

ANALISIS PENGARUH *BUSINESS RISK*, UKURAN PERUSAHAAN, *RETURN ON INVESTMENT (ROI)*, PERTUMBUHAN PENJUALAN, DAN *INSTITUTIONAL OWNERSHIP* TERHADAP STRUKTUR MODAL
(Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2008)

Supri Purwo Putro

Abstract

T*his research was performed to investigate the influence of business risk, size, sales growth, Return on Investment (ROI), and institutional ownership on Debt to Equity Ratio (DER) at manufacturing company published financial report during period 2004 - 2008 .*

The sample of this research was selected based on purposive sampling with the following criteria: (1) manufacturing company published financial report during period 2004 - 2008; and (2) manufacturing company reported earning during period 2004 - 2008. The Data was based on publicity Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2009. Sample was acquired 33 of 159 company. Data was analyzed with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses was tested using t-statistic and f-statistic at level of significance 5%.

Empirical evidence showed that firm size, profitability, and sales growth had significant influence on DER of manufacturing company listed in JSX over period 2004 - 2008 at level of significance less than 5%.

Key Words : business risk, size, sales growth, profitability, institutional ownership and Debt to Equity Ratio (DER).

I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Struktur modal penting bagi perusahaan karena sejalan dengan aktivitas sehari-harinya, perusahaan memerlukan modal tambahan yang tidak sedikit. Adanya kekurangan dana ini dapat mengakibatkan terhentinya kegiatan perusahaan seperti pembelian bahan, produksi, distribusi dan lain-lain, sehingga tambahan dana sangat diperlukan. Perusahaan yang mempunyai struktur modal optimal akan menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal pula sehingga bukan hanya perusahaan yang memperoleh keuntungan, tapi para pemegang saham akan ikut memperoleh keuntungan tersebut, hal ini dikarenakan struktur modal yang optimal dapat meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Keputusan keuangan yang tepat sangat vital bagi kecukupan pendanaan perusahaan.

Keputusan yang salah dapat menyebabkan *financial distress* dan bahkan dapat membawa perusahaan ke arah kebangkrutan (Eriotis, 2007). Keputusan keuangan perusahaan berkaitan dengan dua pilihan utama yang harus dibuat oleh perusahaan, yaitu : (1) Seberapa banyak struktur modal perusahaan didukung oleh hutang dibandingkan dengan ekuitas; dan (2) Seberapa banyak laba perusahaan ditahan untuk dipergunakan sebagai sumber pembiayaan internal perusahaan daripada dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen (Auerbach, 2001).

Keputusan mengenai struktur modal ini sangat penting bagi perusahaan karena berkaitan dengan kelangsungan operasi perusahaan. Menurut pandangan tradisional, struktur modal dapat mempengaruhi *cost of capital* dan oleh karena itu juga dapat mempengaruhi *value* perusahaan. Hal itu

disebabkan karena penggunaan hutang yang moderat atau *reasonable* pada awalnya akan mengurangi biaya modal secara keseluruhan sehingga meningkatkan *value* perusahaan. Ketika penggunaan hutang menjadi terlalu tinggi dibawah titik optimal, biaya modal akan mulai meningkat sehingga *value* perusahaan menjadi menurun. Tidak ada identifikasi yang tepat mengenai bagaimana cara mengukur penggunaan hutang yang moderat atau *reasonable* atau struktur modal yang optimal (Ariff et al, 2008).

Struktur modal diperoleh dengan menggunakan proksi *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana DER mencerminkan besarnya proporsi antara total *debt* (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). Dalam hal ini penulis mencoba menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yang meliputi *business risk*, ukuran perusahaan, *Return on Investment* (ROI), pertumbuhan penjualan, dan *institutional ownership* perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2008. Secara teori atau empiris terjadi kondisi yang tidak lazim atau saling bertentangan. Dari data pengamatan pada BEI periode tahun 2004-2008 telah terjadi : (1) Indeks naik, sehingga diduga kebutuhan modal meningkat yang menyebabkan struktur modal berubah. (2) Banyak perusahaan berkembang sehingga diduga DER meningkat.

1.2. Perumusan masalah

- a) Bagaimana pengaruh *business risk* terhadap struktur modal ?
- b) Bagaiman pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal ?
- c) Bagaimana pengaruh *Return on Investment* terhadap struktur modal ?
- d) Bagaiman pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal?
- e) Bagaiman pengaruh *institutional ownership* terhadap struktur modal ?
- f) Bagaimana pengaruh *business risk*, ukuran perusahaan, *return on investment*, pertumbuhan penjualan, dan *institutional ownership* terhadap struktur modal secara bersama-sama ?

II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1. Telaah Pustaka

Teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myers, 1991). Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang. Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang.

