

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTING DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

Esa Setiana

(esasetiana@yahoo.com)

Dosen Jurusan Akuntansi FE Unimed

ABSTRACT

This study examines whether firm size, growth of assets and profitability effect to capital structure. Previous studies show that capital structure effected by assets structure, assets growth, profitability, risk, firm size, tax shield, ownership structure, payment system and market condition. Some studies about capital structure show that the results are not consistent.

This research used 66 sample manufacturing firms listed in Jakarta Stock Exchange selected using purposive sampling. The criteria for the purposive sampling are that manufacturing firms have go public during 2000 – 2004, the firms continuous publish financial report during observation's years, consistent have longterm debt and the firms have complete data appropriate with model that used. This research resulted two findings as had been proposed in the research hypotheses. That's firm size, growth of assets and profitability effected significantly partially and simultan.towards capital structure of companies that listed in Indonesian Stock Exchange.

Keywords : *Capital Structure, Firm Size, Growth of Assets, Profitability*

PENDAHULUAN

Salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer keuangan dalam kaitannya dengan kelangsungan operasional perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal, yaitu suatu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi hutang, saham preferen dan saham biasa yang harus digunakan oleh perusahaan. Manajer harus mampu menghimpun dana baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun luar perusahaan secara efisien. Artinya keputusan pendanaan tersebut merupakan keputusan pendanaan yang mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan.

Biaya modal yang timbul dari keputusan pendanaan tersebut merupakan konsekuensi yang secara langsung timbul dari keputusan yang dilakukan manajer keuangan. Ketika manajer menggunakan hutang, jelas biaya modal yang timbul sebesar biaya bunga yang dibebankan oleh kreditor, sedangkan jika manajer menggunakan dana internal atau dana sendiri akan timbul *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi yang

selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan.

Sejak diterbitkannya Paket Kebijakan Desember 1988, pengusaha memperoleh kemudahan untuk mendapatkan dana melalui pasar modal yaitu dengan dipermudahnya persyaratan untuk *go publik*. Kemudahan tersebut telah mendorong pengusaha untuk melakukan ekspansi guna menunjang pertumbuhan ekonomi. Terkadang ekspansi yang digunakan perusahaan telah menyebabkan besarnya sumber modal pinjaman dalam struktur permodalan perusahaan.

Keputusan struktur modal secara langsung berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan. Keputusan struktur modal yang diambil oleh manajer tersebut tidak saja berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan, tetapi juga berpengaruh terhadap risiko keuangan yang dihadapi perusahaan. Risiko keuangan tersebut meliputi kemungkinan ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya dan kemungkinan tidak tercapainya laba yang ditargetkan perusahaan. Berdasarkan penjelasan diatas, tampak bahwa keputusan struktur modal merupakan keputusan yang

sangat penting bagi kelangsungan hidup perusahaan.

Banyak faktor yang mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan struktur modal perusahaan. Menurut Brigham & Houston (2001) faktor-faktor tersebut antara lain: risiko bisnis, posisi pajak, fleksibilitas keuangan dan konservatisme atau agresivitas manajemen merupakan faktor-faktor yang menentukan keputusan struktur modal, khususnya pada struktur modal yang ditargetkan (*target capital structure*). Namun secara lebih umum, faktor-faktor yang berpengaruh terhadap keputusan struktur modal adalah: stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, lingkak pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan.

Sementara itu, hasil penelitian yang dilakukan oleh McCue & Ozean (1992) menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh struktur aktiva (*asset structure*), pertumbuhan aktiva (*asset growth*), kemampuan (*profitability*), risiko (*risk*), ukuran perusahaan (*size*), pajak (*tax shields*), struktur kepemilikan perusahaan (*ownership/system affiliation*), sistem pembayaran dari konsumen (*payment system*) dan kondisi pasar (*market conditions*).

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Ghosh *et al.* (2010) terhadap faktor-faktor penentu struktur modal pada 500 perusahaan manufaktur di Amerika Serikat menunjukkan bahwa variabel-variabel *growth of assets*, *fixed asset ratio*, *R & D Expenditure* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Pada hasil penelitian yang lain seperti yang dilakukan oleh Krishnan & Moyer (1996) terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur di Amerika Serikat menunjukkan bahwa *size*, *profit* dan *tax rate* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur. Selanjutnya berdasarkan hasil penelitian Mahmoud *et al.* (1998), ternyata faktor yang mempengaruhi struktur modal secara signifikan hanya *agency cost* dan *ownership structure*.

