



ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL, DENGAN UKURAN PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERATING

(Studi Empiris Pada Perusahaan *Property And Real Estate* Yang Terdaftar Di Bursa
Efek Indonesia Untuk Tahun 2010-2013)

Yanuar Cristie, Fuad¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to analyze and provide empirical evidence about the influence of Profitability, Growth Opportunities, Tangibility, Cost of Financial Distress, and Non-Debt Tax Shield against Capital Structure, which is moderated by the size of the company. Several previous studies have shown varying results. To obtain valid results, the testing of each variable based on the hypothesis that built. The samples used were selected by purposive sampling method. The study population was 52 Property and Real Estate company that went public in Indonesia Stock Exchange. After reduction with multiple criteria, 30 companies identified as samples. Year observation period is 2010-2013, so that the sample used is 120 samples. Multiple regression was used to test the hypothesis, and Residual Test is used to test the moderating variables. The results showed that Profitability, Tangibility, Cost of Financial Distress, and Non-Debt Tax Shield affect the Capital Structure. While the Growth Opportunity does not affect the use of debt.

Keywords: Capital Structure, Residual Test, Trade-off Theory, Property and Real Estate

PENDAHULUAN

Dalam rangka meningkatkan kinerja perusahaan, dibutuhkan modal untuk mendanai kegiatan operasi perusahaan dan mengembangkan usahanya. Pemenuhan modal tersebut dapat berasal dari pendanaan internal maupun eksternal. Dana yang berasal dari internal perusahaan dapat dipenuhi melalui laba ditahan. Apabila suatu perusahaan telah memaksimalkan modal yang berasal dari sumber internal, maka perusahaan harus mencari alternatif lain sebagai sumber pendanaan eksternal. Pemenuhan modal eksternal tersebut dapat dilakukan dengan cara mengeluarkan saham baru, atau dengan meminjam melalui kreditor.

Setiap sumber modal eksternal, baik yang didapat melalui utang maupun dari ekuitas, mengandung biaya, yang disebut biaya modal. Biaya modal adalah biaya riil yang harus dikeluarkan perusahaan untuk mendapatkan modal. Seorang manajer perusahaan harus menentukan komposisi yang tepat antara utang dan ekuitas untuk membentuk Struktur Modal yang optimal bagi perusahaan. Tujuannya tentu saja untuk menekan biaya modal dan sekaligus memaksimalkan laba perusahaan. Kecermatan manajer dalam mengambil keputusan Struktur Modal yang tepat sangat menentukan seberapa besar perusahaan akan menanggung biaya modal. Penggunaan Struktur Modal yang tidak optimal akan menimbulkan biaya modal yang tinggi, sehingga berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan, yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Struktur Modal adalah pendanaan ekuitas dan utang pada suatu perusahaan yang sering dihitung berdasarkan besaran relatif berbagai sumber pendanaan. Stabilitas keuangan perusahaan dan risiko gagal melunasi utang bergantung pada sumber pendanaan serta jenis dan jumlah berbagai aset yang dimiliki perusahaan. Penetapan Struktur Modal yang baik pada perusahaan dapat digunakan sebagai acuan bagi stabilitas keuangan perusahaan dan menghindari risiko gagal bayar (Subramanyam dan Wild, 2010).

¹ Corresponding author

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menemukan bukti empiris pengaruh Profitabilitas, Peluang Pertumbuhan, *Tangibility*, *Cost of Financial Distress*, dan *Non Debt Tax Shield* perusahaan terhadap Struktur Modal, serta bagaimana ukuran perusahaan memoderasi hubungan tersebut.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Struktur Modal tidak dapat dilepaskan dari teori Modigliani-Miller, *Trade-off Theory*, dan *Pecking Order Theory*. Menurut Modigliani-Miller, penggunaan utang (leverage) akan meningkatkan nilai perusahaan karena penghematan pajak. Penghematan ini didapatkan karena penghasilan kena pajak akan berkurang akibat penggunaan utang (bersifat *tax deductible*), sehingga jumlah pajak yang dibayarkan lebih kecil dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki utang. Namun, teori ini tidak memperhitungkan biaya kebangkrutan yang sering terjadi di perusahaan.