Menurut Modigliani dan Merton Miller keputusan struktur modal tidak mempengaruhi perusahaan (*irrelevant*) (Dalil MM I). Asumsi yang mendasari teori ini adalah (Megginson, 1997) :

- a) Semua aktiva berwujud dimiliki oleh perusahaan.
- b) Pasar modal sempurna (tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi, dan tidak ada biaya kebangkrutan).
- c) Perusahaan hanya dapat menerbitkan dua macam sekuritas, yaitu ekuitas dan hutang.
- d) Individu maupun perusahaan dapat meminjam atau meminjamkan uang dengan tingkat suku bunga bebas resiko.
- e) Para investor mempunyai ekspektasi yang sama (*homogeny*) terhadap keuntungan perusahaan dimasa datang.
- f) Semua perusahaan tidak mengalami pertumbuhan.

Pada kenyataannya asumsi-asumsi tersebut tidak terjadi di dunia nyata. Namun selanjutnya, Modigliani dan Miller memasukkan unsur pajak. Jika ada pajak struktur modal menjadi relevan, karena bunga yang dibayarkan akibat menggunakan hutang dapat dipergunakan sebagai unsur pengurang pajak (*tax shield*) (Husnan 1997). Konsep *static trade off* merupakan penjabaran lebih lanjut dari dalil MM I, yaitu bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat seiring dengan penggunaan leverage (akibat *interest tax shield*) sampai pada suatu titik ketika ekspektasi ongkos tekanan financial (*cost of financial distress*) atau ongkos kebangkrutan lebih besar daripada *interest tax shield* (Ariyanto, 2002). Nilai perusahaan akan

maksimum jika hutang perusahaan mencapai 100% dan semakin banyak hutang adalah semakin baik, disebut *corner optimum leverage decision* (Mutamimah, 2003).

Teori pecking order menunjukkan bahwa hutang diperbolehkan selama tingkat keuntungan yang diperoleh melebihi biaya hutangnya. Menurut teori *pecking order*, untuk keperluan pendanaan perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Teori ini berlandaskan pada informasi asimetrik (Husnan 1997). Teori *pecking order* menyatakan bahwa :

- a) Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal.
- b) Perusahaan akan berusaha menyesuaikan rasio pembagian deviden dengan kesempatan investasi yang dihadapi, dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran deviden yang terlalu besar.
- c) Pembayaran deviden yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal kadang-kadang berlebih atau kurang untuk investasi.
- d) Apabila pendanaan eksternal diperlukan maka, perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, dengan urutan obligasi, obligasi yang dapat dikonversi ke modal sendiri, baru terakhir menerbitkan saham baru.

Menurut *agency theory*, manajemen merupakan agen dari pemegang saham. Antara manajemen dengan pemegang saham dapat terjadi konflik kepentingan. Konflik kepentingan ini muncul karena masing-masing pihak ingin memaksimalkan utilitasnya. Manajer dapat bertindak di luar ekspektasi pemegang saham, sedangkan para pemegang saham berharap agen akan bertindak sesuai dengan kepentingan mereka, sehingga untuk melakukan fungsinya dengan baik manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan antara lain dengan pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang diambil oleh manajemen (Saidi, 2004). Akibat dari mekanisme pengawasan tersebut akan memunculkan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya agensi adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan

bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor (Horne dan Wachowicz, 1998). Semakin besar peluang timbulnya pengawasan, semakin tinggi tingkat bunga dan semakin rendah nilai perusahaan bagi pemegang saham. Biaya pengawasan merupakan disinsentif dalam penerbitan obligasi. Jumlah pengawasan yang diminta oleh pemegang obligasi akan meningkat seiring dengan meningkatnya hutang.

2.2. Pengembangan Hipotesis

- 1) Pengaruh *Business Risk* terhadap Struktur Modal.

Operating leverage merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi risiko bisnis. Semakin besar *Degree of Operating Leverage* (DOL) berarti semakin besar variasi keuntungan akibat perubahan penjualan. Perusahaan dengan DOL yang tinggi berarti bahwa ada sedikit saja penurunan penjualan akan berakibat pada penurunan *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) yang cukup besar. Dengan adanya hutang maka, beban bunga dari hutang tersebut akan semakin menurunkan penghasilan bersih setelah bunga dan pajak. Sehingga perusahaan dengan *business risk* besar harus mempergunakan hutang yang lebih kecil untuk menghindari semakin besarnya risiko yang harus ditanggung perusahaan. Jadi semakin tinggi DOL semakin besar *business risk* dan semakin kecil keinginan perusahaan untuk memanfaatkan hutang. Dari penjelasan tersebut hipotesis yang diajukan adalah :