Mengingat keputusan pendanaan merupakan keputusan penting yang secara langsung akan menentukan kemampuan perusahaan untuk dapat bertahan hidup dan

berkembang dan masih adanya inkonsistensi mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, maka penulis tertarik untuk melakukan kajian empiris terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan, khususnya perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Indonesia (BEI).

Berdasarkan beberapa hasil penelitian terdahulu yang pernah dilakukan, dalam penelitian ini akan menganalisis beberapa faktor yang dikaji untuk melihat faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, yaitu ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan aktiva (*growth of assets*), kemampuan (*profitabilitas*) perusahaan manufaktur di Bursa Indonesia (BEI) selama kurun waktu 2000-2004.

Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka permasalahan yang akan dianalisis dalam penelitian adalah "apakah faktor-faktor ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan aktiva (*growth of assets*), kemampuan (*profitabilitas*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan?".

TINJAUAN PUSTAKA

Pengertian dan Karakteristik Modal

Pasar modal pada hakikatnya adalah jaringan tatanan yang memungulkan pertukaran klaim jangka panjang dan penambahan finansial assets (dana) pada saat yang sama, memungulkan investor untuk mengubah dan menyesuaikan portofolio investasi (melalui pasar sekuritas). Pasar modal adalah suatu bidang perdagangan surat-surat berharga, saham, sertifikat saham, dan obligasi. pengertian klasik, seperti dapat dilihat dari praktik-praktiknya di negara-negara kapitalis, perdagangan efek sesungguhnya merupakan kegiatan perusahaan & individu. Motivasi utama terletak pada kebutuhan modal bagi perusahaan untuk ingin lebih memajukan usaha atau menjual sahamnya pada para pembeli atau investor baik golongan masyarakat umum maupun lembaga-lembaga usaha.

Menurut Usman (1989) dalam Anoraga & Pakarti (1995), pasar modal adalah pelengkap di sektor keuangan terhadap dua lembaga lainnya yaitu bank dan lembaga pembiayaan. Pasar modal memberikan jasanya yaitu menjembatani hubungan antara pemilik modal dalam hal ini disebut sebagai pemodal (*investor*) dengan peminjam dana dalam hal ini disebut dengan nama *emiten* (perusahaan yang *go public*). Sedangkan menurut Sudomo (1990) dalam Pandji & Pakarti (1995) yang dimaksud dengan pasar modal adalah pasar tempat diterbitkan serta diperdagangkan surat-surat berharga jangka panjang, khususnya obligasi dan saham. Definisi ini sudah menyangkut dua jenis pasar yang dikenal secara terpisah, yakni pasar perdana, dimana surat-surat berharga itu pertama sekali diterbitkan dan pasar sekunder, dimana surat-surat berharga itu diperdagangkan.

Modal dan Struktur Modal Perusahaan

Modal menurut Munawir (2001) adalah hak atau bagian yang akan dimiliki oleh pemilik perusahaan yang ditunjukkan dalam pos (modal saham), surplus dan laba yang ditahan atau kelebihan aktiva yang dimiliki oleh perusahaan terhadap seluruh hutang-hutangnya. Sumber dari modal adalah apa yang dapat dilihat berupa hutang lancar, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Modal menggambarkan hak pemilik atas perusahaan yang timbul sebagai akibat penanaman (investasi) yang dilakukan oleh para pemilik.

Menurut Brigham & Houston (2001) struktur modal adalah bauran dari hutang, saham preferen, dan saham biasa. Sedangkan Suad (1989) struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dengan modal sendiri. Struktur modal dalam perusahaan berkaitan erat dengan investasi sehingga dalam hal ini akan menyangkut sumber dana yang akan digunakan untuk membiayai proyek investasi tersebut. Sumber dana tersebut pada dasarnya terdiri dari penerbitan saham (*equity financing*), penerbit obligasi (*debt financing*) dan laba ditahan (*retained earning*). Penerbitan saham dan obligasi sering disebut sumber dana yang berasal dari luar perusahaan atau *external financing* sedang laba untuk laba ditahan sering

disebut dengan *retained earning* atau sumber dana sebagai pembelanjaan yang berasal dari dalam perusahaan itu sendiri atau *internal financing*.

