

PENGARUH KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN PEMANUFAKTURAN YANG TERDAFTAR PADA BURSA EFEK INDONESIA

Ratri Dian Hestuningrum, Darsono¹

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

ABSTRACT

The purpose of this research is to find out the influence of firm characteristics on capital structure in pecking order theory perspective of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). Characteristics of firms that allegedly affect the capital structure include: firm size, profitability, liquidity, asset structure, price earnings ratio, and growth. The population in this research is a manufacturing company listed on the Stock Exchange period 2005-2010. With purposive sampling method obtained totaling samples 501 companies. Model analysis using multiple linear regression analysis. Using the F-test to determine the effect of simultaneous between company characteristics and capital structure. Using t-test to examine the partial correlation of each independent variable on capital structure. The results showed that the variables of liquidity, profitability, and asset structure have negative and significant influence on capital structure. While the variable firm size and firm growth positively influence the capital structure. The other variable, price earnings ratio do not have influence toward capital structure.

Keywords: capital structure, firm characteristics, leverage, pecking order theory

PENDAHULUAN

Struktur modal telah menjadi salah satu faktor pertimbangan yang penting dalam keuangan perusahaan. Struktur modal sangat dipengaruhi perkembangan pasar saham. Keberadaan pasar saham telah memberikan kesempatan pada perusahaan untuk meningkatkan sumber dananya. Keputusan manajemen mengenai sumber pendanaan melalui pasar saham yaitu mengenai pemilihan pendanaannya antara hutang dan ekuitas, tercermin dalam struktur modalnya..

Pada dasarnya perusahaan lebih mengutamakan pemenuhan kebutuhan dana dari internal perusahaan. Namun seiring perkembangan perusahaan, maka kebutuhan akan dana menjadi semakin besar. Maka dari itu diperlukan dana dari luar perusahaan, baik dengan hutang maupun pengeluaran saham. Apabila pemenuhan dana dipenuhi dari hutang saja, maka resiko finansialnya sangat besar. Karena ketergantungan yang tinggi terhadap pihak luar. Dan apabila dana dipenuhi dari penjualan saham saja, maka biayanya akan sangat mahal. Oleh sebab itu perlu adanya keseimbangan antara kedua sumber pendanaan tersebut. Menurut Riyanto (2001, dalam Sukma, 2005), disebutkan bahwa perusahaan tidak boleh mempunyai jumlah hutang melebihi modal sendiri. Jadi hutang tidak boleh lebih dari 50%, sehingga modal yang dijamin (hutang) tidak lebih besar dari modal yang menjadi jaminannya (modal sendiri).

Komposisi perbandingan antara hutang dan modal sendiri ini tercermin dalam keputusan struktur modal perusahaan. Karakteristik perusahaan merupakan salah satu hal yang perlu dipertimbangkan dalam penentuan struktur modal. Sebagaimana yang dikemukakan Wald (1999, dalam Soleman, 2008) bahwa perbedaan karakteristik perusahaan akan menyebabkan perbedaan pada komposisi struktur modal dan keputusan pendanaan. Karakteristik perusahaan dapat mempengaruhi keputusan pemenuhan sumber dana perusahaan (Ozkan, 2001).

Berbagai penelitian mengenai berbagai karakteristik perusahaan yang mempengaruhi struktur modal telah banyak dilakukan. Namun demikian, terdapat ketidakkonsistenan dari hasil penelitian terdahulu. Di mana ada faktor yang terbukti berpengaruh pada suatu penelitian, tetapi belum tentu berpengaruh pada penelitian yang lain. Hal ini dapat terjadi dimungkinkan karena

¹ Penulis penanggung jawab

perbedaan sampel, waktu penelitian, dan populasi yang diteliti. Permasalahan inilah yang akan diangkat menjadi *research gap* dalam penelitian ini. Berdasarkan teori-teori struktur modal dan berbagai penelitian yang telah dilakukan, penelitian ini menggunakan dasar teori *Pecking Order* sebagai dasar utama penelitian. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menemukan bukti empiris pengaruh karakteristik perusahaan yang berupa profitabilitas, likuiditas, *price earning ratio*, *size*, struktur aktiva, dan pertumbuhan perusahaan (*growth*) terhadap struktur modal.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Struktur modal berkaitan dengan perolehan sumber dana perusahaan, baik itu berasal dari sumber internal perusahaan maupun sumber eksternal. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari kegiatan operasional perusahaan. Sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang. Kebutuhan modal perusahaan pada dasarnya dapat dipenuhi dari dua sumber, yaitu sumber internal perusahaan dan sumber eksternal. Sumber dana internal berasal dari dalam perusahaan, yaitu dalam bentuk laba ditahan (*retained earning*). Laba ditahan merupakan bagian dari laba bersih setelah pajak yang tidak dibagikan kepada pemilik perusahaan, atau laba bersih yang ditanamkan lagi dalam perusahaan. Sedangkan sumber dana eksternal adalah sumber dana yang berasal dari luar perusahaan. Sumber dana eksternal dapat berupa hutang dan modal dari pemilik perusahaan. Modal dari pemilik diperoleh dengan menerbitkan surat berharga. Dengan diterbitkannya surat berharga, maka publik dapat menanamkan modal di perusahaan.

