



PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY*, PROFITABILITAS, *FIXED ASSET RATIO* DAN RISIKO PASAR TERHADAP STRUKTUR MODAL

Mochamad Yahdi Khairin, Puji Harto¹

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

ABSTRACT

The research aimed to examine the effect of growth opportunity, profitability, fixed assets ratio, and market risk on capital structure. The research uses secondary data sources, data derived from the Indonesian Capital Market Directory (ICMD) and company annual reports contained in BEI. Determined samples used purposive sampling method, which resulted 39 properties and real estate companies, in the period 2010-2012 with a total of 117 observations. Analyzed data used a linear regression analysis, where hypothesis testing is using F test and t-test. Results of the study showed that partially during 2010 to 2012, growth opportunity, profitability and market risk significantly effect with the positive direction of the capital structure, while fixed asset ratio variables have a significant effect with the negative direction of the capital structure.

Keywords : Capital Structure, Growth Opportunity, Profitability, Fixed Asset Ratio, and Market Risk.

PENDAHULUAN.

Pasar modal dan pasar uang memiliki peran penting dalam hal sumber pendanaan eksternal bagi perusahaan. Perusahaan akan mempertimbangkan penggunaan dana eksternal untuk memperluas operasional perusahaan. Apabila perusahaan tidak mampu mengoptimalkan dana eksternal untuk memperluas operasionalnya, maka perusahaan akan mengalami kemunduran atau gulung tikar akibat adanya persaingan dalam industri yang sama.

Menurut Ooi and Le (2012), perusahaan umum yang beroperasi di negara-negara dengan sistem keuangan yang lemah cenderung kurang memanfaatkan pendanaan eksternal karena adanya asimetri informasi. Asimetri informasi adalah suatu istilah yang menunjukkan bahwa manajemen memiliki informasi yang lebih banyak mengenai prospek, risiko, dan nilai perusahaan dibandingkan dengan investor maupun kreditur. Oleh sebab itu, manajemen akan mempertimbangkan alternatif pilihan dalam penggunaan sumber pendanaan. Perusahaan harus mampu mengoptimalkan pendanaan perusahaan dalam membiayai aktifitas operasionalnya. Disisi lain, banyak perusahaan yang

¹ *Corresponding author*

mengalami *collapse* dikarenakan tidak mampu mengoptimalkan pendanaan salah satunya dengan menggunakan dana eksternal berupa hutang yang terlalu banyak sehingga dapat menyebabkan perusahaan tidak mampu membayar bunga dan biaya angsurannya. Oleh sebab itu, perusahaan harus mempertimbangkan struktur modal yang diperoleh dari pendanaan internal berupa laba ditahan dan pendanaan eksternal yang berupa dana dari para kreditur dan investor.

Struktur modal merupakan bagian terpenting dari semua pembiayaan operasional perusahaan. Perusahaan harus melakukan kegiatan operasional sesuai dengan tujuan perusahaan tersebut didirikan. Hal ini dapat dilakukan dengan cara pengoptimalan pembiayaan yang dapat meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan *return* perusahaan. Apabila perusahaan dapat meningkatkan keuntungan, maka perusahaan akan memberikan manfaat terhadap perusahaannya sendiri dan para pemegang saham. Menurut Rustam (1994), hasil kegiatan operasional suatu perusahaan secara konseptual dipengaruhi oleh keputusan manajemen dalam menetapkan struktur keuangan.

Salah satu dalam bentuk contoh tren pertumbuhan struktur modal pada industri properti dan real estat di tahun 2008 sampai 2012, terjadinya peningkatan penggunaan hutang dan ekuitas dalam struktur modalnya. Peningkatan ini terjadi dikarenakan pada tahun tahun 2010 merupakan fase awal bagi laju pertumbuhan bisnis properti dan real estat akibat adanya peningkatan investasi perumahan dan apartemen di Indonesia. Hal ini karena kebutuhan perumahan di Indonesia mengalami peningkatan yang cukup tajam hingga mencapai angka 1 juta unit rumah per tahunnya dari tahun 2010 sehingga tidak heran bila perusahaan harus mempertimbangkan dengan cermat dalam memilih struktur modal perusahaan agar dapat meningkatkan operasional perusahaan.