Struktur modal merupakan masalah penting dalam pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan perusahaan. Struktur modal tersebut tercermin pada hutang jangka panjang dan unsur-unsur modal sendiri, dimana kedua golongan tersebut merupakan dana permanen atau jangka panjang. Untuk mengukur struktur modal tersebut digunakan rasio struktur modal yang disebut dengan *leverage ratio*. *Leverage ratio* adalah perbandingan yang dimaksud untuk mengukur seberapa jauh aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang. Dalam perhitungan *leverage ratio* yang digunakan adalah *longterm debt to equity ratio*. *Longterm debt to equity ratio* menunjukkan persentase modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk hutang jangka panjang yang dihitung dengan membandingkan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri.

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal

Adapun faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan, antara lain:

1. Struktur aktiva

Menurut Mahmoud *et al.* (1998) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa struktur aktiva mempengaruhi keputusan struktur modal yang dilakukan oleh manajer. Begitupun hasil penelitian Bhaduri & Saumitra (2002) yang menunjukkan adanya pengaruh yang nyata dari struktur aktiva terhadap keputusan struktur modal. Sementara itu, hasil penelitian yang dilakukan oleh Khrisnan & Moyer (1996) pada perusahaan-perusahaan besar di negara industri juga menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara struktur aktiva terhadap struktur modal dalam suatu perusahaan.

2. Tingkat Pertumbuhan Aktiva

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Balakrishnan dan Isaac (1993) terhadap 295 perusahaan industri di Amerika Serikat menunjukkan bahwa pertumbuhan aktiva berpengaruh nyata

terhadap struktur modal dalam suatu perusahaan.

3. Profitabilitas

Dari hasil penelitian Brigham & Houston (2001) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi cenderung akan menggunakan hutang yang relatif kecil. Dimana dengan tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Sedangkan dari beberapa hasil penelitian empiris yang telah dilakukan oleh Klrisuan & Moyer (1996), Badhuri (2002), Mahanoud *et al.* (1998) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dalam suatu perusahaan.

4. Besaran Perusahaan (Ukuran Perusahaan)

Ukuran perusahaan akan mempunyai pengaruh terhadap struktur modal dalam suatu perusahaan. Pada kenyataannya semakin besar suatu perusahaan maka kecenderungan penggunaan dana eksternal juga semakin besar. Dari hasil beberapa penelitian menunjukkan bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran besaran perusahaan dan adanya hubungan yang positif antara besaran perusahaan dengan rasio hutang. Menurut Homifar *et al.* (1994) dalam Mayangsari (2001) menemukan bahwa besaran perusahaan berpengaruh positif terhadap leverage perusahaan.

5. Tingkat Pertumbuhan Penjualan

Bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang tinggi kecenderungan penggunaan hutang sebagai sumber dana eksternal akan semakin lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhannya lebih rendah. Kondisi ini sejalan dengan hasil penelitian Thies dan Klock (1992) dalam Mayangsari (2001) yang menunjukkan pertumbuhan penjualan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan dengan leverage. Sedangkan Bakin (1989) dalam Mayangsari (2001) menemukan tingkat pertumbuhan

penjualan berhubungan positif dengan hutang.

6. Kebijakan Deviden

Secara tidak langsung, kebijakan deviden akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Kebijakan deviden yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar sejumlah deviden yang tetap tersebut. Menurut Mc. Cue & Ozcan (1992) dalam studinya menemukan bahwa kebijakan deviden mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*.

7. Risiko Bisnis

Dalam suatu perusahaan, risiko bisnis akan meningkat jika dalam penggunaan hutang begitu tinggi dan hal ini akan meningkatkan kemungkinan kebangkrutan bagi perusahaan. Menurut Feri dan Jones (1979) dalam Mayangsari (2001) dinyatakan bahwa risiko bisnis ditunjukkan oleh variabilitas pendapatan yang akan diterima pada masa yang akan datang. Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan risiko yang tinggi seharusnya menggunakan hutang yang lebih sedikit untuk menghindari kemungkinan terjadinya kebangkrutan pada perusahaan.

8. Operating Leverage

Operating leverage merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi risiko bisnis. Dimana semakin besar *operating leverage* perusahaan maka semakin besar variasi keuntungan akibat perubahan pada volume penjualan perusahaan dan mengakibatkan semakin besar risiko bisnis perusahaan. Pada tingkat risiko yang tinggi, sebaiknya struktur modal dipertahankan atau mengurangi penggunaan hutang yang lebih besar. Sebaliknya untuk perusahaan dengan biaya tetap yang kecil dapat menggunakan hutang yang lebih besar.