Secara teoritis, faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur pendanaan sulit untuk diukur. Berbagai penelitian empiris telah dilakukan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Ada beberapa teori yang sering dikemukakan mengenai pengambilan keputusan pendanaan perusahaan, dua diantaranya adalah *Trade-off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Kedua teori ini merupakan teori struktur modal yang penting, dan keduanya memiliki pandangan yang berbeda.

Trade-off theory menyatakan bahwa perusahaan menentukan tingkat struktur modalnya pada suatu tingkatan struktur modal yang ingin dicapai dari waktu ke waktu. Perusahaan akan berusaha menyeimbangkan manfaat dari biaya penggunaan hutang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan dalam struktur modal. Sedangkan *Pecking order theory* menyatakan bahwa keputusan pendanaan akan mengikuti suatu hierarki, dimana sumber pendanaan internal lebih diutamakan dibandingkan pendanaan dari sumber eksternal.

Dalam *Pecking Order theory*, menurut Myers dinyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi memiliki sumber dana internal yang besar, sehingga tidak memerlukan hutang yang banyak. Menurut Donaldson dalam Manurung (2006) bahwa pemilihan struktur modal akan mengikuti urutan tingkatan, disebut *the fund cost hierarchy*. Menurut *pecking order theory* dikutip oleh Smart, *et al.* (2004), terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu:

1. Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendapatan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
2. Apabila pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.
3. Terdapat kebijakan deviden yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran deviden yang konstan, tidak terpengaruh besarnya untung/rugi perusahaan.
4. Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan deviden yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi lancar yang tersedia.

Pecking order teori tidak mengidentifikasi target dari struktur modal. *Pecking order* teori menjelaskan urutan pendanaan. Teori ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan tinggi justru memiliki tingkat hutang yang kecil.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Brigham and Houston (2001) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan hutang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal.

Perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory*. Fenomena ini juga didukung oleh hasil penelitian Titman dan Wessels (1988) yang menggunakan *debt ratio* untuk menggambarkan struktur modal, bahwa ada hubungan negatif antara *profitability* dengan *debt ratio*. Penelitian yang dilakukan oleh Bhaduri (2002) dan Ozkan (2001) juga mendukung hasil penelitian tersebut. Sehingga dalam penelitian ini, profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Hipotesis yang diajukan untuk menguji hubungan antara profitabilitas dan struktur modal ditulis dalam bentuk alternatif :

H_1 : profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal

Rasio likuiditas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan didalam membayar hutang jangka pendek yang telah jatuh tempo dengan aktiva lancar yang dimiliki. Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi, berarti perusahaan tersebut memiliki cukup banyak dana yang dapat digunakan untuk membiayai aktivitas perusahaan. Sehingga semakin tinggi tingkat likuiditas, akan semakin rendah struktur modal yang digunakan. Hal ini sejalan dengan penelitian Yulianti (2010) dan mendukung *pecking order theory*. Sehingga dalam penelitian ini, likuiditas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Hipotesis yang diajukan untuk menguji hubungan antara likuiditas dan struktur modal ditulis dalam bentuk alternatif :

H_2 : likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Pengaruh Price Earning Ratio terhadap Struktur Modal

Price Earning Ratio (PER) merupakan perbandingan harga suatu saham (*market price*) dengan *earning pe share* (EPS) dari saham yang bersangkutan. Kegunaan dari PER adalah melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang tercermin oleh EPS-nya. Semakin besar PER suatu saham maka menyatakan saham tersebut semakin mahal terhadap pendapatan bersih per sahamnya. Ang (1997, dalam Nugroho, 2006) menyatakan bahwa peningkatan PER yang dinilai oleh investor menunjukkan kinerja yang semakin baik, juga berdampak semakin menarik perhatian calon kreditor. Semakin meningkat perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar dari modal sendiri akan meningkatkan PER, atau PER mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal. Sehingga dalam penelitian ini, *Price Earning Ratio* (PER) mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal. Hipotesis yang diajukan untuk menguji hubungan antara PER dan struktur modal ditulis dalam bentuk alternatif :