H₁ : Business Risk berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

- 2) Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan diproksi dengan logaritma natural dari total asset (Abor, 2008). Semakin besar asset yang dimiliki oleh perusahaan menunjukkan semakin besar pula investasi yang dibutuhkan oleh perusahaan, sehingga dengan demikian menurut teori *pecking order* sumber pendanaan yang pertama kali akan dipakai oleh perusahaan untuk investasi tersebut berasal dari laba yang ditahan. Apabila sumber internal ini tidak mencukupi

perusahaan akan mempergunakan hutang. Dengan demikian apabila laba yang ditahan dianggap tetap, semakin besar ukuran perusahaan menunjukkan semakin tinggi investasi perusahaan, sehingga akan semakin tinggi kemungkinan perusahaan untuk memanfaatkan hutang. Untuk itu hipotesis yang diajukan adalah :

H₂ : Ukuran perusahaan mempunyai hubungan positif dengan struktur modal.

3) Pengaruh *Return on Investment* terhadap Struktur Modal

Perusahaan membuat keputusan pendanaan berdasarkan urutan sebagaimana hieraki *pecking-order theory* yang menyatakan bahwa pertama kali perusahaan akan mendanai operasional perusahaan dengan dana internal perusahaan, jika pendanaan external diperlukan, perusahaan pertama kali akan mendanainya dengan hutang, dan sebagai emisi saham akan dipergunakan sebagai sumber pendanaan terakhir (Myer, 1976). Dengan demikian semakin tinggi ROI (*Return On Investment*) maka, semakin tinggi laba ditahan yang dimiliki oleh perusahaan dengan demikian perusahaan akan memiliki pendanaan internal yang mencukupi. Dengan semakin mencukupinya sumber pendanaan internal maka, kemungkinan perusahaan untuk memanfaatkan hutang sebagai pendanaan eksternal akan semakin rendah. Dari uraian tersebut hipotesis yang diajukan adalah :

H₃ : (ROI) Return On Investment mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.

4) Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan penjualan yang tinggi mempunyai signal yang positif bagi kemungkinan kinerja perusahaan dimasa yang akan datang, untuk itu investor lebih suka berinvestasi pada perusahaan seperti ini (Najjar dan Taylor, 2008). Namun demikian pertumbuhan penjualan yang tinggi juga berarti bahwa tersedianya sumber dana internal yang memadai untuk operasional perusahaan (Eriotis, 2007), karena semakin banyak tersedianya laba yang ditahan, dengan asumsi DOL tetap.

Hal ini akan berakibat pada berkurangnya keinginan perusahaan untuk memakai pendanaan eksternal. Dengan demikian semakin tinggi pertumbuhan penjualan, semakin tinggi laba ditahan yang dimiliki perusahaan, dan menurut teori *pecking order* semakin rendah kemungkinan perusahaan untuk memanfaatkan hutang sebagai sumber pendanaan eksternal. Dari uraian tersebut hipotesis yang diajukan adalah :

H₄ : Pertumbuhan penjualan mempunyai hubungan negatif dengan struktur modal.

5) Pengaruh Institutional Ownership terhadap Struktur Modal

Investor institusi mempunyai pengalaman dalam mengumpulkan dan menginterpretasikan data untuk peningkatan kinerja perusahaan. Menurut teori agensi, struktur modal yang optimal dan dapat meminimumkan biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Tong dan Ning (2004) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai leverage yang tinggi memberikan sinyal negatif yang menyatakan bahwa dimasa depan perusahaan akan menghadapi kesulitan.

Disamping itu, semakin banyak perusahaan memanfaatkan hutang merupakan suatu tanda bagi investor bahwa kinerja manajemen dalam mengelola pendanaan internalnya adalah rendah. Untuk itu investor institusional lebih menyukai perusahaan yang mempunyai rasio *leverage* yang lebih rendah (Najjar dan Taylor, 2008). Melalui pengaruhnya, investor intstitusional berupaya untuk menekankan ekspektasinya tersebut kepada manajer. Semakin tinggi saham yang dikuasai oleh institusi semakin besar pengaruhnya terhadap keputusan pendanaan yang diambil oleh manajer untuk tidak memanfaatkan hutang. Hal ini bertujuan untuk menghindari pandangan negatif dari pemegang saham sebab menurut pandangan teori *agency* manajemen adalah agen dari pemegang saham yang akan selalu menunjukkan kinerja yang baik. Dengan demikian semakin tinggi kepemilikan institusional semakin rendah kemungkinan perusahaan untuk memanfaatkan hutang

sebagai sumber pendanaan. Untuk itu hipotesis yang diajukan adalah :

H₅ : Institutional ownership mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal

III. METODE PENELITIAN

3.1. Data Penelitian

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang meliputi data laporan keuangan dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2008. Jumlah perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI pada akhir tahun 2008 adalah 128 perusahaan. Selama periode tahun 2004 sampai dengan tahun 2008 perusahaan manufaktur yang selalu menyajikan laporan keuangan akhir tahun sesuai batas waktu laporan berjumlah 128 perusahaan, perusahaan yang mempunyai DER positif didapatkan 105 perusahaan, perusahaan yang mempunyai EBIT positif didapatkan 33 perusahaan, sehingga sampel yang digunakan dalam penelitian ini sejumlah 33 perusahaan. Sedangkan untuk variabel dependen dan independen adalah sebagai berikut :

3.2. Variabel Penelitian

Variabel Dependen

Variabel dependen untuk menggambarkan struktur modal pada penelitian ini adalah rasio hutang terhadap modal sendiri (DER), yaitu total hutang dibandingkan dengan total ekuitas, dimana ekuitas adalah jumlah modal saham, agio saham, revaluasi aktiva tetap, dan laba yang ditahan.

Variabel Independen

Variabel independen untuk penelitian ini adalah :

a) *Business Risk* (BR)

Business Risk adalah risiko dimana perusahaan tidak mampu menutupi beban operasional tetapnya atau *Degree of Operating Leverage* (DOL). DOL dapat diukur dengan prosentase perubahan EBIT dibanding dengan prosentase perubahan penjualan (Gitman, 2009).

b) Ukuran Perusahaan / *Size* (S)

Ukuran perusahaan dapat menggambarkan kemungkinan kemampuan

perusahaan dalam menghadapi kegagalan perusahaan dimasa yang akan datang, karena perusahaan yang berukuran besar cenderung lebih terdiversifikasi dan mempunyai sedikit *volatile asset* (Heyman et al., 2007). Ukuran perusahaan dapat diproksi dengan total asset, namun karena nilai total asset yang dimiliki perusahaan mempunyai angka nominal yang cukup besar, maka untuk menyesuaikan dengan variabel lain yang mempergunakan angka perbandingan, ukuran perusahaan dipergunakan logaritma natural dari total asset (Abor, 2008).

c) *Return On Investment* (ROI)

Profitabilitas menunjukkan kemampuan untuk mendapatkan laba. Untuk menghitung profitabilitas dapat dipergunakan ROI (Seppa, 2007), yaitu pendapatan setelah pajak dibagi dengan *total asset*.

d) Pertumbuhan Penjualan/*Growth* (G)

Pertumbuhan perusahaan dapat menggambarkan ketersediaan dana perusahaan untuk investasi diwaktu yang akan datang (Heyman et al., 2007). Pertumbuhan perusahaan dapat diproksi dengan pertumbuhan penjualan, yaitu perubahan penjualan tahun yang bersangkutan dibandingkan dengan penjualan tahun sebelumnya (Eriotis, 2007; Eldomiaty dan Azim, 2008).

e) *Institutional Ownership* (IO)

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) adalah sejauh mana saham perusahaan dimiliki oleh investor institusional (Najjar dan Taylor, 2008). Kepemilikan institusional diukur dengan prosentase kepemilikan saham oleh investor institusi.

3.3. Metode Analisis

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian adalah menggunakan model linier berganda sebagai berikut :

$DER = \beta_0 + \beta_1 BR + \beta_2 S + \beta_3 ROI + \beta_4 G + \beta_5 IO + \mu$
Keterangan :

DER : *Debt to Equity Ratio*.

BR : *Business Risk* perusahaan yang dinyatakan dengan *Degree of Operational Leverage* (DOL).

S : Ukuran Perusahaan / *Size*.

ROI : Profitabilitas perusahaan yang dinyatakan dengan *Return On Investment* (ROI).

G : Pertumbuhan perusahaan / *Growth*.

IO : Kepemilikan Institusional / *Institutional Ownership*.

μ : *Disturbance Error*.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil Penelitian

Penelitian ini menggunakan data dalam bentuk *pooled cross sectional*. Penelitian dilakukan pada tahun 2004–2008 dengan sampel sebanyak 33 emiten, maka secara *pooled cross section* diperoleh sejumlah $5 \times 33 = 165$ data.

Uji Normalitas Data

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		165
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,73006751
Most Extreme Differences	Absolute	,138
	Positive	,138
	Negative	-,094
Kolmogorov-Smirnov Z		1,779
Asymp. Sig. (2-tailed)		,136

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Pengujian terhadap normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov menunjukkan nilai signifikansi residual statistik sebesar : 0,136, dimana menunjukkan data yang terdistribusi normal dengan nilai signifikansi diatas 0,05, sehingga model menunjukkan data yang terdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	BR	,995	1,005
	Sz	,946	1,057
	Roi	,908	1,102
	G	,997	1,003
	IO	,920	1,087

a. Dependent Variable: DER

Jika VIF lebih besar dari 5 maka, antar variabel-variabel independen terjadi persoalan multikolinearitas (Santoso, 2004). Berdasarkan hasil perhitungan tidak terdapat variabel

independen yang mempunyai nilai VIF > 5, artinya kelima variabel independen tersebut tidak terdapat hubungan multikolinieritas dan dapat digunakan untuk memprediksi DER selama periode pengamatan (2004-2008).