Metode Penelitian

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan dimensi waktu *pooling data/data pane*

(gabungan data *time series* dan data *cross section*) yang meliputi data akuntansi berupa laporan keuangan perusahaan selama kurun waktu 2000 – 2004 yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dan permintaan langsung ke Bursa Efek Indonesia (BEI). Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah struktur modal (SM) sebagai *dependent variabel*, sedangkan ukuran perusahaan (*size*), aktiva (*growth of assets*), dan kemampuan (*profitabilitas*) sebagai *independent variabel*.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sedangkan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah sebagian dari perusahaan tersebut yang diperkirakan dapat mewakili karakteristik populasi. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive random sampling* dengan mengemukakan beberapa kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Jakarta selama periode 2000–2004. Hal ini dimaksudkan untuk memperoleh data yang berkesinambungan.
2. Perusahaan yang secara kontinyu mengeluarkan laporan keuangan selama tahun pengamatan, yaitu dari tahun 2000–2004.
3. Konsisten memiliki hutang jangka panjang selama periode tersebut.
4. Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini memiliki kelengkapan data sesuai dengan model yang digunakan.

Teknik Sampling

Dalam melakukan seleksi sampel, digunakan teknik 1, 1+2, 1+2+3 dan 1+2+3+4 sesuai dengan kriteria metode *purposive random sampling* diatas sehingga sampel terpilih berjumlah 66 perusahaan dan dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1
Teknik Seleksi Sampel

Perusahaan Listing di BEJ	1	1+2	1+2+3	1+2+3+4
	307	138	98	66

Sumber : Data Sekunder Diolah

Model Analisis

Untuk melihat seberapa besar pengaruh ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan aktiva (*growth of assets*), dan kemampuan (*profitabilitas*) terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama kurun waktu 2000 – 2004 dengan menggunakan data panel, maka model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$SM_{it} = \beta_0 + \beta_1 LUP_{it} + \beta_2 PA_{it} + \beta_3 KL_{it} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

- SM = struktur modal perusahaan i pada tahun t
 LUP = log ukuran perusahaan i pada tahun t
 PA = pertumbuhan aset perusahaan i pada tahun t
 KL = kemampuan perusahaan i pada tahun t
 ϵ = variabel gangguan (*error term*)
 $\beta_1 - \beta_3$ = koefisien regresi
 β_0 = konstanta
 i = perusahaan i
 t = tahun

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan metode *Generalized Least Square* (GLS) untuk semua perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penggunaan metode GLS untuk data panel (*pooled data*) lebih baik dibandingkan dengan metode OLS. Hal ini dikarenakan hasil estimasi dengan metode OLS untuk data panel menjadi bias dan tidak efisien. Gujarati (2003) menyarankan bahwa metode GLS lebih baik untuk digunakan pada data panel. Sebagai alat bantu yang digunakan untuk mengolah data panel tersebut adalah dengan Program Eviews versi 4.1.

Definisi Operasional Variabel

1. Struktur Modal (SM)

Untuk mengukur struktur modal dalam penelitian ini digunakan rasio struktur modal yang disebut dengan *leverage ratio*. *Leverage ratio* adalah perbandingan untuk mengukur seberapa jauh aktiva perusahaan dibiayai dengan

hutang Dalam perhitungan *leverage ratio* yang digunakan adalah *long term debt to total asset*. *Long Term Debt to Total Asset Ratio* menggambarkan besarnya aktiva perusahaan yang dibiayai dari hutang jangka panjang.

2. Ukuran Perusahaan (UP)

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diukur dari besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Parameter yang digunakan untuk mengukur besarnya perusahaan dalam penelitian ini diproxy dengan nilai logaritma dari total aset.

3. Pertumbuhan Aset (PA)

Pertumbuhan aset dalam penelitian ini diukur dengan perubahan (peningkatan atau penurunan) total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Pertumbuhan aset dihitung sebagai persentase perubahan aset pada tahun tertentu terhadap tahun sebelumnya (Bhaduri, 2002).

4. Kemampulabaan (KL)

Kemampulabaan atau profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Ukuran dari profitabilitas yang digunakan dalam penelitian mengacu kepada penelitian

Ghosh *et.al.* (2000) yaitu menggunakan *net profit margin* sebagai ukuran profitabilitas.

Hipotesis

Beritik tolak dari permasalahan yang diajukan, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah "ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan aktiva (*growth of assets*), dan kemampulabaan (*profitabilitas*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2000-2004".

HASIL dan PEMBAHASAN

Deskripsi Variabel

Untuk memperoleh gambaran secara menyeluruh tentang variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini baik variabel terikat maupun variabel bebas, maka dilakukan terlebih dahulu analisis secara statistik deskriptif yang mencakup nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, dan nilai ekstrim (nilai maksimum dan minimum) (Tabel 2).