H_3 : *price earning ratio* berpengaruh positif terhadap struktur modal

Pengaruh Size terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan memperlihatkan besarnya ukuran perusahaan selama periode tertentu, yang diukur dengan menggunakan *Log of sales*. Jadi semakin besar nilai penjualan, semakin besar pula ukuran perusahaan. Perusahaan yang berada pada pertumbuhan penjualan yang tinggi membutuhkan dukungan sumber daya organisasi atau modal yang semakin besar. Perusahaan besar berpeluang lebih mudah memperoleh pinjaman karena memiliki akses yang lebih luas ke pasar modal. Menurut Christianti (2006) perusahaan dengan ukuran yang lebih besar dan kompleks tidak mempunyai kendala untuk mendapatkan dana eksternal (hutang). Sedangkan untuk perusahaan kecil, dianggap memiliki penggunaan hutang yang lebih kecil. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory*, yang menyebutkan penggunaan dana internal lebih dulu dibandingkan dana eksternal. Perusahaan kecil akan cenderung menggunakan dana internalnya terlebih dulu, dan berhutang dalam jumlah yang lebih kecil. Karena perusahaan kecil memiliki tingkat resiko yang tinggi apabila terjadi *financial distress* dibandingkan dengan perusahaan besar. Oleh sebab itu seperti halnya dalam studi Yuke dan Handri (2005), serta Seftianne dan Ratih (2011), maka dalam penelitian ini

ukuran perusahaan juga akan dijadikan sebagai variabel yang memiliki berhubungan positif dengan struktur modal perusahaan. Hipotesis yang diajukan untuk menguji hubungan antara *size* dan struktur modal ditulis dalam bentuk alternatif :

H₄ : ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh positif terhadap struktur modal

Pengaruh Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal

Struktur aktiva merupakan penentuan besarnya alokasi untuk masing-masing komponen asset, baik asset lancar maupun asset tetap. Menurut *pecking order theory*, struktur aktiva mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini berhubungan dengan asimetri informasi yang menjadi permasalahan pada *pecking order theory*. Perusahaan yang memiliki sedikit asset tetap akan mempunyai masalah asimetri informasi antara investor dan manajemen, karenanya perusahaan akan lebih memilih pendanaan dengan berhutang. Namun sebaliknya, apabila perusahaan memiliki tingkat asset tetap yang tinggi maka kecil kemungkinan asimetri informasi akan terjadi karena penilaian asetnya lebih mudah. Sehingga perusahaan lebih memilih untuk menerbitkan saham dibandingkan berhutang. Hal ini sesuai dengan penelitian Yulianti (2010). Sehingga dalam penelitian ini, struktur aktiva mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Hipotesis yang diajukan untuk menguji hubungan antara likuiditas dan struktur modal ditulis dalam bentuk alternatif :

H₅ : struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Pengaruh Growth terhadap Struktur Modal

Pertumbuhan asset perusahaan mencerminkan pertumbuhan sumber daya berupa asset yang dimiliki perusahaan. *Growth* diukur dari perbedaan nilai total asset setiap tahun. Pertumbuhan asset menunjukkan alokasi investasi asset yang dilakukan perusahaan. Pertumbuhan asset ini tentunya membutuhkan dana yang memadai. Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan akan cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu, baru kemudian menggunakan dana eksternal (hutang). Ketika perusahaan melakukan investasi dalam jumlah yang tinggi sehingga melebihi jumlah laba ditahan, maka akan terjadi peningkatan hutang. Asumsinya adalah ketika asset perusahaan meningkat sedangkan faktor lain dianggap *ceteris paribus*, maka peningkatan asset akan menyebabkan peningkatan hutang. Pertumbuhan asset juga dapat menunjukkan seberapa besar asset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral*) ketika berhutang. Ketika perusahaan memiliki jaminan yang banyak, maka akan lebih mudah memperoleh pinjaman kredit dalam jumlah yang lebih besar pula. Pertumbuhan total aktiva cenderung berdampak positif terhadap struktur modal perusahaan. Sehingga hipotesis yang diajukan untuk menguji hubungan antara pertumbuhan dan struktur modal ditulis dalam bentuk alternatif:

H₆ : pertumbuhan berpengaruh positif terhadap struktur modal

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Struktur modal pada penelitian ini akan diproyeksikan dengan Leverage, yaitu *total debt* dibagi dengan *total asset*. Cara pengukuran leverage yang digunakan mengacu pada penelitian Rajan dan Zingales (1995). *Profitabilitas* adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu dihasilkan perusahaan dalam menjalankan operasinya. *Profitabilitas* perusahaan dalam penelitian ini dapat diukur dengan menggunakan rasio *net profit margin*, yaitu *net profit* dibagi dengan *net sales*. *Likuiditas* diproyeksikan dengan *current assets* dan *current liabilities*. Rasio likuiditas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar hutang jangka pendek yang telah jatuh tempo. *Likuiditas* diproyeksikan dengan *current ratio*, yaitu *current assetst* dibagi dengan *current liabilities*, Cara pengukuran ini mengacu pada penelitian Seftianne (2011). *Price Earning Ratio* (PER) merupakan perbandingan harga suatu saham (*market price*) dengan *earning per share* (EPS) dari saham yang bersangkutan,. Cara pengukuran ini mengacu pada penelitian Nugroho (2006). *Firm size* diproyeksikan antara *Log dari total Sales*. Cara pengukuran ini mengacu pada penelitian Soleman (2008). Struktur aktiva menggambarkan sebagian jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*). Struktur Aktiva akan diukur dengan menggunakan hasil bagi antara aktiva tetap dengan total aktiva. Cara pengukuran ini mengacu pada

penelitian Laurence (2001). Pertumbuhan perusahaan akan diukur dengan menggunakan hasil bagi antara selisih total aktiva tahun ke-t dan total aktiva tahun ke-t-1 dengan total aktiva tahun ke-t-1. Cara pengukuran ini mengacu pada penelitian Yuke dan Handri (2005).

Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur di Indonesia yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2005-2010. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat dan tidak bias, karena antara bidang usaha yang satu dengan yang lain memiliki regulasi dan kebijakan yang berbeda.

Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI dan mempublikasikan laporan keuangan selama periode penelitian 2005-2010 (2) Perusahaan memiliki kebijakan hutang dalam laporan keuangannya (3) Perusahaan memiliki laba bersih positif.

Metode Analisis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini digunakan model analisis regresi berganda. Persamaan regresi yang digunakan adalah:

$$L_{it} = \alpha + \beta_2 NPM_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_5 PER_{it} + \beta_1 Size_{it} + \beta_4 STA_{it} + \beta_6 Grow_{it} + e_{it}$$

Dalam hal ini,

L = Leverage

α = konstanta

$\beta_1; \beta_2; \beta_3; \beta_4; \beta_5; \beta_6$ = koefisien regresi

NPM_{it} = *net profit margin* (Profitabilitas) perusahaan *i* pada tanggal *t*

CR_{it} = *current ratio* (Likuiditas) perusahaan *i* pada tanggal *t*

PER_{it} = *price earning ratio* perusahaan *i* pada tanggal *t*

$Size_{it}$ = ukuran perusahaan *i* pada tanggal *t*

STA_{it} = struktur aktiva perusahaan *i* pada tanggal *t*

$Grow_{it}$ = pertumbuhan perusahaan *i* pada periode *t*

e_{it} = kesalahan residual

Sebelum melakukan analisis regresi, data harus terlebih dahulu memenuhi asumsi klasik. Uji asumsi klasik tersebut adalah : uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, serta uji multikolinearitas.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Di bawah ini merupakan hasil dari proses pemilihan sampel:

Tabel 1
Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah Sampel
1. Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI dan mempublikasikan laporan keuangan selama periode penelitian (2005-2010)	822
2. Perusahaan yang tidak memiliki kebijakan hutang dalam laporan keuangannya	(0)
3. Perusahaan memiliki laba bersih negatif	(199)
Total data	623
Data outlier	(122)
Data sampel terpilih	501

Berdasarkan hasil *purposive sampling* diperoleh data penelitian sebanyak 501 observasi, jumlah sampel tiap tahunnya dapat dijabarkan dalam table berikut:

Tabel 2
Persentase Sampel

Tahun	Perusahaan Manufaktur pada tahun berjalan	Perusahaan yang dijadikan sampel	Persentase Sampel
2005	141	86	60,99 %
2006	137	79	57,66 %
2007	138	80	57,97 %
2008	137	77	56,20 %
2009	133	87	65,41 %
2010	136	92	67,64 %
Total	822	501	60,94 %

Sumber: Data sekunder yang diolah

Deskripsi Variabel

Statistik Deskriptif untuk mengetahui karakteristik sampel, dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 3
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Struktur Modal	501	.050	1.070	.48038	.205005
Profitabilitas	501	.001	.310	.06486	.059610
Likuiditas	501	.410	9.250	2.25300	1.565135
PER	501	.050	262.530	2.04689	29.797106
Size	501	10.60	13.74	12.0509	.62354
Aktiva Tetap	501	.005	.88	.3714	.19572
Growth	501	-.34	1.18	.1136	.17037
Valid N (listwise)	501				