Perusahaan properti dan real estat lebih baik dibiayai dari hasil operasi perusahaan (dana internal) karena pertumbuhan yang dialami perusahaan properti dan real estat saat ini menunjukkan pertumbuhan moderat. Pertumbuhan moderat adalah pertumbuhan penjualan disebabkan oleh adanya pertumbuhan permintaan dalam industri yang bersangkutan sehingga memungkinkan tidak adanya upaya untuk merebut pangsa pasar pesaing (Husnan dan Pudjiastuti, 2004). Oleh sebab itu, manajer harus mampu memproporsikan dana dengan baik, dengan kata lain sumber dana dari dalam maupun luar perusahaan dapat secara efisien.

Menurut Bringham dan Houston (2001), ketika manajer memilih kebijakan dengan penggunaan hutang, jelas biaya modal yang timbul sebesar bunga yang dibebankan oleh kreditur. Hal ini akan menghambat perkembangan perusahaan yang pada gilirannya dapat membuat keengganan pemegang saham untuk tetap menanamkan modalnya. Sedangkan, apabila manajemen perusahaan menggunakan modal sendiri terlalu banyak maka akan timbul *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan. Dari dua hal tersebut, manajer akan mempertimbangkan dalam hal memberikan keputusan pendanaan mengenai proporsi hutang atau modal sendiri yang akan digunakan untuk operasional perusahaan. Penggunaan struktur modal yang tidak optimal akan memberikan dampak langsung terhadap posisi finansial perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Perusahaan cenderung lebih mengutamakan pendanaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal karena manajer memiliki pemikiran bahwa perusahaan tidak

perlu untuk melibatkan pihak ketiga diluar manajemen dan pemegang saham. Penggunaan hutang pada struktur modal perusahaan dapat menyebabkan biaya agensi yang timbul sebagai akibat dari hubungan antara pemegang saham dan manajer serta kreditur dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Oleh sebab itu, pihak manajer akan lebih mengutamakan peningkatan dan memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang ada. Selain itu, manajer lebih peduli terhadap risiko perusahaan secara keseluruhan. Tetapi, para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dan harga saham perusahaan karena mereka berusaha melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Kedua perilaku ini membuat manajer harus memiliki sikap tegas dalam memberikan keputusan pendanaan apakah melalui hutang atau penerbitan saham baru.

Pada saat manajer perusahaan melakukan keputusan pendanaan, manajer akan mempertimbangkan keputusan tersebut dengan melihat dari berbagai aspek internal perusahaan maupun lingkungan luar perusahaan. Mengingat perusahaan properti dan real estat berada dalam bisnis padat modal, membuat perusahaan properti dan real estat memiliki banyak akses dalam memperoleh pendanaan. Pendanaan tersebut yaitu dengan adanya kemajuan di pasar hutang yang dapat mendorong perusahaan properti untuk lebih memanfaatkan pinjaman dan di pasar ekuitas yang dapat mendorong untuk lebih memanfaatkan pendanaan ekuitas (Ooi dan Le, 2012).

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Saat ini para investor dan kreditur dalam hal melakukan penanaman modal ke perusahaan, mereka memerlukan gambaran tentang perkembangan finansial suatu perusahaan. Oleh sebab itu diperlukannya analisa atau interpretasi terhadap data finansial dari perusahaan, khususnya terhadap struktur modal yang dimiliki. Struktur modal merupakan struktur keuangan perusahaan dalam memanfaatkan fungsi pembelajaran dan fungsi keuangan. Dalam melakukan fungsi pembelajaran, manajemen perusahaan dihadapkan pada keputusan pendanaan yang merupakan keputusan perusahaan untuk membelanjakan aktivitya yang diperoleh dari sumber dana yang akan digunakan berupa dana internal ataupun dana eksternal. Keputusan pembelanjaan yang efektif akan tercermin pada biaya dana yang minimal (Halim, 2007).