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Penelitian

	SM	LUP	PA	KL
Mean	1,211676	27,26628	892,7757	0,112462
Median	0,047285	27,35538	0,340000	0,020000
Maximum	211,1963	34,00028	106922,3	20,48000
Minimum	-0,058930	20,10364	-99,91000	-8,140000
Std. Dev	13,19885	2,042755	8586,000	1,514356
Skewness	15,45799	-0,224666	11,23825	9,472046
Kurtosis	246,0134	4,820884	130,1581	133,0577
Jarque-Bera Probability	660126,5 0,000000	38,69271 0,000000	183418,1 0,000000	190012,7 0,000000
Sum	319,8825	7198,299	235692,8	29,69000
Sum Sq. Dev.	45817,12	1097,460	1,94E110	603,1307
Observations	264	264	264	264
Cross sections	66	66	66	66

Sumber : Data Sekunder Diolah

Dari hasil statistik deskriptif (Tabel 2) tampak bahwa struktur modal (SM), ukuran perusahaan (UP), pertumbuhan aset (PA), dan kemampulabaan (KL) cenderung memiliki nilai rata-rata hitung (*mean*) yang bernilai positif sebesar 1,212 untuk struktur modal; ukuran perusahaan sebesar 27,266;

pertumbuhan aset sebesar 892,776; dan kemampulabaan sebesar 0,112. Sementara itu untuk sebaran data yang ditunjukkan oleh perbedaan nilai maksimum dan minimum menunjukkan sebaran yang lebih luas dimana nilai maksimum tertinggi terjadi pada variabel pertumbuhan aset sebesar

106922,20 dan nilai maksimum terendah pada variabel kemampuan dengan nilai sebesar 20,48. Sedangkan untuk nilai minimum tertinggi terjadi pada variabel ukuran perusahaan yakni 20,10 dan nilai minimum terendah pada variabel pertumbuhan aset yakni sebesar -99,91 (untuk menunjukkan nilai maksimum dan minimum dari masing-masing data yang diteliti).

Untuk standar deviasi memperlihatkan nilai yang positif untuk semua variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Namun untuk nilai standar deviasi tertinggi dari semua variabel yang diteliti adalah variabel pertumbuhan aset dengan nilai sebesar 8586,0 dan nilai standar deviasi terendah adalah variabel kemampuan dengan nilai sebesar 1,51. Dengan demikian berdasarkan analisis

statistik deskriptif, variabel struktur modal (SM) dan pertumbuhan aset (PA) secara umum memiliki nilai statistik deskriptif yang lebih besar dibandingkan dengan variabel ukuran perusahaan (UP) dan kemampuan (KL).

Analisa Hasil Estimasi dengan Metode *Generalized Least Square* (GLS)

Untuk melihat pengaruh ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan aktiva (*growth of assets*), dan kemampuan (*profitabilitas*) terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama kurun waktu 2000 – 2004, maka hasil estimasi dengan menggunakan metode *Generalized Least Squares* (GLS) (Tabel 3).

Tabel 3
Hasil Estimasi Dengan Metode GLS (FEM dan REM)

Variabel Terikat : Struktur Modal (SM) Untuk Periode 2000 - 2004		
Variabel Bebas	Random Effects	Fixed Effects
Konstanta	23.65886	-
LUP	-0.843349 ***	-6.456346 *
PA	9.78E-05	0.000283 **
KL	4.094825 ***	2.171493 **
R ²	-0.563171	0.472085
F stat	-	4.564377 ***
Durbin-Watson	1.495328	1.764220

Sumber : Data Sekunder Diolah

Cat : Signifikan pada □ = 1% *** □ = 5% ** □ = 10% *

Setelah dilakukan estimasi untuk kedua model tersebut, maka untuk memilih model terbaik adalah dengan melakukan Uji Hausman (1978) dalam Gujarati (2003). Untuk analisis ini, uji Hausman diestimasi dengan program Eviews versi 4.1 dan akan diperoleh nilai *Chi-Square*. Ketentuan dari uji Hausman adalah apabila *null hypothesis* (H_0) diterima, maka model yang digunakan adalah *random effects model* (REM) dan sebaliknya apabila *null hypothesis* (H_0)

ditolak, maka model yang digunakan adalah *fixed effects model* (FEM).