Dalam *Static Trade-Off Theory*, nilai suatu perusahaan akan meningkat seiring dengan peningkatan penggunaan leverage akibat *interest tax shields*. Sampai pada suatu titik ketika ekspektasi biaya keagenan (*agency cost*), biaya tekanan finansial (*cost of financial distress*) atau biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) lebih besar daripada *interest tax shields* sehingga mengurangi nilai perusahaan. Sementara *Pecking Order Theory* menjelaskan bahwa keputusan pendanaan perusahaan memiliki suatu hierarki. Perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal yaitu dari laba ditahan dan depresiasi, dibandingkan penggunaan dana eksternal. Namun apabila perusahaan tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal merupakan alternatif yang dipilih. Jika dana eksternal dibutuhkan, maka perusahaan akan cenderung menggunakan utang daripada ekuitas (Myers dan Majluf, 1984).

Hubungan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Profitabilitas pada perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba yang diperoleh dari hasil operasionalnya. Brigham dan Houston (2011) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan dana dengan dana yang dihasilkan secara internal. Hal ini dikarenakan modal internal dianggap lebih murah dan memiliki tingkat risiko yang rendah dibandingkan dengan menggunakan modal eksternal.

Senada dengan pernyataan tersebut, *Pecking Order Theory* juga menyatakan bahwa perusahaan akan memprioritaskan sumber pendanaan yang berasal dari pembiayaan internal. *Pecking Order Theory* menjelaskan perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dana eksternal dalam jumlah sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena mereka mempunyai target debt ratio yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Hal ini menyebabkan tingkat profitabilitas dan utang berpengaruh negatif. Dari pernyataan hubungan antara profitabilitas dan Struktur Modal, maka dapat dibuat hipotesis:

H1: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Hubungan Growth Opportunity Terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal lebih jauh lagi, biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat utang atau obligasi yang lebih banyak mengandalkan utang. Bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi kecenderungan penggunaan utang sebagai sumber dana eksternal yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah.

Hal tersebut sesuai dengan *Pecking Order Theory*, yang menyatakan bahwa apabila penggunaan dana internal dirasa masih kurang mencukupi kebutuhan modal perusahaan, sumber dana eksternal dalam bentuk utang menjadi pilihan berikutnya dari pada penerbitan saham biasa. Hal ini dikarenakan biaya pada saat penerbitan saham biasa (emisi) lebih tinggi dibanding pada penerbitan obligasi. Dengan demikian, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan utang dibanding perusahaan yang lambat. Dari pernyataan hubungan antara *Growth Opportunity* dan Struktur Modal, maka dapat dibuat hipotesis:

H2: Growth Opportunity berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

Hubungan Tangibility Terhadap Struktur Modal

Struktur aset menunjukkan aset yang digunakan oleh perusahaan untuk melakukan operasional. Semakin besar aset yang dimiliki oleh perusahaan, semakin besar harapan perusahaan untuk meningkatkan aktifitas operasional. Peningkatan operasional yang dilakukan oleh perusahaan akan membuat para pihak luar semakin percaya untuk menanamkan modalnya terhadap perusahaan. Adanya kepercayaan dan ketertarikan pihak luar untuk menanamkan atau meminjamkan dananya, maka perusahaan akan lebih mudah untuk mencari dana eksternal seperti utang. Hal ini didasarkan atas dana yang dipinjamkan ke perusahaan dapat dijamin oleh aset yang dimiliki perusahaan khususnya aset tetap. Selain itu, perusahaan yang memiliki aset yang besar cenderung memiliki risiko kebangkrutan yang relatif lebih rendah dibandingkan perusahaan yang memiliki aset yang lebih rendah.

Hal tersebut sesuai dengan *Static Trade-off Theory*, yang mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki lebih banyak *tangible assets* dan *marketable assets* seperti real estate relatif lebih aman dan berisiko kecil dibanding perusahaan yang memiliki lebih banyak *intangible assets*, sehingga perusahaan dengan aset berwujud yang relatif aman tersebut menanggung biaya kebangkrutan yang lebih kecil dan diharapkan untuk meminjam lebih banyak. Dari pernyataan hubungan antara *Tangibility* dan Struktur Modal, maka dapat dibuat hipotesis:

H3: Tangibility berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

Hubungan Cost of Financial Distress terhadap Struktur Modal

Cost of Financial Distress dapat dijadikan ukuran risiko bisnis suatu perusahaan. Risiko bisnis merupakan risiko yang muncul saat perusahaan tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya (Gitman, 2009). Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi lebih mungkin untuk menghadapi kesulitan keuangan dan cenderung mengalami kebangkrutan. Utang menimbulkan adanya komitmen pembayaran berkala atau rutin kepada pemberi pinjaman. Perusahaan yang memiliki jumlah utang dalam jumlah yang besar rentan terhadap biaya kesulitan keuangan (*Cost of Financial Distress*).