Sumber: Data sekunder yang diolah

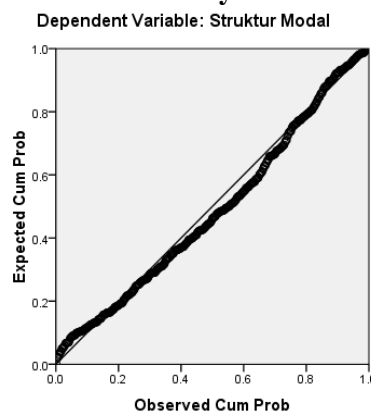
Hasil Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum data dianalisis lebih lanjut, maka data harus memenuhi beberapa asumsi sebagai persyaratan dalam pengambilan keputusan.

a. Uji Normalitas

Pengujian normalitas dapat dilakukan dengan menggunakan grafik *probability plot of residual*. Hasil pengujian telah menunjukkan residual error telah mendekati garis diagonal (garis normal), tersebar di sekitar garis lurus, sehingga asumsi normalitas telah terpenuhi. Uji normalitas ini juga diperkuat dengan hasil uji Kolmogorov-Smirnov yang menunjukkan nilai K-S sebesar 1,296 dengan signifikansi 0,069 yang berarti bahwa data telah memenuhi asumsi normalitas

Gambar 1
Probability Plot



b. Uji Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas pada data, dapat diperiksa dengan menggunakan Faktor Inflasi Varian (VIF). Nilai *cutoff* yang digunakan untuk menunjukkan terjadi multikolinearitas adalah nilai tolerance <0,1 dan nilai VIF>10. Berdasarkan hasil pengujian regresi, diperoleh nilai VIF untuk masing-masing variabel independen sebagai berikut:

Tabel 4
Pengujian Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
Profitabilitas	0,868	1.152	Non Multikolinearitas
Likuiditas	0,782	1.278	Non Multikolinearitas
PER	0,930	1.075	Non Multikolinearitas
Size	0,969	1.033	Non Multikolinearitas
STA	0,857	1.166	Non Multikolinearitas
Growth	0,942	1.062	Non Multikolinearitas

Sumber: Data sekunder yang diolah

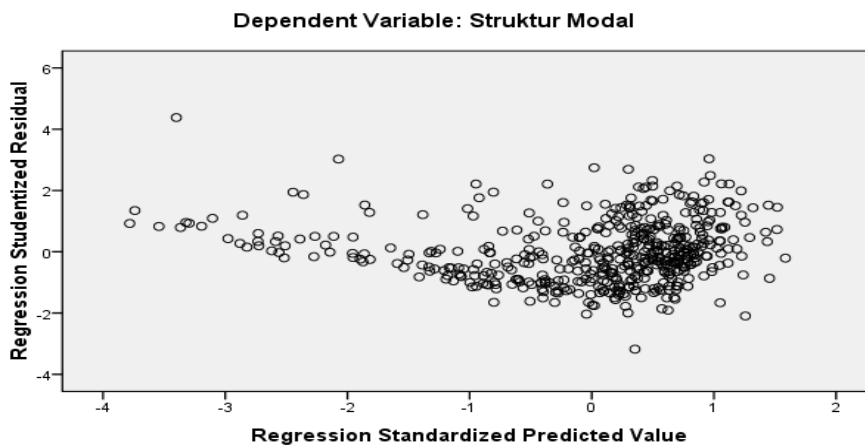
c. Uji Autokorelasi

Salah satu uji formal untuk mendeteksi autokorelasi adalah uji Durbin-Watson (DW-test). Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai DW sebesar 1,986. Berdasarkan Tabel DW dengan level signifikansi 0,05, jumlah variable independen $k=6$, dan banyaknya data $n=200$ besarnya DW table adalah $dl(\text{batas luar}) = 1,707$, $du(\text{batas dalam}) = 1,831$, $4-du = 2,169$, dan $4-dl = 2,293$. Nilai Durbin Watson telah berada diantara nilai du dan $4-du$, maka dapat disimpulkan bahwa DW-tes terletak pada daerah *non autokorelation* artinya dalam penelitian tidak terdapat autokorelasi.

d. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan *Scatterplot* dan Uji Glejser. Pada gambar ini data terlihat menyebar.

Gambar 2
Scatterplot



Hasil uji Glejser juga menunjukkan bahwa semua variabel telah memiliki nilai signifikansi diatas 5%. Berdasar kedua pengujian tersebut, maka data terpilih dalam penelitian ini telah memenuhi syarat bebas heteroskedastisitas.

Tabel 5
Hasil Uji Glejser

Variabel	Signifikansi
Profitabilitas	0,059
Likuiditas	0,485
PER	0,378
Size	0,954
Struktur Aktiva	0,818
Growth	0,309

Sumber: Data sekunder yang diolah
Dengan dipenuhinya keempat asumsi klasik di atas, maka uji selanjutnya bisa dilakukan.