Uji Heterokedastisitas

Berdasar uji heterokedastisitas diperoleh titik-titiknya menyebar. Dengan demikian tidak ada variabel yang signifikan. Hal ini berarti bahwa model regresi pada model ini tidak mengandung adanya masalah heteroskedastisitas, artinya kelima variabel independen yang digunakan tidak mempengaruhi residualnya sehingga penelitian ini dapat diuji bagaimana pengaruh kelima variabel independen terhadap variabel DER.

Uji Autokorelasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,459 ^a	,211	,186	,7414577	2,046

a. Predictors: (Constant), IO, BR, G, Sz, Roi

b. Dependent Variable: DER

Berdasar hasil perhitungan Durbin Watson sebesar 2,046; sedangkan dalam tabel DW untuk “k”=6 dan N=165 besarnya DW-tabel: *dl* (batas luar) = 1,56; *du* (batas dalam) = 1,78; $4 - du = 2,22$; dan $4 - dl = 2,44$. Dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah *no auto correlation*, artinya dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi.

Uji F-statistik

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	23,315	5	4,663	8,482	,000 ^a
	Residual	87,412	159	,550		
	Total	110,727	164			

a. Predictors: (Constant), IO, BR, G, Sz, Roi

b. Dependent Variable: DER

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,459 ^a	,211	,186	,7414577

a. Predictors: (Constant), IO, BR, G, Sz, Roi

b. Dependent Variable: DER

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 8,482 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat kepercayaan yang digunakan 5%, berarti terdapat pengaruh yang signifikan variabel-variabel *business risk*, *size*, ROI, pertumbuhan penjualan, dan *institutional ownership* secara bersama-sama terhadap variabel DER atau dengan kata lain model

layak (*goodness of fit*). Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,186 atau 18,6% hal ini berarti hanya 18,6% variasi DER yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu : *business risk*, *size*, ROI, pertumbuhan penjualan, dan *institutional ownership* sedangkan sisanya sebesar 81,4% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model.

Hasil Perhitungan Regresi Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,540	,579		,932	,353
BR	,006	,017	,026	,366	,715
Sz	,137	,036	,273	3,768	,000
Roi	-4,271	,766	-,413	-5,579	,000
G	,299	,117	,159	2,555	,011
IO	,004	,003	,012	1,017	,387

a. Dependent Variable: DER

Dari hasil perhitungan, diketahui besarnya nilai koefisien regresi dari masing-masing variabel *business risk*, *size*, ROI, pertumbuhan penjualan, dan *institutional ownership* masing-masing sebesar 0,026; 0,273; -0,413; 0,159; dan 0,012, sehingga dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$DER = 0.026 BR + 0.273 Sz - 0.413 ROI + 0.159 G + 0.012 IO$$

4.2. Hasil Pengujian Hipotesis

1) Hipotesis Pertama

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel *business risk* (BR) menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada derajat signifikansi (α) = 5%. Hal ini dapat dilihat dari hasil perhitungan analisis regresi linier berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel *business risk* (BR) sebesar 0,715 yang berarti tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Oleh karena itu, hipotesis yang menyatakan bahwa variabel *business risk* (BR) mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal (DER) diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar *business risk* (BR) maka, perusahaan akan cenderung mengurangi pendanaan yang berasal dari hutang (DER).

2) Hipotesis Kedua

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap

variabel ukuran perusahaan/*size* (Sz) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 5%. Hal ini dapat dilihat dari hasil perhitungan analisis regresi linier berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel ukuran perusahaan/*size* (Sz) sebesar 0,000 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Oleh karena itu, hipotesis yang menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan/*size* (Sz) mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal (DER) diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan/*size* (Sz) akan meningkatkan hutang perusahaan.

3) Hipotesis Ketiga

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel *Return on Investment* (ROI) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 5%. Hal ini dapat dilihat dari hasil perhitungan analisis regresi linier berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel *Return On Investment* (ROI) sebesar 0,000 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Oleh karena itu, hipotesis yang menyatakan bahwa variabel *Return On Investment* (ROI) mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal (DER) diterima. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin besar *Return On Investment* (ROI) maka, perusahaan akan lebih memilih pendanaan dari modal sendiri dalam bentuk laba ditahan daripada sumber pendanaan eksternal berupa hutang (DER). Sehingga kenaikan *Return On Investment* (ROI) akan menurunkan hutang (DER).