Menurut Husnan (2006), setiap perusahaan akan menghadapi risiko sebagai akibat dari dilakukannya kegiatan operasi perusahaan. Makin besar risiko yang dihadapi perusahaan maka makin rendah rasio utang yang digunakan perusahaan, karena semakin besar risiko bisnis, maka penggunaan utang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan utang mereka. Selain itu, perusahaan yang memiliki *Cost Of Financial Distress* tinggi, akan kesulitan mendapatkan kepercayaan dari investor yang akan memberi pinjaman. Dari pernyataan hubungan antara *Cost of Financial Distress* dan Struktur Modal, maka dapat dibuat hipotesis:

H4: Cost of Financial Distress berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Hubungan Non Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal

Tax shield effect dengan indikator *Non Debt Tax Shield* menunjukkan besarnya biaya non kas yang menyebabkan penghematan pajak yang bukan berasal dari penggunaan utang dan dapat digunakan sebagai modal untuk mengurangi utang (Mas'ud 2009). Penghematan pajak selain dari pembayaran bunga akibat penggunaan utang juga berasal dari adanya depresiasi dan amortisasi. Semakin besar depresiasi dan amortisasi akan menyebabkan semakin besar penghematan pajak penghasilan dan semakin besar *cash flow* perusahaan.

Menurut Teori Modigliani dan Miller menyatakan bahwa perusahaan mendapatkan keuntungan dalam bentuk pengurangan pajak yang berhubungan dengan pembayaran bunga atas utang. Dengan demikian, suatu perusahaan yang memiliki *Non Debt Tax Shield* yang tinggi cenderung akan menggunakan tingkat utang yang lebih rendah. Dari pernyataan hubungan antara *Non Debt Tax Shield* dan Struktur Modal, maka dapat dibuat hipotesis:

H5: Non Debt Tax Shield berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Hubungan Firm Size Terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan (*Firm Size*) menjelaskan tentang besar kecilnya suatu perusahaan, berdasarkan dari ukurannya tersebut dapat dilihat dari jenis-jenis usaha atau aktivitas usaha yang

dilakukan oleh perusahaan. Penentuan besar kecilnya ukuran suatu perusahaan dapat dilihat berdasarkan total aset dan rata-rata total aset perusahaan (Tarazi, 2013).

Perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang besar cenderung memiliki total aset yang besar. Sehingga semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula profitabilitas, likuiditas, struktur aset dan pertumbuhan penjualan perusahaan. Besarnya ukuran perusahaan menandakan bahwa perusahaan tersebut memiliki tingkat risiko yang besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki ukuran kecil. Tetapi besarnya ukuran perusahaan dapat mempermudah perusahaan dalam memperoleh hutang.

Ketika target suatu perusahaan yang harus dicapai semakin besar, maka perusahaan tersebut membutuhkan dana yang semakin besar juga. Hal ini membuktikan bahwa perusahaan yang besar memiliki aset yang besar, berarti perusahaan bisa membiayai kegiatan operasionalnya dengan menggunakan sumber pendanaan internal yang lebih banyak dibandingkan sumber pendanaan eksternalnya.

Berdasarkan penjelasan tersebut maka dapat disimpulkan bahwa besarnya ukuran perusahaan dapat memperkuat hubungan antara Profitabilitas, *Growth Opportunity*, Struktur Aset, *Cost of Financial Distress*, dan *Non Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal. Dari pernyataan hubungan antara ukuran perusahaan dan Struktur Modal, maka dapat dibuat hipotesis:

H6a: Firm Size memoderasi hubungan antara Profitabilitas terhadap Struktur Modal.

H6b: Firm Size memoderasi hubungan antara Growth Opportunity terhadap Struktur Modal.

