan *go public* di Bursa Efek Jakarta". *Majalah Sinergi, edisi khusus finance*. Hlm.1-15.
- Yulius Ardy Wiranata dan Yeterina Widi Nugrahanti. (2013). "Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 15, No. 1. Hlm 15-26.
- Yumar Nanok. (2008). "*Capital Structure Determinan* di Indonesia". *Akuntabilitas*. Hlm. 122-127.

LAMPIRAN



Gambar 1 Kerangka Konseptual

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel

Populasi : jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun	135
Yang tidak memenuhi kriteria sampel:	
a. Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap dalam periode pengamatan	(13)
b. Perusahaan yang menggunakan mata uang selain rupiah dalam pelaporan keuangan	(27)
c. Perusahaan yang tidak memiliki data harga saham dari tahun 2009 sampai tahun 2013	(4)
Jumlah perusahaan yang akan digunakan sebagai sampel	91

Sumber : *IDX Statistik, tahun 2014*

Tabel 9. Statistik Deskriptif

	SM	PROFIT	SIZE	RISK	GROWT
Mean	-0.111345	0.147491	28.0143	0.04376	2.597417
Median	-0.085401	0.127443	27.7443	0.03344	1.128913
Maximu	1.115541	1.740933	33.1858	0.30167	46.94955
Minimu	-1.412615	-1.181660	25.0825	0.00011	-37.12310
Std. Dev.	0.418811	0.253725	1.62852	0.04401	6.738851

Sumber : *data olahan eviws 6*

Tabel 10. Hasil uji Chow Test atau Likelihood Test

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	17.437428	(83,247)	0.0000
Cross-section Chi-square	647.015191	83	0.0000

Sumber : data olahan eviews 6

Tabel 11. Hasil uji Hausman Test

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4.084538	5	0.5373

Sumber : data olahan eviews 6

Tabel 12. Hasil Estimasi Regresi Panel dengan Model random Effect

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.302106	0.509477	-2.555769	0.0110
PROFIT	-0.339921	0.075011	-4.531610	0.0000
SIZE	0.044135	0.017992	2.453067	0.0147
RISK	0.181262	0.259922	0.697371	0.4861
GROWTH	0.005446	0.002263	2.406819	0.0166
KEPMAN	-0.805070	0.679705	-1.184440	0.2371

Weighted Statistics

R-squared	0.096203	Mean dependent var	-0.026173
Adjusted R-squared	0.082509	S.D. dependent var	0.183218
S.E. of regression	0.175497	Sum squared resid	10.16371
F-statistic	7.025220	Durbin-Watson stat	1.015570
Prob(F-statistic)	0.000003		

Sumber : Hasil regresi data panel olahan eviews 6

Halaman ini sengaja dikosongkan