Uji Hausman

Uji ini dilakukan untuk menentukan model mana yang terbaik antara *fixed effects model* (FEM) dan *random effects model* (REM) dalam metode *Generalized Least Square* (GLS). Hasil Uji Hausman diperoleh nilai *Chi-Square*nya seperti pada Tabel 4.

Tabel 4
Hausman Test for Fixed Versus Random Effects

chi-sqr(2)	53.969755
p-value =	0.000091

Sumber : Data Sekunder Diolah

Berdasarkan uji Hausman diperoleh nilai *Chi-square*nya sebesar 53,9697 dengan *prob. value* sebesar 0,0000 yang berarti *null hypothesis* (H_0) ditolak, maka dapat ditarik sebuah kesimpulan untuk model terbaik dalam penelitian ini adalah *fixed effects model* (FEM).

Fixed Effects Model (FEM)

Berdasarkan hasil estimasi dengan menggunakan metode *fixed effects model*

(FEM) memperlihatkan bahwa nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,4721 yang berarti secara keseluruhan variabel bebas yang ada dalam model persamaan tersebut hanya mampu menjelaskan variasi struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebesar 47,21 persen dan sisanya sebesar 52,79 persen dijelaskan oleh variabel lain yang tidak terdapat dalam model persamaan tersebut (Tabel 5).

Tabel 5
Hasil Estimasi dengan Metode FEM

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LUP?	-6,456346	3,520373	1,833995	0,0682
PA?	0,000283	0,000112	2,510159	0,0326
KL?	2,171493	1,098952	1,975967	0,0241
R-squared	0,472085	Mean dependent var		1,211676
Adjusted R-squared	0,287992	S.D. dependent var		13,19885
S.E. of regression	11,13727	Sum squared resid		24187,54
F-statistic	4,564377	Durbin-Watson stat		1,764220
Prob(F-statistic)	0,000000			

Sumber : Data Sekunder Dirlah

Hasil estimasi dengan metode FEM secara simultan (Tabel 5) memberikan pengaruh yang signifikan secara statistik pada tingkat kepercayaan 99 persen. Hal ini bisa dilihat dari nilai *T* statistik sebesar 4,5644 dengan nilai probabilitasnya sebesar 0,0000. Hal ini menunjukkan bahwa variabel bebas yang digunakan dalam *fixed effects model* (FEM) secara bersama-sama mampu memberikan pengaruhnya secara signifikan terhadap variasi struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Selanjutnya, dari hasil estimasi menjelaskan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik sebesar 6,4563 terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan tingkat kepercayaan 90 persen. Dengan demikian dapat diartikan apabila ukuran perusahaan berubah sebesar 1 persen, maka akan berdampak pada menurunnya struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebesar 6,4563 persen. Hasil empiris ini tentunya tidak sejalan dengan hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang positif dan

signifikan antara ukuran perusahaan dengan struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Walaupun hasil temuan ini tidak sesuai dengan hipotesis yang ada, namun temuan ini semakin mendukung penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Budiarto (1998) dan Irani (1999), serta hasil penelitian Masidonda dan Idrus (2001) dalam Margaretha (2003) yang membuktikan bahwa ukuran perusahaan yang diukur dengan total aktiva berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik terhadap struktur modal perusahaan. Ketidaksiharian hasil penelitian ini dengan hipotesis yang ada atau penelitian-penelitian pada umumnya dimungkinkan karena perbedaan dalam menentukan definisi operasional untuk variabel pengukuran data perusahaan yang digunakan. Dalam penelitian ini dan beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya menggunakan total aktiva sebagai ukuran perusahaan.

Sedangkan untuk beberapa penelitian terdahulu seperti Napa dan Mulyadi (1996), Achmad (1998), dan Meivinita (1999) untuk variabel ukuran perusahaan menggunakan rata-rata total aktiva perusahaan. Sehingga hasil estimasi untuk variabel ukuran perusahaan ini tidak sejalan dengan

penelitian yang dilakukan Napa dan Mulyadi (1996), bahwa perusahaan yang lebih besar akan lebih mudah memperoleh pinjaman yang memungkinkan *leveragenya* lebih besar dibandingkan perusahaan dengan ukuran kecil. Sementara hasil empiris Achmad (1998) dan Meivinita (1999) menemukan bahwa semakin besar perusahaan cenderung untuk menggunakan dana pinjaman (*debt financing*) yang semakin besar. Dengan demikian, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan yang diteliti lebih cenderung memperbesar usahanya (perusahaan) dengan menggunakan sumber dana internal dalam membiayai aktivitasnya (aktivitasnya) ketimbang menggunakan sumber dana yang berasal dari pinjaman.