H6c: Firm Size memoderasi hubungan antara Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal.

H6d: Firm Size memoderasi hubungan antara Cost of Financial Distress terhadap Struktur Modal.

H6e: Firm Size memoderasi hubungan antara Non Debt Tax Shield terhadap Struktur Modal.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel Struktur Modal dalam penelitian ini diproksikan menggunakan Debt to Equity Ratio (DER). *Debt to Equity Ratio* merupakan kemampuan modal sendiri perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Nilai DER dihitung dengan membandingkan Total Debt dibagi dengan Total Equity perusahaan. Variabel Profitabilitas diukur menggunakan proksi *Return on Assets* (ROA). ROA merupakan perbandingan laba bersih sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan total aset. Variabel peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) diukur dengan menggunakan perbandingan antara selisih Total Aset tahun tersebut, dengan Total Aset tahun sebelumnya, yang dibagi dengan Total Aset tahun sebelumnya (Handayani, 2011). Variabel *Tangibility* diproksikan dengan *Fixed Assets Ratio* (FAR). *Fixed Asset Ratio* merupakan perbandingan antara aset tetap perusahaan dengan total aset (Tarazi, 2013). Variabel *Cost of Financial Distress* diukur dengan menggunakan standar deviasi dari return saham secara bulanan selama setahun (Handayani, 2011). Variabel *Non Debt Tax Shield* diukur dengan menggunakan rasio dari jumlah depresiasi terhadap total aset (Mas'ud, 2009). Sedangkan Variabel moderating ukuran perusahaan diproksi dengan nilai logaritma natural dari total aset (Tarazi, 2013).

Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010-2013. Sedangkan sampel yang di ambil pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan yang berdasarkan pertimbangan tertentu dimana syarat yang dibuat sebagai kriteria harus dipenuhi oleh sampel dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang relevan. Sampel yang diambil adalah perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian yaitu pada tahun 2010 sampai dengan 2013. Perusahaan *Property and Real Estate* tersebut juga harus mempublikasikan laporan keuangan dalam IDX pada periode 2010-2013 secara berturut-turut.

Metode Analisis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dapat dilakukan dengan dua cara yaitu uji regresi linier berganda, dan uji residual. Uji residual dipilih apabila data yang akan diuji mengalami masalah multikolinearitas, sehingga tidak dapat dilakukan analisis regresi. Sedangkan untuk pengujian pada hubungan langsung menggunakan analisis regresi linier berganda. Model regresi yang digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dalam penelitian ini (hipotesis 1-5), adalah:

Persamaan Regresi Model I:

$$DER = + {}_1(ROA) + {}_2(Growth) + {}_3(Tang) + {}_4(RISK) + {}_5(NDTS) +$$

Sedangkan untuk menguji variabel moderating, digunakan Uji Residual. Uji residual dipilih apabila data yang akan diuji mengalami masalah multikolinearitas, sehingga tidak dapat dilakukan analisis regresi. Model regresi yang digunakan dalam Uji Residual (Hipotesis 6) adalah sebagai berikut:

1. Persamaan Regresi Model II (Hipotesis 6a):

$$SIZE = + {}_1(ROA) +$$

$$|| = + {}_1(DER)$$

2. Persamaan Regresi Model III (Hipotesis 6b):

$$SIZE = + {}_1(GROWTH) +$$

$$|| = + {}_1(DER)$$

3. Persamaan Regresi Model IV (Hipotesis 6c):

$$SIZE = + {}_1(TANG) +$$

$$|| = + {}_1(DER)$$

4. Persamaan Regresi Model V (Hipotesis 6d):

$$SIZE = + {}_1(RISK) +$$

$$|| = + {}_1(DER)$$

5. Persamaan Regresi Model VI (Hipotesis 6e):

$$SIZE = + {}_1(NDTS) +$$

$$|| = + {}_1(DER)$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Variabel Penelitian

Tabel 1
Statistik Deskriptif

		DER	ROA	GROWTH	TANG	RISK	NDTS	SIZE
N	Valid	120	120	120	120	120	120	120
	Missing	0	0	0	0	0	0	0
Mean		0.8177	0.9092	0.7641	0.1520	0.2163	0.0704	12.389
Median		0.7900	0.8050	0.4310	0.0880	0.1567	0.0355	12.565
Std. Deviation		0.31551	0.06484	0.84027	0.16953	0.48186	0.08656	0.60397
Minimum		0.27	0.07	0.01	0.02	0.05	0.01	10.04
Maximum		1.50	1.32	2.51	0.85	2.32	0.47	14.57