Manajer perusahaan dituntut untuk memberikan keputusan pendanaan yang optimal agar perusahaan dapat meningkatkan laba operasi yang akan diperoleh. Struktur modal yang tidak optimal akan memberikan dampak yang buruk terhadap perusahaan tersebut. Salah satunya adalah apabila perusahaan dalam melakukan fungsi pembelanjaan terlalu banyak menggunakan hutang, maka akan menyebabkan biaya modal yang tinggi bagi perusahaan.

Pengembangan Hipotesis

Peluang Pertumbuhan (*Growth Opportunity*) dan Struktur Modal

Perusahaan akan melihat prospek yang akan diperoleh dimasa mendatang, dengan cara melihat peluang pertumbuhan perusahaan. Peluang pertumbuhan adalah peluang perusahaan untuk melakukan pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang. Myers (1977) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi

menyebabkan perusahaan dapat memegang lebih banyak pilihan nyata untuk investasi dimasa depan daripada perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang rendah.

Apabila perusahaan mempunyai prediksi akan mengalami pertumbuhan yang tinggi, maka menandakan perusahaan memiliki kesempatan untuk melakukan pertumbuhan perusahaan dengan cepat. Hal tersebut membuat perusahaan memerlukan dana yang lebih berupa hutang, karena Penggunaan hutang relatif lebih cepat dibandingkan dengan saham untuk membiayai operasional perusahaan. Selain itu, perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi menimbulkan kepercayaan kreditur lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki peluang rendah sehingga kreditur akan lebih mudah untuk meminjamkan dananya.

Hal ini sesuai dengan penelitian Bringham dan Weston (1994) yang menyatakan, perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang daripada perusahaan yang bertumbuh secara lambat. Oleh sebab itu, perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi diharapkan akan berhubungan positif dengan struktur modal. Dari pernyataan hubungan antara *growth opportunity* dan struktur modal, maka dapat dibuat hipotesis :

H1 : *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap struktur modal

Profitabilitas dan Struktur Modal

Profitabilitas pada perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba yang diperoleh dari hasil operasionalnya. Profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan ROA, dimana ROA merupakan alat ukur untuk mengetahui kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan dari dana yang di investasikan terhadap aset perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian dana lebih besar, pada umumnya akan cenderung memilih pembiayaan operasionalnya dengan modal internal. Hal ini dikarenakan modal internal dianggap lebih murah dan memiliki tingkat risiko yang rendah dibandingkan dengan menggunakan modal eksternal.

. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang ada di *pecking order theory*, dimana perusahaan yang menguntungkan dan menghasilkan pendapatan yang tinggi diharapkan untuk lebih sedikit menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang menghasilkan pendapatan rendah (Mouamer, 2011). *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 (Husnan, 2000). Hal ini menyebabkan tingkat profitabilitas dan hutang berpengaruh negatif. Dari pernyataan hubungan antara profitabilitas dan struktur modal, maka dapat dibuat hipotesis :

H2 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Fixed Asset Ratio dan Struktur Modal

Asset menunjukkan aktiva yang digunakan oleh perusahaan untuk melakukan operasional. Semakin besar aset yang dimiliki oleh perusahaan, semakin besar harapan perusahaan untuk meningkatkan aktifitas operasional. Hasil 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 hutang. 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.