Pembahasan Hasil Penelitian

Tabel 6
Hasil Uji Hipotesis

Variabel	B	T	Sig.
(Constant)	.198	1.453	.147
Profitabilitas	-.761	-6.243	.000**
Likuiditas	-.074	-15.182	.000**
PER	.000	1.079	.281
Size	.042	3.851	.000**
Aktiva Tetap	-.077	-2.067	.039*
Growth	.092	2.238	.026*

Sumber: Data sekunder yang diolah

Keterangan : * signifikan pada tingkat alpha = 5%
** signifikan pada tingkat alpha = 1%

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa bahwa t hitung dari profitabilitas adalah -6,243 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 atau kurang dari 0,05, maka H_0 berhasil ditolak pada tingkat 1% (0,01). Hipotesis 1 secara empiris menunjukkan profitabilitas berpengaruh secara signifikan negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai hubungan negatif dengan struktur modal. Jadi semakin tinggi profit suatu perusahaan, maka struktur modalnya akan semakin rendah. Perusahaan dengan profit tinggi cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu, baru kemudian menggunakan dana eksternal. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory*. Perusahaan yang memiliki tingkat laba atau keuntungan yang tinggi pada dasarnya tidak membutuhkan banyak pembiayaan dengan hutang karena laba yang dimilikinya mampu memenuhi sebagian besar kebutuhan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ozkan (2001) dan Yulianti (2010) yang menyatakan terdapat hubungan negatif antara tingkat kemampuan (profitabilitas) suatu perusahaan dengan struktur modal. Namun bertentangan dengan penelitian Prabansari & Handri (2005), serta Soleman (2008) yang menemukan hubungan positif profitabilitas dengan struktur modal.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa t hitung dari likuiditas adalah -15,182 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 atau kurang dari 0,05, maka H_0 berhasil ditolak pada tingkat 1% (0,01). Hipotesis 2 secara empiris menunjukkan likuiditas berpengaruh secara signifikan negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh secara signifikan negatif terhadap struktur modal. Perusahaan yang likuid cenderung memiliki banyak aset lancar yang dapat digunakan dalam mendanai kebutuhannya, sehingga tingkat struktur modalnya akan lebih rendah. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Yulianti (2010). Namun, bertentangan dengan penelitian Nugroho (2006) dan Ozkan (2011) yang

menyatakan terdapat hubungan positif antara likuiditas dengan struktur modal, karena semakin tinggi tingkat kemampuan perusahaan melinasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya maka akan mengindikasikan perusahaan tersebut dalam kondisi yang sehat. Hal ini akan mempermudah untuk memperoleh pinjaman lain dari kreditor.

Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa t hitung dari *price earning ratio* (PER) adalah 1,079 dengan nilai signifikansi sebesar 0,281 atau lebih dari 0,05. Karena nilai probabilitas pengujian $> 0,05$ maka H_0 gagal ditolak. Hipotesis 3 tidak menunjukkan pengaruh PER terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil penelitian, tidak ditemukan pengaruh yang signifikan antara (*price earning ratio*) PER dengan struktur modal. Hal ini dapat dikarenakan PER tidak memiliki hubungan langsung dengan struktur modal. *Price earning ratio* merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang biasa digunakan investor dalam mengevaluasi kinerja perusahaan, terutama dalam pengelolaan modal saham dan pencapaian keuntungan bagi investor. Sehingga PER tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dalam penentuan struktur pendanaan perusahaan. Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian Nugroho (2006) yang menyatakan terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara *price earning ratio* dengan struktur modal.

Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa t hitung dari ukuran perusahaan (*size*) adalah 3,851 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 atau kurang dari 0,05, maka H_0 berhasil ditolak pada tingkat 1% (0,01). Hipotesis 4 secara empiris menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan positif terhadap struktur modal. Variabel ukuran perusahaan (*Size*) memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap struktur modal. Berarti semakin besar ukuran perusahaan maka kebutuhan struktur modal akan semakin tinggi pula. Begitu pula sebaliknya, semakin kecil ukuran perusahaan maka akan semakin rendah struktur modal. Perusahaan dengan skala besar lebih mudah mencari sumber pendanaan. Perusahaan besar lebih mudah mendapatkan kepercayaan investor, maupun kreditor dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Prabansari & Handri (2005), Seftianne & Ratih (2011), serta Soleman (2008) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh secara positif terhadap struktur modal. Begitu pula dengan penelitian Bhaduri (2002) yang menyebutkan bahwa *size* berpengaruh terhadap struktur modal. Ukuran perusahaan yang besar cenderung memiliki kebutuhan dana yang besar. Sehingga sebagai alternatif pendanaan adalah dengan pendanaan eksternal. Namun hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Ozkan (2001) yang menyebutkan bahwa antara *size* dengan struktur modal memiliki hubungan yang negatif.