Sampel penelitian diambil 30 perusahaan yang bergerak dalam bidang *Property and Real Estate* yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Dari ke-30 perusahaan tersebut, masing-masing diambil laporan keuangan dari tahun 2010 sampai tahun 2013. Berdasarkan tabel hasil pengujian statistika deskriptif di atas, dapat disimpulkan bahwa nilai rata-rata DER perusahaan *property and real estate* pada tahun yang diamati adalah sebesar 0.8177, dengan standar deviasi sebesar 0.31551. Nilai DER tertinggi adalah 1.50, sedangkan nilai terendahnya adalah 0.27, dengan nilai tengah sebesar 0.7900. Nilai rata-rata ROA perusahaan *property and real estate* pada tahun yang diamati adalah sebesar 0.9092, dengan standar deviasi sebesar 0.06484. Nilai ROA tertinggi adalah 0.32, sedangkan nilai terendahnya adalah 0.07, dengan nilai tengah sebesar 0.8050. Nilai rata-rata GROWTH perusahaan *property and real estate* pada tahun yang diamati adalah sebesar 0.3641, dengan standar deviasi sebesar 0.84027. Nilai GROWTH tertinggi adalah 2.51, sedangkan nilai terendahnya adalah 0.01, dengan nilai tengah sebesar 0.2310. Nilai rata-rata TANG perusahaan

property and real estate pada tahun yang diamati adalah sebesar 0.1520, dengan standar deviasi sebesar 0.16953. Nilai TANG tertinggi adalah 0.85, sedangkan nilai terendahnya adalah 0.02, dengan nilai tengah sebesar 0.0880. Nilai rata-rata RISK perusahaan *property and real estate* pada tahun yang diamati adalah sebesar 0.2163, dengan standar deviasi sebesar 0.48186. Nilai RISK tertinggi adalah 2.32, sedangkan nilai terendahnya adalah 0.05, dengan nilai tengah sebesar 0.1567. Nilai rata-rata NDTs perusahaan *property and real estate* pada tahun yang diamati adalah sebesar 0.0704, dengan standar deviasi sebesar 0.08656. Nilai NDTs tertinggi adalah 0.47, sedangkan nilai terendahnya adalah 0.01, dengan nilai tengah sebesar 0.0355. Nilai rata-rata SIZE perusahaan *property and real estate* pada tahun yang diamati adalah sebesar 1.2389, dengan standar deviasi sebesar 0.60397. Nilai SIZE tertinggi adalah 1.35, sedangkan nilai terendahnya adalah 1.10, dengan nilai tengah sebesar 1.2565.

Pembahasan Hasil Penelitian

Tabel 2
Hasil Analisis Regresi Model I

Model	Uji t			Adj R ²	Uji F	
	B	t hitung	Sig		F hitung	Sig
(Constant)	.793	3.733	.000	.459	4.568	.001 ^b
ROA	-.517	-2.253	.003			
GROWTH	.152	3.619	.037			
TANG	.562	3.346	.001			
RISK	.230	1.861	.095			
NDTS	-.197	-2.735	.004			

Hipotesis 1 dalam penelitian ini menyatakan bahwa variabel Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. Berdasarkan hasil analisis regresi, variabel Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap variabel Struktur Modal. Dengan kata lain, dapat dinyatakan bahwa **Hipotesis 1 Diterima**. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi (*profitable*) cenderung menggunakan utang yang relatif kecil. Sedangkan perusahaan dengan profitabilitas yang rendah, justru cenderung memenuhi kebutuhan modalnya melalui utang. Hal tersebut terjadi karena perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi, berarti perusahaan tersebut menghasilkan laba ditahan yang cukup untuk membiayai aktivitas perusahaannya. Oleh karena itu perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi kurang membutuhkan tambahan modal eksternal. Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Margaretha dan Ramadhan (2010), Nurita (2012), Sanchez, *et al* (2012), dan Saeed, *et al* (2014).