Dari uraian tersebut disimpulkan bahwa koefisien regresi yang negatif dapat terjadi dengan pemikiran bahwa semakin besar perusahaan cenderung untuk mengurangi komponen struktur permodalan. Di samping itu, perusahaan dalam memperbesar usahanya cenderung menurunkan komponen struktur permodalan seperti hutang jangka pendek. Untuk itu, perusahaan dalam meningkatkan ukuran perusahaan (usahanya), baik melalui peningkatan aset ataupun volume penjualan, hendaknya mempertimbangkan komponen-komponen aktiva terutama aktiva tetap. Upaya meningkatkan aset dan volume penjualan seyogyanya dihelanjai dengan hutang jangka panjang dan modal sendiri.

Untuk variabel pertumbuhan aset (PA) menjelaskan bahwa pertumbuhan aset berpengaruh positif dan signifikan secara statistik sebesar 0,00028 terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Indonesia (BEI) dengan tingkat kepercayaan 95 persen. Ini dapat diartikan apabila pertumbuhan aset berubah sebesar 1 persen, maka akan menyebabkan meningkatnya struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebesar 0,028 persen. Hasil temuan ini sejalan dengan hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara pertumbuhan aset dengan struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Hasil penelitian ini mendukung hasil studi yang dilakukan oleh Weston dan Brigham (1986), Balakrishnan dan Isaac

(1993) serta Heribertus (2004) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal. Dan pada umumnya, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk lebih banyak menggunakan hutang (obligasi) dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya relatif lambat. Hal ini membuktikan bahwa pertumbuhan aset perusahaan memiliki pengaruh yang positif terhadap struktur modal perusahaan. Sehingga dengan semakin meningkatnya aset perusahaan cenderung akan memperkuat struktur permodalan melalui dana eksternal seperti hutang jangka panjang atau obligasi.

Sementara untuk variabel kemampuan (KI.) menunjukkan bahwa profitabilitas memberikan pengaruh yang positif dan signifikan secara statistik sebesar 2,1715 terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan tingkat kepercayaan 95 persen. Hasil empiris ini dapat diartikan apabila profitabilitas berubah sebesar 1 persen, maka akan berdampak pada meningkatnya struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebesar 2,1715 persen. Dengan demikian, hasil temuan ini sejalan dengan hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara profitabilitas dengan struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Hasil empiris ini semakin menguatkan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Brigham & Houston (2001), Krishnan dan Mayer (1996), Bhaduri (2002), dan Heribertus (2004). Hal ini membuktikan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi (*rate of return*) atas investasi cenderung menggunakan proporsi hutang yang relatif kecil dikarenakan dengan *rate of return* yang tinggi, kebutuhan dana dapat diperoleh dari laba ditahan. Dengan demikian dari beberapa penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang tingkat pengembalian keuntungan pada investasi relatif tinggi (*return on investment*) cenderung menggunakan hutang yang relatif kecil. Hal ini dikarenakan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba maka akan meningkatkan struktur

permodalan dan berdampak pada semakin berkurangnya perusahaan dalam menggunakan dana eksternal. Selanjutnya dengan tingkat pengembalian (*rate of return*) yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan perusahaan dengan dana yang dihasilkan secara internal.

KESIMPULAN dan SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut :

1. Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel struktur modal (SM) dan pertumbuhan aset (PA) secara umum memiliki nilai statistik deskriptif yang lebih besar dibandingkan dengan variabel ukuran perusahaan (UP) dan kemampuan (KL) selama periode 2000 – 2004.
2. Berdasarkan hasil uji Hausman, model terbaik dalam penelitian ini yang menggunakan metode *Generalized Least Square* (GLS) adalah *fixed effect model* (FEM).
3. Hasil estimasi dengan *fixed effects model* (FEM) menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan (UP) memberikan pengaruh yang negatif dan signifikan secara statistik terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI).
4. Untuk variabel pertumbuhan aset (PA) dan kemampuan (KL) memiliki hubungan yang positif dan berpengaruh signifikan secara statistik terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Saran

Dari hasil studi yang dilakukan maka beberapa saran dan kebijakan yang dapat direkomendasikan untuk pihak-pihak terkait, antara lain :

1. Untuk variabel ukuran perusahaan (UK) yang berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik maka sebaiknya manajer perusahaan lebih memanfaatkan sumber-sumber permodalan dari lingkungan eksternal yakni hutang

jangka panjang dan bukan hutang jangka pendek.