Hasil pengujian hipotesis kelima menunjukkan bahwa Hasil penelitian pada tabel 4.8 menunjukkan bahwa t hitung dari struktur aktiva adalah -2,067 dengan nilai signifikansi sebesar 0,039 atau kurang dari 0,05, maka H_0 berhasil ditolak pada tingkat 5% (0,05). Hipotesis 5 secara empiris menunjukkan struktur aktiva berpengaruh secara signifikan negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil penelitian didapatkan hasil yang signifikan negatif mengenai hubungan struktur aktiva dengan struktur modal. Berdasar hasil uji t , terlihat pengaruh negatif antara struktur aktiva dengan struktur modal. Hal ini berarti semakin tinggi tingkat struktur aktiva akan semakin rendah tingkat struktur modal, dan begitu pula sebaliknya. Semakin rendah tingkat struktur aktiva akan semakin tinggi tingkat struktur modal. Hasil ini sejalan dengan penelitian Yuliati (2010) Namun tidak sejalan dengan penelitian Nugroho (2006), Seftianne & Ratih (2011), serta Bhaduri (2002) yang menyatakan terdapat pengaruh positif antara struktur aktiva dengan struktur modal.

Hasil pengujian hipotesis keenam menunjukkan bahwa t hitung dari pertumbuhan perusahaan (*growth*) adalah 2,238 dengan nilai signifikansi sebesar 0,026 atau kurang dari 0,05, maka H_0 berhasil ditolak pada tingkat 5% (0,05). Hipotesis 6 secara empiris menunjukkan pertumbuhan perusahaan berpengaruh secara signifikan positif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil perhitungan regresi menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan, berpengaruh secara positif terhadap struktur modal. Pertumbuhan perusahaan yang ditunjukkan dengan pertumbuhan aset aset berpengaruh positif terhadap struktur modal karena aset mudah untuk dikolateralkan (dijaminkan), sehingga menurunkan resiko pemberi pinjaman. Semakin tinggi aset perusahaan yang dapat dijaminkan, maka semakin banyak jumlah pinjaman yang dapat diperoleh. Semakin tinggi aset perusahaan yang dapat dijaminkan, semakin besar hutang dengan jaminan

yang dapat diperoleh. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Bhaduri (2002), Laurence (2001) yang menyatakan ada pengaruh yang signifikan dengan struktur modal, juga sesuai dengan hasil penelitian Nugroho (2006), Prabansari & Handri (2005), serta Soleman (2008) yang menemukan hasil signifikan dan positif antara *growth* dengan struktur modal.

Goodness of fit model

Pengaruh secara bersama-sama enam variabel independen (proffitabilitas, likuiditas, PER, size, struktur aktiva, dan growth) terhadap struktur modal dapat ditunjukkan pada tabel berikut:

Tabel 7
Hasil Perhitungan Regresi Simultan (ANOVA)

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.696	6	1.616	70.543	.000
	Residual	11.317	494	.023		
	Total	21.013	500			

Sumber: Data sekunder yang diolah

Sebagaimana tabel di atas, hasil pengujian ini menunjukkan nilai F hitung adalah sebesar 70,543 dengan signifikansi 0,000. Karena nilai signifikansi dari uji $F < 0,05$ maka model ini signifikan dapat menerangkan hubungan antara variabel profitabilitas, likuiditas, size, PER, STA, dan *growth* terhadap struktur modal secara simultan.

Hasil uji model (*Model Summary*) pada table 8 menunjukkan besarnya nilai *Adjusted R²* adalah 0,455 atau sebesar 45,5%. Hal ini berarti bahwa sebesar 45,5% variasi struktur modal dapat diprediksikan oleh variabel profitabilitas, likuiditas, size, PER, STA, dan *growth* dalam model ini. Sedangkan sebagian besar lainnya yaitu 54,5% variasi struktur modal dijelaskan oleh faktor-faktor lain.