Hipotesis 2 dalam penelitian ini menyatakan bahwa variabel *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Berdasarkan hasil analisis regresi, variabel *Growth Opportunity* menunjukkan pengaruh yang positif terhadap Struktur Modal. Dengan kata lain, dapat dinyatakan bahwa **Hipotesis 2 Diterima**. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang pesat, cenderung lebih memilih untuk memenuhi kebutuhan perusahaannya melalui modal eksternal daripada modal internal. Hal tersebut disebabkan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi memiliki opsi untuk berinvestasi yang lebih besar, sehingga, perusahaan dituntut untuk memenuhi kebutuhan modalnya dengan segera. Selain itu, kredibilitas perusahaan yang mengalami tingkat pertumbuhan yang tinggi, dalam menanggung resiko akibat penerbitan utang juga lebih dipercayai oleh para kreditor. Hal tersebut menyebabkan perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan lebih mudah untuk mencari tambahan modal eksternal. Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mas'ud (2009), Margaretha dan Ramadhan (2010), Sanchez, *et al* (2012), dan Tarazi (2013).

Hipotesis 3 dalam penelitian ini menyatakan bahwa variabel *Tangibility* berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Berdasarkan hasil analisis regresi, variabel *Tangibility* menunjukkan pengaruh yang positif terhadap Struktur Modal. Dengan kata lain, dapat dinyatakan bahwa **Hipotesis 3 Diterima**. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan *Tangibility* yang lebih besar, cenderung lebih memilih untuk membiayai setiap aktivitas perusahaannya melalui modal eksternal daripada modal internal. Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mas'ud (2009), Sanchez, *et al* (2012), dan Tarazi (2013).

Hipotesis 4 dalam penelitian ini menyatakan bahwa variabel *Cost of Financial Distress* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. Berdasarkan hasil analisis regresi, variabel *Cost of Financial Distress* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap variabel Struktur Modal. Dengan kata lain, dapat dinyatakan bahwa **Hipotesis 4 Ditolak**. Hal tersebut menunjukkan bahwa tingkat resiko bisnis yang dimiliki masing-masing perusahaan tidak menentukan besarnya komposisi Struktur Modal yang diambil oleh perusahaan. Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Handayani (2011), dan Tarazi (2013).

Hipotesis 5 dalam penelitian ini menyatakan bahwa variabel *Non Debt Tax Shield* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. Berdasarkan hasil analisis regresi, variabel *Non Debt Tax Shield* menunjukkan pengaruh yang negatif terhadap Struktur Modal. Dengan kata lain, dapat dinyatakan bahwa **Hipotesis 5 Diterima**. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin sedikit perusahaan mendapatkan keuntungan pajak, maka semakin besar modal eksternal yang dibutuhkan perusahaan untuk membiayai aktivitas perusahaannya. Hal itu dikarenakan penghematan pajak penghasilan dapat memperbesar *cash flow* perusahaan. Dengan *cash flow* yang besar, perusahaan akan memiliki dana internal yang cukup untuk membiayai aktivitas perusahaannya. Hal tersebut akan berdampak pada semakin berkurangnya kebutuhan perusahaan dalam meminjam dana eksternal. Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nurita (2012), dan Tarazi (2013)

Tabel 3
Hasil Uji Residual

Variabel Dependen	t	Sig.
ROA	-4.783	.005
GROWTH	-3.795	.001
TANG	-3.264	.000
RISK	-2.653	.005
NDTS	-3.523	.002

Berdasarkan hasil uji residual, dapat diketahui bahwa besarnya nilai t hitung untuk model regresi kedua adalah sebesar -4.783, dengan tingkat signifikansi 0.005. Sedangkan nilai koefisien standar beta adalah -0.372. Karena nilai koefisien parameter bernilai negatif, dan nilai signifikansi di bawah 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel moderasi Ukuran Perusahaan mampu memoderasi hubungan variabel Profitabilitas terhadap variabel Struktur Modal. Berarti, hal tersebut sesuai dengan hipotesis awal yang menyebutkan variabel moderasi Ukuran Perusahaan mampu memoderasi hubungan variabel Profitabilitas terhadap variabel Struktur Modal. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa **Hipotesis 6a Terbukti**.