4) Hipotesis Keempat

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel pertumbuhan penjualan (G) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 5%. Hal ini dapat dilihat dari hasil perhitungan analisis regresi linier berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel pertumbuhan penjualan (G) sebesar 0,011 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Oleh karena itu, hipotesis

yang menyatakan bahwa variabel pertumbuhan penjualan (G) mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal (DER) ditolak. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin besar pertumbuhan penjualan (G) akan meningkatkan hutang perusahaan (DER).

5) Hipotesis Kelima

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel *institutional ownership* (IO) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 5%. Hal ini dapat dilihat dari hasil perhitungan analisis regresi linier berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel *institutional ownership* (IO) sebesar 0,387 yang berarti tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Oleh karena itu, hipotesis yang menyatakan bahwa variabel *institutional ownership* (IO) mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal (DER) diterima. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin besar *institutional ownership* (OI) maka semakin kecil tingkat penggunaan hutang (DER).

6) Hipotesis Keenam

Berdasarkan hasil perhitungan secara parsial selama periode pengamatan 2004-2008 yang nampak pada tabel 4.6, diperoleh signifikansi seluruh variabel independen sebesar 0,000. Oleh karena nilai signifikansi yang diperoleh lebih kecil dari 5% berarti H_0 ditolak dan menerima Hipotesis 6. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kelima variabel terbukti secara bersama-sama atau simultan berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI dengan tingkat signifikansi 5%. Nilai koefisien (*Adjusted R²*) sebesar 0,186. Hal ini berarti bahwa variasi struktur modal (DER) yang mampu dijelaskan oleh variasi kelima variabel independen yaitu, *business risk*, ukuran perusahaan, *Return On Investment* (ROI), pertumbuhan penjualan, dan *institutional ownership* hanya 18,6% sedangkan sisanya sebesar 82,4% dijelaskan oleh sebab-sebab dari luar model.

V. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis pengaruh variabel *business risk*, ukuran perusahaan, *Return on Investment*, pertumbuhan penjualan, dan *institutional ownership* terhadap struktur modal selama periode pengamatan 2004-2008 pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

- 1) Dari hasil pengujian hipotesis 1, menunjukkan bahwa secara parsial variabel *business risk* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa apabila perusahaan menggunakan hutang yang lebih besar maka, pemilik saham akan memperoleh laba yang semakin kecil. Oleh karena itu, tingkat yang disyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai meningkatnya risiko perusahaan.
- 2) Dari hasil pengujian hipotesis 2, menunjukkan bahwa secara parsial variabel ukuran perusahaan/*size* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan cenderung meningkatkan hutangnya untuk ekspansi perusahaan. Hal ini berarti perusahaan besar dapat mudah mengakses pasar modal, sehingga perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan mendapatkan dana.
- 3) Dari hasil pengujian hipotesis 3, menunjukkan bahwa secara parsial variabel *Return On Investment* (ROI) tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi cenderung menggunakan dana operasional yang diambil dari laba ditahan untuk mengurangi penggunaan hutang perusahaan.
- 4) Dari hasil pengujian hipotesis 4, menunjukkan bahwa secara parsial variabel pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin besar pertumbuhan yang dimiliki perusahaan akan menarik investor untuk menanamkan modalnya dan mempermudah manajemen mendapatkan hutang karena

adanya keyakinan investor terhadap kinerja perusahaan.

- 5) Dari hasil pengujian hipotesis 5, menunjukkan bahwa secara parsial variabel *institutional ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa dengan semakin tingginya *institutional ownership* belum tentu akan mengambil kebijakan keuangan mengenai struktur modal dengan menambah hutang.
- 6) Dari hasil pengujian hipotesis 6, menunjukkan bahwa secara simultan variabel *business risk*, ukuran perusahaan, *Return On Investment* (ROI), pertumbuhan penjualan, dan *institutional ownership* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DER). Kemampuan prediksi kelima variabel tersebut terhadap struktur modal secara bersama-sama sebesar 18,6%, sedangkan sisanya (84,6%) dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

5.2. Implikasi Kebijakan

Setelah diperoleh kesimpulan tentang penelitian ini, dapat diajukan beberapa hal yang berguna bagi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai berikut :

- 1) Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *business risk*, ukuran perusahaan, *Return on Investment* (ROI), pertumbuhan penjualan, dan *institutional ownership* secara signifikan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2008 dapat dinyatakan sebagai variabel strategik dan memungkinkan untuk dikendalikan serta dapat dijadikan bahan pertimbangan kebijakan manajemen perusahaan didalam mempertahankan dan meningkatkan nilai perusahaannya melalui penggunaan hutang yang bijaksana sehingga dapat tercapai optimalisasi struktur modal.
- 2) Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel profitabilitas agar lebih diperhatikan oleh emiten dalam memprediksi struktur modal (DER) di perusahaan manufaktur yang listed di BEI. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan sangat efisien dalam

menggunakan asetnya kedalam proyek-proyek investasi yang mampu menghasilkan laba yang tinggi yang pada akhirnya akan meningkatkan kepercayaan investor sehingga berorientasi untuk mengurangi hutang. Berdasarkan output SPSS dalam penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas merupakan variabel yang paling dominan mempengaruhi DER, hal tersebut ditunjukkan dengan nilai *beta standardized coefficient* sebesar -0,413. Berdasarkan hasil tersebut Manajer perusahaan sebaiknya meningkatkan keuntungannya yang optimal agar DER menurun.