Kepemilikan aset juga dapat memelihara nilai likuidasi perusahaan, dimana proporsi *tangible asset* yang lebih besar akan mendorong kreditur untuk memberikan pinjaman sehingga perusahaan akan memiliki tingkat *leverage* yang lebih tinggi (Rajan dan Zingales, 1995). Dari pernyataan hubungan antara *fixed asset ratio* dan struktur modal, maka dapat dibuat hipotesis :

H3 : *Fixed asset ratio* berpengaruh positif terhadap struktur modal

Risiko Pasar dan Struktur Modal

Kondisi pasar saat ini sering mengalami perubahan jangka panjang dan pendek, mulai dari saham maupun obligasi yang dapat sangat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Misalnya, pada situasi tingkat suku bunga yang tinggi membuat pasar obligasi jangka panjang menurun yang akhirnya perusahaan terpaksa beralih ke pasar saham atau pasar utang jangka pendek. Peralihan ini membuat perusahaan tidak dapat merencanakan struktur modal yang optimal.

Dengan kata lain, peralihan yang tidak direncanakan membuat harga saham yang berfluktuasi. Hal ini mencerminkan risiko pasar yang diproksikan terhadap beta. Semakin besar beta maka semakin tinggi risiko pasar yang diperoleh karena semakin tinggi return suatu saham berfluktuasi terhadap return pasar (Hartono, 2008). Demikian pula sebaliknya, semakin kecil fluktuasi return suatu saham terhadap return pasar, maka semakin kecil pula risiko sistematis saham terhadap risiko sistematis pasar.

Oleh sebab itu, perusahaan dalam menetapkan struktur modal yang ditargetkan, manajer akan mempertimbangkan tingkat risiko dan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*). Namun perusahaan cenderung untuk menghindari pembiayaan yang berisiko tinggi, sehingga manajemen lebih memilih menggunakan hutang karena dianggap memiliki risiko yang lebih aman dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan akan lebih memilih untuk membiayai dari laba ditahan terlebih dahulu, kemudian dari hutang dengan risiko yang paling aman dan akhirnya dari penerbitan saham baru. Selain itu biaya hutang yang besar merupakan *monitoring cost* bagi manajemen. Hal ini membuat manajer akan berusaha untuk menggunakan dana tersebut untuk investasi yang tepat sehingga diharapkan memperoleh tingkat keuntungan yang besar. Dari pernyataan hubungan antara risiko pasar dan struktur modal, maka dapat dibuat hipotesis

H4 : Risiko pasar berpengaruh positif terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Total debt ratio*. *Total debt ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur penggunaan hutang terhadap total aset yang dimiliki perusahaan (Moumer, 2011). Sedangkan variabel independen yang digunakan adalah *Growth Opportunity*, profitabilitas, *fixed asset ratio* dan risiko pasar. *Growth opportunity* merupakan variabel untuk mengukur pertumbuhan perusahaan yang akan terjadi dengan melihat keadaan pasar saat ini. Variabel ini diukur dari perbandingan antara nilai pasar suatu saham (*Market Value*) dibanding nilai buku (*Book Value*) (Oii dan Le, 2012). Variabel profitabilitas pada penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio *return on total assets* (ROA) yang merupakan perbandingan laba bersih sebelum *interest* dan pajak (EBIT) dengan total aset (Moumer, 2011). *Fixed Asset Ratio* (FAR) mencerminkan *tangibility* dari aset yang dimiliki oleh sebuah perusahaan. Selain itu *Fixed asset ratio* merupakan perbandingan antara aset tetap perusahaan dengan total aset (Moumer, 2011). Risiko pasar merupakan risiko sistematis yang diproksikan terhadap koefisien beta (β). Koefisien beta merupakan pengukur volatilitas antara return-return suatu sekuritas (portofolio) dengan return-return pasar. Hartono (2008) menyatakan koefisien beta dapat dihitung dengan menggunakan teknik regresi. Teknik regresi untuk mengestimasi beta suatu sekuritas dapat dilakukan dengan menggunakan return sekuritas (R_i) sebagai variabel dependen dan return pasar (R_m) sebagai variabel independen. Koefisien β_i merupakan beta sekuritas ke- i yang diperoleh dari teknik regresi.

Objek Penelitian

Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan properti dan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010-2012. Sedangkan sampel yang di ambil pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu (1) perusahaan properti dan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian yaitu pada tahun 2010 sampai dengan 2012 dan (2) perusahaan properti dan real estat yang mempublikasikan laporan keuangan dalam IDX pada periode 2010-2012 secara berturut-turut.

