

**ANALISIS PERBANDINGAN KEBIJAKAN
STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN
MANUFAKTUR PMA DAN PMDN DI
INDONESIA PERIODE 2009 – 2012**



SKRIPSI

Diajukan Sebagai salah satu syarat
Untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusunoleh :

AULIA VIDYA ALMADANA

NIM. 12010110130176

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG**

2014

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Aulia Vidya Almadana
Nomor Induk Mahasiswa : 12010110130176
Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS PERBANDINGAN
KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN MANUFAKTUR PMA
DAN PMDN DI INDONESIA PERIODE
2009 - 2012**

Dosen Pembimbing : Dr. H.M. Chabachib, M.Si.,Akt.

Semarang, 12 Mei 2014

Dosen Pembimbing

(Dr. H.M. Chabachib, M.Si.,Akt.)

NIP.130810122

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Aulia Vidya Almadana

Nomor Induk Mahasiswa : 12010110130176

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS PERBANDINGAN KEBIJAKAN
STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN
MANUFAKTUR PMA DAN PMDN DI
INDONESIA PERIODE 2009-2012**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 26 Mei 2014

Tim Penguji

1. Dr. H.M. Chabachib, M.Si.,Akt. (.....)

2. Erman Denny Arfinto, SE, MM. (.....)

3. Drs. Prasetiono, M.Si. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Aulia Vidya Almadana, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **ANALISIS PERBANDINGAN KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR PMA DAN PMDN DI INDONESIA PERIODE 2009 – 2012**, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau symbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut diatas, baik disengaja atau tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 12 Mei 2014
Yang membuat pernyataan,

(Aulia Vidya Almadana)

12010110130176

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

“KEEP HUNGRY, KEEP FOOLISH”

(Steve Jobs, pendiri perusahaan Apple)

“Janganlah takut untuk berbuat kebaikan walaupun berada di tempat yang paling kotor sekalipun” (Llorentina Siswanti, guru SMA Negeri 4 Semarang)

**Penulis mempersembahkan skripsi ini kepada:
Pihak-pihak yang telah mendukung dan memotivasi penulis
Terima kasih kalian telah banyak membantu**

ABSTRAK

Kebijakan stuktur modal merupakan hal vital yang harus diperhatikan oleh tiap perusahaan. Pengelolaan sumber dana akan berimbas langsung pada posisi finansial perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan kebijakan utang dan determinan struktur modal perusahaan manufaktur multinasional (PMA) dan domestic (PMDN) di Indonesia periode tahun 2009 - 2012. Determinan yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas, free cash flow, ukuran perusahaan, volatilitas laba, dan assets tangibility.

Penelitian ini menggunakan metode purposive sampling yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Berdasarkan pada alat sampling tersebut didapatkan 30 sampel yang terbagi menjadi 15 perusahaan multinasional (PMA) dan 15 perusahaan domestic (PMDN). Analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda dan uji chow yang didahului dengan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji F dan uji t. Uji chow terakhir digunakan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan kebijakan struktur modal diantara perusahaan PMA dan PMDN.

Hasil penelitian menunjukkan tiga variabel independen perusahaan PMA dan PMDN yang memiliki pengaruh signifikan di dalam taraf signifikansi 0,05. Tiga variabel tersebut adalah profitabilitas, free cash flow, dan assets tangibility. Besarnya koefisien determinasi (Adjusted R Square) adalah sebesar 0,254 untuk perusahaan PMA dan 0,257 untuk perusahaan PMDN. Uji chow yang digunakan dalam penelitian ini menampilkan nilai sebesar 6,613 yang lebih besar dari nilai F tabel sebesar 2,29, sehingga ada perbedaan kebijakan struktur modal diantara perusahaan PMA dan PMDN.

Kata Kunci : struktur modal, profitabilitas, free cash flow, ukuran perusahaan, volatilitas laba, assets tangibility.