- 3) Implikasi bagi penelitian selanjutnya adalah perlu dilakukan justifikasi metode penelitian terutama periode pengamatan dan jumlah sampel yang diteliti.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Dalam penyusunan thesis ini masih banyak keterbatasan yang dimiliki. Keterbatasan tersebut antara lain :

- 1) Penelitian ini mempunyai keterbatasan mengenai periode yang relatif pendek yaitu 5 tahun periode.
- 2) Variabel independen yang diteliti juga terbatas hanya pada ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan penjualan, *Return On Investment* (ROI), dan *institutional ownership*.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan adanya keterbatasan tersebut maka, agenda penelitian mendatang adalah sebagai berikut :

- 1) Mengingat nilai koefisien determinasi (R^2) adalah sebesar 18,6% yang menunjukkan bahwa kemampuan untuk menjelaskan besarnya variasi dalam variabel dependen adalah 18,6% sementara 82,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam persamaan regresi ini, maka disarankan untuk penelitian mendatang dilakukan kajian lebih lanjut dengan memasukkan variabel independen lainnya yang dapat memperjelas faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Arrif. Mohamed, Hasan. Taufik, M. Shamsheer, 2008, How Capital Structure Adjusts Dynamically During Financial Crises, *Corporate Finance Review*.
- Abor Joshua, 2008, Agency Theoretic Determinants of Debt Levels: Evidence from Ghana, *Review Accounting and Finance*, Vol.7 No.2.
- Alfaro Bustos, Engel Eduardo, Galetovic Alexander, 2004, Could higher taxes increase the long-run demand for capital? Theory and evidence for Chile, *Journal of Development Economics*.
- Al-Najjar. Basil, Taylor. Peter, 2008, The Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure, *Managerial Finance* Vol.34 No.12.
- Ariyanto Taufik, 2002, Pengaruh Struktur Pemegang Saham terhadap Struktur Modal Perusahaan, *Jurnal Manajemen Indonesia*, No.1, 64-71.
- Auerbach Alan J., 2001, Taxation and Corporate Financial Policy, University of California Berkeley and NBER.
- Brealey dan Myer, 1999, *Principle of Corporate Finance*, Mac Graw Hill.
- Brigham, E.F., L.C. Gapenski, and P.R. Daves, 1999, *Intermediate Financial Management*, Sixth Ed, The Dryden Press.
- Brigham Eugene F., Houston Joel F., 2001, *Fundamentals of Financial Management*, Philadelphia
- Deesomsak Rataporn, Krishna Paudyal, Gioia Pescetto, 2004, The Determinants of Capital Structure : Evidence from The Asia Pacific Region, *Journal of Multinational Financial Management*.
- Dyah Sih Rahayu, 2005, Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial dan Institusional pada Struktur Modal Perusahaan, *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, Vol 01, No2.
- Eldomiatiy Tarek I and Azim Muhamed H., 2008, The dynamics of capital structure and heterogeneous systematic risk classes in Egypt, *International Journal of Emerging Market*, Vol 3 No.1.
- Eriotis Nikolaos, 2007, How Firm Characteristics Affect Capital Structure : an Empirical Study, *Journal of Managerial Finance*, Vol.33 No.5, Hal 321-331.
- Franco Modigliani, Merton Miller, 1958, The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment, *The American Economic Review* Vol XLVIII No.3.
- Ferdinand, Augusty., 2006, *Metode Penelitian Manajemen*, Edisi 2, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gaud Philippe, Jani Elion, Bender Andre, 2003, The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data.