Berdasarkan hasil uji residual, dapat diketahui bahwa besarnya nilai t hitung untuk model regresi ketiga adalah sebesar -3.795, dengan tingkat signifikansi sebesar 0.001. Sedangkan nilai koefisien standar beta sebesar -0.273. Karena nilai koefisien parameter bernilai negatif, dan nilai signifikansi di bawah 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel moderasi Ukuran Perusahaan mampu memoderasi hubungan variabel *Growth Opportunity* terhadap variabel Struktur Modal. Berarti, hal tersebut sesuai dengan hipotesis awal yang menyebutkan variabel moderasi Ukuran Perusahaan mampu memoderasi hubungan variabel *Growth Opportunity* terhadap variabel Struktur Modal. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa **Hipotesis 6b Terbukti**.

Berdasarkan hasil uji residual, dapat diketahui bahwa besarnya nilai t hitung untuk model regresi keempat adalah sebesar -3.264, dengan tingkat signifikansi sebesar 0.000. Sedangkan nilai koefisien standar beta sebesar -0.224. Karena nilai koefisien parameter bernilai negatif, dan nilai signifikansi di bawah 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel moderasi Ukuran Perusahaan dinilai mampu memoderasi hubungan variabel *Tangibility* terhadap variabel Struktur Modal. Berarti, hal tersebut sesuai dengan hipotesis awal yang menyebutkan variabel moderasi Ukuran Perusahaan mampu memoderasi hubungan variabel *Tangibility* terhadap variabel Struktur Modal. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa **Hipotesis 6c Terbukti**.

Berdasarkan hasil uji residual, dapat diketahui bahwa besarnya nilai t hitung untuk model regresi kelima adalah sebesar -2.653, dengan tingkat signifikansi sebesar 0.005. Sedangkan nilai koefisien standar beta sebesar -0.160. Karena nilai koefisien parameter bernilai negatif, dan nilai signifikansi di bawah 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel moderasi Ukuran Perusahaan

dinilai mampu memoderasi hubungan variabel *Cost of Financial Distress* terhadap variabel Struktur Modal. Berarti, hal tersebut sesuai dengan hipotesis awal yang menyebutkan variabel moderasi Ukuran Perusahaan mampu memoderasi hubungan variabel *Cost of Financial Distress* terhadap variabel Struktur Modal. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa **Hipotesis 6d Terbukti**.

Berdasarkan hasil uji residual, dapat diketahui bahwa besarnya nilai t hitung untuk model regresi keenam adalah sebesar -3.523, dengan tingkat signifikansi sebesar 0.002. Sedangkan nilai koefisien standar beta sebesar -0.248. Karena nilai koefisien parameter bernilai negatif, dan nilai signifikansi di bawah 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel moderasi Ukuran Perusahaan dinilai mampu memoderasi hubungan variabel *Non Debt Tax Shield* terhadap variabel Struktur Modal. Berarti, hal tersebut sesuai dengan hipotesis awal yang menyebutkan variabel moderasi Ukuran Perusahaan mampu memoderasi hubungan variabel *Non Debt Tax Shield* terhadap variabel Struktur Modal. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa **Hipotesis 6e Terbukti**.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa, dari 5 variabel independen yang diteliti, terbukti bahwa variabel Profitabilitas, dan *Non Debt Tax Shield* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. Sementara variabel *Tangibility*, dan *Growth Opportunity*, berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Sedangkan *Cost of Financial Distress* tidak berpengaruh terhadap Struktur Modal. Sementara variabel moderasi Ukuran perusahaan diketahui dapat memoderasi hubungan antara seluruh variabel independen yang ada terhadap variabel dependen. Berarti, manajer harus memperhitungkan Profitabilitas, *Tangibility*, *Growth Opportunity*, dan *Non Debt Tax Shield* untuk mencari komposisi struktur modal yang tepat. Namun, perlu juga memperhatikan ukuran perusahaan yang dapat memoderasi hubungan variabel-variabel tersebut.