ABSTRACT

Capital structure policy is as an important thing that must be seen to every company. Managing funding sources will have direct impact of the company financial position. This study aims to analyze the differences and determinants of capital structure of the manufacture firms between multinational (PMA) and domestic corporation (PMDN) in Indonesia over the period 2009–2012. Determinants that used for this study are profitability, free cash flow, firm size, earning volatility and assets tangibility.

This research employed purposive sampling method based on the certain criteria. There were 30 samples found that divided to be 15 foreign investor corporations (PMA) and 15 domestic investor corporations. The analysis used was multiple regression and chow test which was preceded by a test consisting of the classical assumption test for normality, multicollinearity, autocorrelation and test for heteroscedasticity. Hypothesis testing employed F test and t test. Last, chow test was used to know there are differences or not related to capital structure policy between PMA company and PMDN company.

The results obtained there three independent variables of PMA and PMDN which have significant influence on the 0,05 significance. Those three variables are profitability (ROA), free cash flow and assets tangibility. The magnitude of the coefficient of determination (Adjusted R Square) was 0,254 for PMA firms and 0,257 for PMDN firms. Chow test that used in this research showed that 6,613 is higher than F table value which was 2,29 that means there are significant differences on capital structure policy between PMA firms and PMDN firms.

Keywords : capital structure, profitability, free cash flow, firm size, earning volatility, assets tangibility.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur dipanjatkan kehadirat Allah SWT, karena kuasaNya memberikan dorongan luar biasa kepada penulis untuk lekas menyelesaikan tugas akhir ini. Cerita pendek yang dirangkum dalam bentuk buku ini ditujukan sebagai syarat untuk menyelesaikan program sarjana dalam Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. Namun perlu disadari, penulis tidak sendirian dalam proses penyelesaian tugas ini, banyak pihak yang telah memberikan dukungan kepada penulis, baik dalam bentuk material maupun spiritual. Oleh karena itu, dengan memanfaatkan lembar kata pengantar ini, penulis ingin haturkan terima kasih kepada:

1. Kedua orang tua (Drs. Haryoso dan Dra. Ismartiwiningsih) serta kakak yang manis Ayu Suci Fitriasari S.T., yang telah memberikan pengalaman hidup yang berharga kepada penulis.
2. Prof. Drs. H. Mohamad Nasir. M.Si, Akt, Ph.D, selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro, yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menggapai ilmu di lingkungan perguruan tinggi.
3. Dr. H.M. Chabachib, M.Si., Akt, selaku dosen pembimbing yang telah memberikan arahan dan bimbingan dengan tulus selama proses penyelesaian skripsi ini.
4. Sri Rahayu Tri Astuti SE, MM, selaku dosen wali yang telah memberikan banyak bantuan selama penulis menuntut ilmu di perguruan tinggi.
5. Seluruh staf pengajar dan pegawai Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang yang telah banyak membantu penulis hingga saat proses penyelesaian skripsi.
6. Keluarga besar Isradji Partodidjojo yang telah memberikan doa, dukungan, dan semangatnya kepada penulis.
7. Indextroyndosoul: Amada Galih F, A.Md; Ferry Udi K, S.H; R Eriska F, S.Sn; Faskha Harizki, S.S; Galuh C.K, A.Md; Dikzi A, A.Md; Tutus K, S.E; Fajar A.N, S.H; Satrio B.W, S.T; Nizar A, S.H; Ardian P, S.Sn;

Nurhadi P, A.Md; Dhanis M, S.E. Nurakbar C.W, S.H, yang telah menemani, memberi dukungan, dan tekanan kepada penulis selama ini. mari gapai impian kita masing-masing bro!!