- Gitman Lawrence J., 2009, Principle of Managerial Finance 12th Edition, Prentice Hall.
- Gracia. Jose Lopez, Mira. Fransisco Sogorb, 2008, Testing trade-off and Pecking Order Theories Financing SMEs, Small Bus Econ.
- Graham John R., 2003, Taxes and Corporate Finance : A Review, The Review of Financial Studies Vol.16 No.4 Hal 1075-1129.
- Gujarati, Damodar N, 1995, Basic Econometric, Third Edition, McGraw-Hill Book Company, New York.
- Ghozali, Imam, 2009, Ekonometrika Teori Konsep dan Aplikasi dengan SPSS 17, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Harjeet S.Bhabra, Tong Liu, Dogan Tirtiroglu, 2008, Capital Structure Choice in a Nascent Market: Evidence from Listed Firms in China, Journal Financial Management P 341-346.
- Heyman Dries, Deloof Marc, Ooghe Hubert, 2007, The Financial Structure of Private Held Belgian Firm, Small Bussines Economics, Springer.
- Van Horne James C, Wachowicz John M, 1998, Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan, Salemba Empat.
- Husnan, Suad., 1997, Manajemen Keuangan : Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang). BPFE, UGM.
- Jack Mintz, Weichenrieder Alfons j., 2004, Taxation and the Financial Structure of German Outbond FDI.
- Jensen M dan Mecling, W ,1976, The Theory of The Firm : Managerial behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol 3.
- Jensen M ., 1986, Agency Cost, Free Cash flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economics Review, Vol 17.
- Joher Huson, Ali Mohd, Nazrul, 2006, The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange, International Business & Economics Research Journal, Volume 5, Number 5.
- Kai Li, Heng Yue, Longkai Zhao, 2009, Ownership, Institutions, and Capital Structure : Evidence from China, Journal of Comparative Economics 37.
- Kim Hanjoon., Berger Paul D, 2008, A Comparison of Capital Structure Determninants: The United States and The Republik of Korea, Multinational Bussines Review Vol.16 Number 1.
- Lhaksmi, 2008, Ownership structure and Capital Structur : Evidence from India, VIT Bussines School India.
- Mazur Kinga, 2007, The Determinan of Capital Struktur Choice Evidence from Polish Companies, International Atlantic Economic Society.

- Mendell Brooks C., Tymor Sydor, Neena Mishra, 2006, Capital Structure in the United States Forest Products Industry : The Influence of Debt and Taxes, Journal of Forest Science.
- M Hull. Robert, 2007, A Capital Structure Model, Journal of Investment & Financial Innovations, Vol.2.
- Mehran Hamid,1992, Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure, Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol.27 No. 4.
- Megginson, William L., 1997, Corporate Finance Theory, Massachusetts : Addison- Wesley.
- Minga Negash, 2002, Corporate Tax and Capital Structure : Some Evidence and Implications, Journal of Investment Analysts.
- Miller Merton H., 1976, Debt and Taxes, The Journal of Finance, Vol.32, No.2.
- Modigliani F. and Miller M., 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, The American Economic Review, Vol 48 No.3.
- Modigliani F. and Miller M., 1963, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, The American Economic Review, Vol. 53, No. 3.
- Moh D, Mahmoud.A, Larry G.Perry and James N.Rimbey, 1998, The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : a Time Series Cross Sectional Analysis, Financial Review Vol.33.
- Mutamimah, 2003, Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Financial yang Go Public di Pasar Modal Indonesia, Jurnal Bisnis Strategi Vol.11.
- Myers Steward C., 1976, Determinant of Corporate Borrowing, Sloan School of Management Massachusetts Institute of Technology.
- Pandey I.M., 2004, Capital Structure, Profitability, and Market Structure : Evidence From Malaysia, Asia Pacific Journal of Economics & Business.
- Ross. Stephen A., The Determinant of Financial Structure : The Incentive-Signaling Approach, The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No 1 Hal. 23-40.
- Riyanto Bambang, 1995, Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan, Yogyakarta.
- Saidi, 2002, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEI Tahun 1997-2002, Jurnal Bisnis dan Ekonomi, Vol 11, No.1, Hal 44-48.
- Serrasqueiro ZMS, Rogao MCR, 2009, Capital Structure of Listed Portuguese Companies Determinant of Debt Adjustment, Review of Accounting and Finance Vol8 No.1 Hal 54-75.
- Seppa Raul, 2007, Capital Structure Decisions : Research in Estonian non-Financial Companies, Baltic Journal of Management, Vol.3 No. 1.
- Shah A., Khan S., 2007, Determinan of Capital Structure Eviden from Pakistan, Interntional Review of Bussines Research Paper P.265-282.
- Suhaila Mat Kila, Wan Mansoor wan Mahmood, 2008, Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies, Universiti Teknologi MARA Terengganu.

- Titman Sheridan, Roberto Wessels, 1988, The Determinan of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1. (Mar., 1988), pp. 1-19.
- Titman Sheridan, 2001, The Modigliani and Miller Theorem and Market Efficiency, NBER Working Paper No.8641.
- Tong S dan Ning Y, 2004, Does Capital Structure Affect Institutional Investor Choice ?, *The Journal of Investing*, Vol 28, pp 53-66.
- Yang Jian, Davis George C., Leathem David J., 2001, Impact of interest rate swaps on corporate capital structure : an empirical investigation, *Applied Financial Economics*, Vol 11, 75-81.