2. Untuk manajer perusahaan, sebaiknya lebih memperhatikan pertumbuhan aset sehingga dapat mendorong peningkatan struktur modal perusahaan dan secara perlahan akan mengurangi penggunaan dana eksternal.
3. Untuk variabel kemampuan (KL) sebaiknya para manajer terus berupaya untuk meningkatkan profitnya secara terus menerus sehingga akan memperkuat struktur modal perusahaan.
4. Untuk penelitian yang akan datang disarankan untuk memasukkan faktor-faktor lain yang mempengaruhi struktur modal sehingga hasilnya dapat lebih baik dalam menentukan faktor yang berpengaruh dalam struktur permodalan.

Daftar Pustaka

- Achmad. (1998). Analisis Beberapa variabel yang mempengaruhi Struktur Pendanaan Pada Industri Properti yang Go Public di Indonesia. Tesis. Program Pasca Sarjana Brawijaya. Malang.
- Anoraga & Pakarti. (1995). *Pasar Modal di Indonesia*. Edisi Keempat. Jakarta : Erlangga.
- Balakhrisuan, Srinivasan and Isacc, Fox. (1993). Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure. *Strategic Management Journal*, Vol. 14, Issue 1, pp. 3-16.
- Bhaduri, Saumitra N. (2002). Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 26, Issue 2, pp. 200-215.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. (2001). *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Jakarta : Erlangga.
- Budianto, Tedjasuksmana. (1998). Analisis variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Pendanaan Pada Industri Kimia/Farmasi yang Go Public di BES. Tesis. Universitas Brawijaya. Malang.
- Margaretha, Farah. (2003). Tinjauan Persepsi Manajemen Terhadap Struktur Modal Perusahaan Go

- Publik. *Media Riset Bisnis dan Manajemen*, Vol. 3, No. 1, Hal. 98-115.
- Ghosh, Arvin, Francis Cai and Wenhui Li. (2000). The Determinants of Capital Structure. *American Business Review*, Vol. 18, Issue 2, pp. 129-132.
- Gujarati. (2003). *"Basic Econometrics"*, New York : Mc Grow Hill Book Company.
- Heribertus, Kurniawan (2004). Analisis Faktor Internal dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Program Pasca Sarjana Universitas Sumatera Utara.
- Iranī, Widhiyastiti (1999). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur dan Pengaruhnya Terhadap Biaya Modal Industri Manufaktur (Makanan & Minuman) dan Industri Jasa (Lembaga Pembiayaan). *Tesis*. Universitas Brawijaya, Malang.
- Khrisnan, V. Sivarama and Moyer, R. Charles. (1996). Determinants of Capital Structure : An Empirical Analysis of Firms in Industrialized Countries. *Managerial Finance*, Vol. 22, Issue 2, pp. 39-55.
- Mayangsari, Sekar. (2001). Analisa Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan, Pengujian Packing Order Hypothesis. *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*, Vol. 1, No. 3, Hal. 1-26.
- Mc. Cae, Michael J. And Ozean, Yasar A. (1992). Determinants of Capital Structure. *Journal of Healthcare Management*, Vol. 37, Issue 3, pp. 333.
- Meivinita. (1999). Analisis Beberapa Variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Perusahaan Jasa Perhotelan yang Go Public di Indonesia. *Tesis*. Program Pasca Sarjana Brawijaya, Malang.
- Mahmoud A. Larry G. Perry and James N. Rimbey. (1998). The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross Sectional Analysis. *The Financial Review*, Vol. 33, Issue 3, pp. 85-98.
- Munawir, S. (2001). *Analisa Laporan Keuangan*, Edisi Kesembilan. Yogyakarta : Liberty.
- Napa, I.A. & Mulyadi P.S. (1996). *Keputusan-Keputusan Pendanaan Perusahaan (Teori dan Hasil Pengujian Empirik)*, Edisi II. Yogyakarta : Liberty.
- Pandji & Pakarti. (1995). *Sejarah Perkembangan Pasar Modal di Indonesia*. Edisi Kelima. Jakarta : Kanisius.
- Suad. (1989). *Pembelajaan Perusahaan (Dasar-dasar Manajemen Keuangan)*. Edisi Ketiga. Yogyakarta : Liberty.
- Weston & Brigham. (1986). *Dasar-Dasar Manajemen Pendanaan*. Edisi Ketujuh. Jakarta : Erlangga.

THE
Character Building
 UNIVERSITY