8. Kawan-kawan D3 Fakultas Ekonomika dan Bisnis angkatan 2009, yang telah memberikan dukungan selama ini.
9. Mbak Bro dan Mas Bro KKN Tim II 2013 Desa Jumoyo Kecamatan Salam Kab Magelang: Arka P.B, S.E; Frisca D.C, S.E; Attria T.W, S.Pt; Arifah H, S.Pt; Aris, S.Pt; Arif N.C, S.Pt; Dewinta M.P, S.Pi; Arlina H, S.Pi; Auliya A.B, S.Pi, kekompakan kalian membuat penulis terharu.
10. Kawan-kawan Manajemen Reguler I Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro angkatan 2009, terutama PMKK, terima kasih telah memberikan dukungan dan saran kepada penulis selama ini.
11. Terima Kasih kepada: Wibisono S.S, S.E; Mbak Lintang Rektorat; Mbak Nur Hasanah IDX Semarang; Redha P, S.E; Tri Adhi S, S.E; Juati I, S.Psi; Supratno H.D, S.E; Dhany P.S, S.E; Hanafi P, S.E; Meryta W, S.E; Ephin A, S.H; Andy Setyawan; Arie P, S.E; Amien P.H, S.E; Mbak Retno Lab FEB; serta pihak lain yang tidak bisa disebutkan penulis satu-satu, terima kasih atas bantuan, dukungan, dan saran kepada penulis, sehingga penulis bisa tetap semangat mengerjakan tugas akhir ini.
12. Penulis juga tidak lupa mengucapkan terima kasih kepada pihak-pihak yang secara langsung dan tidak langsung memberikan tekanan dan menghambat penulis selama studi ataupun penyelesaian tugas akhir. Terima kasih telah memberikan pelajaran yang berharga kepada penulis.

Semarang. 13 Mei 2014

Aulia Vidya Almadana

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
ABSTRAK	vi
ABSTRACT	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah	14
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	17
1.3.1 Tujuan Penelitian	17
1.3.2 Kegunaan Penelitian	18
1.4 Sistematika Penulisan	19
BAB II TELAAH PUSTAKA	
2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu	20
2.1.1 Struktur Modal	20
2.1.2 <i>Agency Theory</i>	35
2.1.3 <i>The Trade Off Theory</i>	36
2.1.4 <i>Pecking Order Theory</i>	38
2.1.5 Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal	39

2.1.5.1 Struktur Modal (<i>Leverage</i>)	40
2.1.5.2 Profitabilitas	41
2.1.5.3 <i>Agency Cost of Debt</i>	42
2.1.5.4 Ukuran Perusahaan	43
2.1.5.5 <i>Earning Volatility</i>	43
2.1.5.6 <i>Assets Tangibility</i>	44
2.1.5.7 Perusahaan PMA dan PMDN	44
2.1.10 Pengaruh Variabel Independen Terhadap Dependen	45
2.1.10.1 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal	45
2.1.10.2 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Struktur Modal	46
2.1.10.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal ..	47
2.1.10.4 Pengaruh <i>Earning Volatility</i> Terhadap Struktur Modal ...	48
2.1.10.5 Pengaruh <i>Assets Tangibility</i> Terhadap Struktur Modal.....	49
2.1.10.6 Pengaruh Variabel Independen Terhadap Struktur Modal Perusahaan PMA dan PMDN	49
2.2 Penelitian Terdahulu	51
2.3 Kerangka Pemikiran	65
2.4 Hipotesis	68

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	70
3.1.1 Variabel Penelitian	70
3.1.2 Definisi Operasional dan Pengukuran	70
3.2 Populasi dan Penentuan Sampel	75
3.2.1 Populasi	75
3.2.2 Sampel	76
3.3 Jenis dan Sumber Data	78
3.4 Metode Pengumpulan Data	78
3.5 Metode Analisis	78
3.5.1 Uji Statistik Deskriptif	79
3.5.2 Uji Penyimpangan Asumsi Klasik	79

3.5.2.1 Uji Normalitas Data	80
3.5.2.2 Uji Multikolinearitas	81
3.5.2.3 Uji Autokorelasi	83
3.5.2.4 Uji Heterokedastisitas	85
3.5.3 Analisis Regresi Berganda	86
3.5.4 Koefisien Determinasi	87
3.5.5 Pengukuran Hipotesis	88
3.5.5.1 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)	88
3.5.5.2 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)	89
3.5.5.3 Uji Chow Test	89