Meskipun penelitian ini memberi sumbangan terhadap hasil-hasil yang telah dicapai dalam penelitian terdahulu, akan tetapi masih ada beberapa keterbatasan yang seharusnya menjadi perhatian oleh para peneliti mendatang. *Pertama*, Sampel yang diambil dalam penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan yang bergerak di sektor Property and Real Estate saja. *Kedua*, Variabel bebas yang digunakan sudah umum digunakan dalam penelitian-penelitian sejenis yang telah dilakukan sebelumnya. *Ketiga*, Nilai $Adj R^2$, yaitu sebesar 45,9% tergolong cukup rendah. Hal itu berarti masih banyak variabel-variabel lain di luar penelitian yang dapat menjelaskan variasi variabel dependen. *Keempat*, Keterbatasan waktu, biaya, yang menyebabkan kurang lengkapnya referensi yang mendukung penelitian.

Atas dasar keterbatasan-keterbatasan tersebut, untuk penelitian selanjutnya, disarankan untuk mencoba menggunakan teknik pengujian lain yaitu teknik pengujian *path analysis*, *subgroup analysis* atau *deviation approach*, agar diperoleh perspektif lain dari penelitian ini. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat memasukkan variabel-variabel lain, misalnya tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi ekonomi lainnya, serta variabel non ekonomi seperti kondisi politik negara, yang mungkin signifikan berpengaruh terhadap DER perusahaan. Penelitian mendatang juga diharapkan menggunakan sampel lebih besar dan luas secara geografis, demografis, maupun cakupan industrinya. Hal tersebut dimaksudkan agar tercapai perkembangan pemahaman dan generalisasi paradigma mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal.

REFERENSI

- Brigham, Eugene, dan Houston, J.F. 2007. *Fundamentals of Financial Management, 11th Edition*, New York: The Dryden Press..
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, Lawrence. 2009. *Principles of Management Finance 11th edition*. Boston: Pearson Education Inc.



- Husnan, Suad. 2006. **Manajemen Keuangan-Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)**, Buku 1, Edisi 9. Yogyakarta: BPFE.
- Margaretha, Farah, dan A.R. Ramadhan. 2010. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia". **Jurnal Bisnis dan Akuntansi**, Vol 12, No.2, p. 119-130
- Mas'ud, Masdar. 2009. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia)". **Jurnal Aplikasi Manajemen**. Vol 2, No. 3, p. 151-161
- Mayangsari, Sekar. 2011. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian *Pecking Order Hypothesis*". **Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi**. Vol 1, No. 3, p. 1-26.
- Modelling and Multivariate Method**. 2011. North Carolina: SAS Institute Inc.
- Modigliani, F., dan Miller, M., 1963. "*Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction*". **American Economic Review**. Vol 53, No. 3, p. 433-443.
- Myers, S. dan Majluf, N. S. 1984. "*Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*". **Journal of Financial Economics**, Vol 3, No.2, p. 187-221.
- Nugroho, A.S. 2004. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Properti yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta untuk Periode Tahun 1994 – 2004". **Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi**. Vol 2, No. 1, p. 1-19.
- Nurita, Dea. 2012. "Analisis Pengaruh profitabilitas, *Firm Size*, *Non Debt Tax Shield*, *Dividen Payout Ratio*, dan Likuiditas terhadap Struktur Modal (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2007-2010)". **E-Journal Undip**. Diakses tanggal 13 Agustus 2014.
- Riyanto, Bambang. 2001. "*Alternative Approach to Examining A Contingency Model In Accounting Research: A Comparison*". **Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi**. Vol. 1, No. 1, p. 1 – 12.
- Saeed, Rashid, M.M. Hafiza, R.N. Lodhi, A. Riaz, dan A. Iqbal. 2014. "*Capital Structure and Its Determinants: Empirical Evidence from Pakistan's Pharmaceutical Firms*". **Journal of Basic and Applied Scientific Research**. Vol 4, No. 2, p. 115-125.
- Sanchez, M.J.P., L.M. Ramirez-Herrera, dan F. di Pietro. 2012. "*Capital Structure of SMEs to Spanish Region*". **Journal of Banking and Finance**, Vol 7. No. 32, p. 1954-1969
- Sekaran, Uma. 2011. "**Metodologi Penelitian Untuk Bisnis, Edisi 6**". Jakarta: Salemba Empat.
- Subramanyam, K.R., dan John J. Wild. 2010. "**Financial Statement Analysis**". Jakarta: Salemba Empat.
- Tarazi, E N Ramzi. 2013. "*Determinants of Capital Structure: Evidence from Thailand Panel Data*". **The Journal of Economics Perspectives**, Vol. 2, No. 1, p. 125-149.