Tabel 8
Hasil Uji Model

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.679	.461	.455	.151357

Sumber: Data sekunder yang diolah

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan bukti-bukti empiris mengenai pengaruh karakteristik perusahaan terhadap penentuan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Karakteristik perusahaan yang digunakan sebagai variabel independen adalah profitabilitas, likuiditas, PER, ukuran perusahaan (*firm size*), struktur aktiva, dan pertumbuhan perusahaan (*growth*). Berdasarkan analisis data yang telah dilakukan, maka dapat diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Berdasarkan perhitungan analisis regresi berganda, diketahui bahwa sebesar 45,5% variasi struktur modal dapat diprediksikan oleh variabel profitabilitas, likuiditas, size, PER, STA, dan *growth* dalam model ini. Sedangkan sebagian besar lainnya yaitu 54,5% variasi struktur modal dijelaskan oleh faktor-faktor lain.
2. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, terdapat lima variabel yang terbukti signifikan berpengaruh terhadap struktur modal, yaitu:
 - a. Variabel profitabilitas, likuiditas, dan struktur aktiva berpengaruh secara negatif terhadap struktur modal
 - b. Variabel ukuran perusahaan (*size*) dan pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh secara positif terhadap struktur modal.
3. Sementara itu untuk variabel *price earning ratio* tidak menunjukkan hasil yang signifikan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur sebagai objek penelitian, belum mencakup semua jenis perusahaan. Kedua, penelitian ini belum memasukkan faktor-faktor lain yang diperkirakan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Atas dasar keterbatasan tersebut, saran untuk penelitian selanjutnya adalah, memperluas objek penelitian, misalnya perusahaan keuangan, pertambangan maupun perusahaan jasa. Menambah variabel-variabel lain yang diduga mempengaruhi struktur modal, seperti resiko bisnis, kepemilikan manajerial, dan lain-lain.

REFERENSI

- Bhaduri, Saumitra N. 2002. "Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 26 No.2, pp. 200-215.
- Booth, Laurance, Alvajian, Varouj, Dermiguo-Kunt, and Maksimovic Vojislav, 2001. *Capital Structure in Developing Countries*. The Journal of Finance. Vol LVI No 1. Feb, 87-130.
- Brigham, Eugene .F., and Gapenski.1996.*Intermediate Financial Management*.5th edition. New York:The Dryden Press
- Christianti, Ari, 2006. "Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta: Hipotesis Static Trade Off atau Pecking Order Theory", *Simposium Nasional Akuntansi IX*, Padang.
- Ghozali, Imam. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi Keempat, Semarang: Universitas Dioneoro
- Lasher, W.R. 2003. *Practical Financial Management*. Edisi ke 3. South Western: Thompson Learning
- Lim, S.Veronica. 2009. "Pengaruh Aktiva Tetap, Profitabilitas, Pertumbuhan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI". *Tesis Tidak Dipublikasikan*, Universitas Indonesia
- Mas'ud, Masdar. 2008. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol.7, No.1 (Maret), hal 82-99
- Mayangsari, Sekar, 2001. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypothesis", *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*, Vol. 1, No.3, Desember, hal. 1-26
- Myer, S.C. 1984. "Determinant of Corporate Borrowing". *Jurnal of Financial Economics*. Vol.9 (November).pp.147-176
- Nugroho, A.S. 2006. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Properti yang Go Publik di BEI". *Tesis Tidak Dipublikasikan*, Universitas Diponegoro
- Omran, Mohammad M. 2009. "Capital Structure and Firm Characteristics: An Empirical analysis from Egypt". *Review of Accounting and Finance*, Vol.8, No.4, pp.454-474
- Ozkan, A. 2001. "Determinant of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data".*Journal of Business Finance and Accounting*. Vol.28(1)&(2), pp.175-198

- Prabansari, Yuke dan Handri Kusuma. 2005. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Publik di BEJ". *Sinergi, Kajian Bisnis dan Manajemen*, Edisi Khusus on Finance 2005, hal 1-15
- Rajan and Zingales. 1995."What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *The Journal of Finance*, Vol.50 No.5, pp. 1421-60
- Seftianne, dan Ratih Handayani. 2011. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.13, No.1 (April), hal 39-56
- Soleman, Rusman. 2007. "Karakteristik Perusahaan Terhadap Tingkat Leverage". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.12, No.3 (September), hal 411-420
- Suripto, 2008. "Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Struktur Modal :Pengujian Pecking Order Theory". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.12, No.3 (September), hal 10-21
- Voulgaris, F, D Asteriou dan Agiomirgianakis., G. 2002. "Capital Structure, Asset Utilization, Profitability, and Growth in The Greek Manufaturing Sector". *Applied Economics*, Vol.43, No.11, pp.1379-1388
- Wahidahwati. 2001. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency Proceeding". *Simposium Nasional Akuntansi IV*, pp.1084-1105
- Wald, J.K. 1999. "How Firm Characteristic Affect Capital Structure: An International Comparison". *Journal of Financial Research*, Vol.22. No.2, pp.161-187
- Yuliati, Sri. 2010. "Pengujian Pecking Order Theory: Determinan Struktur Modal Industri Manufaktur di BEI Periode Sebelum Krisis Moneter". *Politeknosains*, Vol.9, No.2 (September), hal 11-21