Metode Analisis Data

Metode analisis data merupakan metode yang akan digunakan untuk mengetahui kesimpulan yang akan diperoleh dari hasil penelitian. Metode dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi. Analisis regresi berguna untuk menguji pengaruh variabel independen yaitu *growth opportunity*, profitabilitas, *fixed asset ratio* dan risiko pasar terhadap variabel dependen yaitu struktur modal (*Total Debt Ratio*).

Analisis Regresi

Analisis regresi bertujuan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih. Hubungan yang dimaksud adalah ketergantungan variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen (Ghozali, 2011). Selain untuk mengetahui hubungan antar variabel, analisis regresi juga menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen.

Adapun regresi yang disajikan sebagai berikut :

$$TDR = \beta_0 + \beta_1 (GROWTH) + \beta_2 (ROA) + \beta_3 (FAR) + \beta_4 (BETA) + \varepsilon$$

Keterangan :

- TDR = Struktur modal yang diproksikan dengan Total Debt Ratio
- β_0 = Koefisien persamaan regresi
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = Koefisien perubahan nilai
- Growth = Peluang pertumbuhan (*growth opportunity*)
- ROA = Profitabilitas
- FAR = *Fixed Asset Ratio*
- Beta = Risiko pasar yang diproksikan dengan beta pasar
- ε = Error

Setelah model regresi memenuhi uji asumsi klasik, selanjutnya adalah menganalisis hasil regresi. Analisis hasil regresi merupakan ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual yang dapat diukur dari *Goodnes of Fit*-nya. *Goodnes of fit* dari sebuah model regresi diukur dengan nilai koefisien determinasi, nilai statistik F dan nilai statistik t.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Objek penelitian ini adalah perusahaan properti dan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2012. Berdasarkan pengambilan daftar perusahaan yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Dictionary (ICMD) tahun 2010-2012 terdapat 40 sampai 46 perusahaan yang merupakan sektor properti dan real estat. Sedangkan sampel yang digunakan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu menentukan sampel dengan menggunakan kriteria dalam pengambilan sampelnya. Pengambilan sampel penelitian adalah sebagai berikut :

Tabel 1
Ringkasan Pengambilan Sampel Penelitian

No	Keterangan	2010	2011	2012
1	Perusahaan properti dan real estat yang terdaftar (listed) di BEI tahun 2010-2012	40	43	46
2	Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan secara lengkap selama periode pengamatan	(1)	(3)	(4)
3	Jumlah perusahaan	39	40	42
4	Jumlah sampel perusahaan yang terdaftar di BEI selama tiga periode dari tahun 2010-2011		39	

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2014

Berdasarkan tabel 1, maka diperoleh sampel sebanyak 39 perusahaan properti dan real estat.

Deskripsi Variabel

Pada tabel 2 menunjukkan analisis statistik deskriptif yang menunjukkan adanya 117 responden (N) yang diteliti dari setiap variabel. Variabel *total debt ratio* (TDR) yang merupakan proksi dari struktur modal menunjukan bahwa perusahaan properti dan real estate mempunyai TDR minimal sebesar 0,070 dan maksimal sebesar 0,750. Selain itu, rata-rata (*mean*) penggunaan hutang dalam pendanaan aset yang dilakukan oleh perusahaan properti dan real estat adalah 0,376 atau 37,6 % dengan *standard deviasi* sebesar 0,164 atau 16,4 %.

Variabel (*growth oppourtunity*) menunjukan bahwa perusahaan properti dan real estat memiliki peluang pertumbuhan minimal sebesar 0,131 dan maksimal sebesar 6,319.. Selain itu, terdapat nilai rata-rata peluang pertumbuhan yang akan dialami oleh perusahaan properti dan real estat adalah 1,344 dengan *standard deviasi* sebesar 1,074.

Variabel ROA yang merupakan proksi dari profitabilitas menunjukan bahwa perusahaan properti dan real estat memiliki profitabilitas minimal sebesar -0,131 dan maksimal sebesar 0,223. Selain itu terdapat nilai rata-rata profitabilitas sebesar 0,056 dengan *standard deviasi* sebesar 0,053.

Variabel *fixed asset ratio* (FAR) merupakan rasio untuk mengukur seberapa besar jumlah aset tetap perusahaan yang dijadikan sebagai jaminan terhadap pembayaran hutang. Hasil statistik deskriptif menunjukan bahwa perusahaan properti dan real estat memiliki *fixed asset ratio* minimal sebesar 0,001 dan maksimal sebesar 0,761. Selain itu terdapat nilai rata-rata FAR sebesar 0,183 dengan *standard deviasi* sebesar 0,185.

Hasil statistik deskriptif dari variabel beta yang merupakan proksi risiko pasar menunjukkan bahwa risiko pasar yang dialami oleh perusahaan properti dan real estat memiliki nilai terendah sebesar -3,072 dan nilai tertinggi sebesar 4,061. Selain itu, hasil deskriptif untuk nilai rata-rata risiko pasar adalah 0,844 dengan *standard deviasi* sebesar 1,210.

Tabel 3
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
TDR	117	,070	,750	,376	,164
Growth	117	,131	6,319	1,344	1,074
ROA	117	-,131	,223	,056	,053
FAR	117	,001	,761	,183	,185
Beta	117	-3,072	4,061	,844	1,210
Valid N (listwise)	117				

Sumber : Hasil output SPSS, 2014

Pembahasan Hasil Penelitian

Model regresi dalam penelitian ini dinyatakan lolos dari semua Uji Asumsi Klasik, yaitu Uji Multikolonieritas, Uji Autokorelasi, Uji Heteroskadastisitas dan Uji Normalitas.

Hasil uji koefisien determinasi pada penelitian ini menghasilkan sebesar 0,265. Hal ini mengindikasikan bahwa keempat variabel independen yaitu *growth opportunity*, profitabilitas, *fixed asset ratio* dan resiko pasar hanya dapat menjelaskan *total debt ratio* sebesar 26,5 %. Sedangkan sisanya 73,5% (100% - 26,5%) dijelaskan oleh faktor-faktor diluar model regresi yang diuji.

Hasil uji statistik F menghasilkan sebesar 11,450 dan dengan tingkat signifikansi 0,000. Hal ini mengindikasikan tingkat signifikansi kurang dari 0,05 yang artinya variabel *growth opportunity*, profitabilitas, *fixed asset ratio* dan resiko pasar berpengaruh secara bersamaan terhadap *total debt ratio*.

Uji statistik-t digunakan untuk menguji hipotesis serta mengetahui pengaruh dan arah dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil uji hipotesis dapat dilihat pada tabel 4 :

Tabel 4
Hasil Uji Hipotesis

Nilai signifikansi ($\alpha = 5\%$)

Variabel	Regresi TDR
Growth	0,049*
ROA	0,553*
FAR	-0,252*
Beta	0,023*

Keterangan : *) signifikan

Berdasarkan tabel 4 menunjukkan keempat variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan peluang pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan dan positif terhadap terhadap struktur modal sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis satu diterima. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Kartini dan Arianto (2008) serta Damayanti (2013) yang menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan berpengaruh secara positif terhadap struktur modal. Semakin besar peluang pertumbuhan perusahaan maka semakin besar manajemen perusahaan membutuhkan struktur modal dalam operasional perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki prediksi peluang pertumbuhan tinggi, menyebabkan perusahaan memiliki kemungkinan untuk dapat bertumbuh dengan cepat. Sehingga perusahaan membutuhkan penambahan modal berupa hutang. Penggunaan hutang dalam struktur modal dikarenakan hutang relatif lebih cepat dibandingkan dengan saham untuk membiayai operasional perusahaan. Selain itu, apabila perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang semakin tinggi, maka perusahaan semakin mudah untuk mendapatkan dana dalam bentuk hutang dari kreditur. Hal ini dikarenakan para kreditur cenderung melihat pertumbuhan perusahaan sebagai pertimbangan dalam memberikan pinjaman kepada debitur.

Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas perusahaan berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap terhadap struktur modal sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua ditolak. Hasil penelitian ini menunjukkan berkebalikan dengan penelitian Pandey (2004) dan sejalan dengan penelitian Mouamer (2011) yang menyatakan profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan Teori

pecking order yang memprediksikan hubungan negatif antara kedua variabel tersebut tidak terbukti, tetapi mendukung hipotesis berdasarkan teori *trade-off*. Teori ini didasari dengan adanya hutang sebagai faktor pemotongan pajak. Tingkat profitabilitas dan pajak memiliki hubungan positif, sehingga perusahaan terdorong untuk mengurangi pajak dengan meningkatkan hutang. Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan cenderung lebih banyak menggunakan hutang untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari adanya pengurangan pajak (Adrianto dan Wibowo, 2007).

Hasil penelitian menunjukkan *fixed asset ratio* berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap struktur modal sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Hadianto (2010). Semakin besar struktur aset yang dimiliki perusahaan khususnya aset tetap maka semakin kecil manajemen perusahaan membutuhkan struktur modal berupa hutang. Hal tersebut dikarenakan, perusahaan enggan menggunakan aset tetapnya untuk dijadikan sebagai jaminan hutang kepada kreditur apabila perusahaan mengalami *default*. Selain itu, struktur aset merupakan variabel yang menentukan besar kecilnya asimetri informasi. Semakin besar proporsi struktur aset yang dimiliki oleh perusahaan, maka penilaian aset menjadi lebih mudah sehingga semakin rendah permasalahan asimetri informasi dan mengakibatkan *equity less costly* (Frank dan Goyal, 2007). Dengan demikian, pada saat perusahaan memiliki struktur aset yang besar khususnya aset tetap, maka manajemen perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang dalam struktur modal.

Hasil penelitian ini menunjukkan risiko pasar yang diproksikan dengan beta berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap struktur modal sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis empat diterima. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Hadianto (2010) yang menunjukkan bahwa risiko pasar berpengaruh secara positif terhadap struktur modal. Semakin besar risiko pasar maka semakin besar perusahaan menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Hal ini karena perusahaan cenderung untuk menghindari pembiayaan yang berisiko tinggi, sehingga manajemen lebih memilih menggunakan hutang karena dianggap memiliki risiko yang lebih aman dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan akan lebih memilih untuk membiayai dari laba ditahan terlebih dahulu, kemudian dari hutang dengan risiko yang paling aman dan akhirnya dari penerbitan saham baru.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial variabel *growth opportunity*, profitabilitas dan risiko pasar berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *total debt ratio*. Hal tersebut menunjukkan perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi, profitabilitas yang besar dan risiko pasar yang tinggi mengakibatkan perusahaan akan memilih hutang lebih banyak dibandingkan dengan ekuitas dalam struktur modalnya. Sedangkan untuk variabel *fixed asset ratio* secara parsial menunjukkan pengaruh yang signifikan dengan arah negatif terhadap struktur modal yang diproksikan dengan proksi *total debt ratio*. Hal tersebut menunjukkan bahwa peningkatan *fixed asset ratio* yang dimiliki perusahaan akan

menurunkan penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan. Artinya perusahaan tidak ingin aset tetapnya dijadikan sebagai jaminan dalam peminjaman hutang.

Keterbatasan

Berdasarkan hasil penelitian yang diperoleh terdapat keterbatasan yang menyebabkan hasil penelitian menjadi tidak konsisten dengan hipotesis yang telah dibuat. Keterbatasan penelitian ini, diantaranya adalah keterbatasan dalam menghitung variabel beta perusahaan. Hal ini karena terdapat kesulitan penghitungan beta perusahaan yang memerlukan data dari masing-masing return saham dan return pasar yang diregresikan. Selain itu dalam penggunaan sampel yang digunakan merupakan perusahaan yang memiliki rata-rata profitabilitas yang rendah sehingga pada pengujian hipotesis profitabilitas tidak konsisten dengan hipotesis yang telah dibuat.

REFERENSI

- Adrianto dan B. Wibowo. 2007. Pengujian Teori Pecking Order Pada Perusahaan-Perusahaan Non Keuangan LQ45 Periode 2001-2005. "Manajemen Usahawan Indonesia". 36 (12): 43-53.
- Brigham, Eugene F. and J Fred Weston. 1994. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jilid 2. Edisi Kesembilan. Jakarta : Erlangga.
- Brigham, Eugene F. and Joel F. Houston, 2001. *Fundamentals of Financial Management*. Ninth Edition. Horcourt College. United States of America.
- Damayanti. 2013. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, peluang Bertumbuh dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal. "*Jurnal Perspektif Bisnis*". Vol.1, No.1, Juni 2013. ISSN: 2338-5111
- Frank, Murray Z. and Vidhan K.Goyal. 2007. *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important*. Social Science Research Network (SSRN).
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi Lima. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hadianto, Bram. 2010. Pengaruh Risiko Sistemik, Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Jenis Perusahaan Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Pertambangan: Pengujian Hipotesis Static-Trade Off. "*Jurnal Akuntansi*". Vol. 2 No.1 : 15-39. Bandung.
- Hartono, Jogyanto. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. BPFE-UGM, Yogyakarta.
- Halim, Abdul. 2007. *Manajemen Keuangan Bisnis*. Ghalia Indonesia. Bogor
- Husnan, Suad. 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan*. Edisi Ketiga. UPP AMP YKPN. Yogyakarta
- Husnan, Suad dan E. Pudjiastuti. 2004. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.



- ICMD. 2010. Indonesian Capital Market Directory. Sector Property and Real Estate. Jakarta.
- ICMD. 2011. Indonesian Capital Market Directory. Sector Property and Real Estate. Jakarta.
- ICMD. 2012. Indonesian Capital Market Directory. Sector Property and Real Estate. Jakarta.
- Jensen, M. and W.H. Meckling. 1976. Theory of the firms: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *“Journal of Financial Economics”*. Vol. 3, pp. 305-60.
- Kartini dan Tulus Arianto. 2008. Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur. *“Jurnal Keuangan dan Perbankan”*. Vol. 12, No. 1 : 11-21.
- Mouamer, Faris. M. Abu. 2011. The determinants of capital structure of Palestine-listed companies. *“The Journal of Risk Finance”*. Vol. 12 No. 3, pp. 226-241.
- Myers, Stewart C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *“Journal of Financial Economics”*.
- Ooi, J.T.L. and Le, T.T.T . 2012. Financial structure of property companies and capital market development. *“Journal of Property Investment & Finance”*. Vol. 30 No. 6, pp. 596 – 611.
- Pandey, I.M. 2004. Capital Structure, Profitability, and Market Structure: Evidence from Malaysia. *“Asia Pacific Journal of Economics and Business”*, 8 (2): 78-91.
- Rajan, Raghuram G. and Zingales. 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *“The Journal of Finance”*. Vol. L, No.5, Desember.
- Rustam, Hidayat. 1994. *Pengaruh Penggunaan Hutang Terhadap Risiko Penghasilan dan Harga Saham serta Biaya Modal*. Usahawan. No.1 TH XXIII. Januari.
- Weston, J. Fred dan Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan*. Jilid Dua. Alih Bahasa :Alfonsus Sirait. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- <http://bisnisukm.com/laju-pertumbuhan-bisnis-properti.html>. Diakses 3 Desember 2013.
- http://www.idx.co.id/id-id/beranda/perusahaantercatat/laporankeuangandan_tahunan.aspx. Diakses 14 November 2013.
- <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EJKSE+Historical+Prices>. Diakses 20 November 2013.