BAB IV HASIL DAN ANALISIS

4.1 Deskripsi Objek Penelitian	91
4.2 Analisis Data	95
4.2.1 Uji Statistik Deskriptif	95
4.2.2 Uji Asumsi Klasik	99
4.2.2.1 Uji Normalitas	99
4.2.2.2 Uji Multikolinearitas	102
4.2.2.3 Uji Autokorelasi	103
4.2.2.4 Uji Heteroskedastisitas	106
4.2.3 Analisis Linear Berganda	108
4.2.4 Uji Chow	115
4.3 Pembahasan Hasil	118
4.3.1 Pembahasan Hasil Perusahaan PMA	118
4.3.1.1 Pengaruh Profitabilitas terhadap Tingkat Hutang	118
4.3.1.2 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap Tingkat Hutang	119
4.3.1.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Tingkat Hutang	120
4.3.1.4 Pengaruh <i>Earning Volatility</i> terhadap Tingkat Hutang	121
4.3.1.5 Pengaruh <i>Assets Tangibility</i> terhadap Tingkat Hutang	121
4.3.2 Pembahasan Hasil Perusahaan PMDN	122
4.3.2.1 Pengaruh Profitabilitas terhadap Tingkat Hutang	122

4.3.2.2 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap Tingkat Hutang	123
4.3.2.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Tingkat Hutang	124
4.3.2.4 Pengaruh <i>Earning Volatility</i> terhadap Tingkat Hutang	125
4.3.2.5 Pengaruh <i>Assets Tangibility</i> terhadap Tingkat Hutang	125
4.3.3 Perbedaan Tingkat Hutang Perusahaan PMA dan PMDN	126

BAB V PENUTUP

5.1 Kesimpulan	129
5.2 Keterbatasan	132
5.3 Saran	133
Daftar Pustaka	135
Lampiran – lampiran	138

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Tabel Variabel Perusahaan Manufaktur PMA	7
Tabel 1.2	Tabel Variabel Perusahaan Manufaktur PMDN	7
Tabel 2.1	Ringkasan Penelitian Terdahulu	57
Tabel 3.1	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	74
Tabel 3.2	Daftar Nama Sampel Perusahaan dalam Penelitian	77
Tabel 4.1	Klasifikasi Sampel Berdasarkan Bidang Usaha (Perusahaan PMA) .	92
Tabel 4.2	Klasifikasi Sampel Berdasarkan Bidang Usaha (Perusahaan PMDN).	93
Tabel 4.3	Uji Statistik Deskriptif Perusahaan PMA	95
Tabel 4.4	Uji Statistik Deskriptif Perusahaan PMDN	97
Tabel 4.5	Uji Kolmogorov-Smirnov (K-S) Perusahaan PMA	100
Tabel 4.6	Uji Kolmogorov-Smirnov (K-S) Perusahaan PMDN	101
Tabel 4.7	Uji Multikolinearitas Perusahaan PMA	102
Tabel 4.8	Uji Multikolinearitas Perusahaan PMDN	103
Tabel 4.9	Tabel Durbin Watson Perusahaan PMA	104
Tabel 4.10	Hasil Uji Durbin Watson Perusahaan PMA	104
Tabel 4.11	Tabel Durbin Watson Perusahaan PMDN	105
Tabel 4.12	Hasil Uji Durbin Watson Perusahaan PMDN	105
Tabel 4.13	Uji Glejser Perusahaan PMA	106
Tabel 4.14	Uji Glejser Perusahaan PMDN	107
Tabel 4.15	Uji Signifikansi Parameter Individual Perusahaan PMA (Uji t)	108
Tabel 4.16	Uji Signifikansi Parameter Individual Perusahaan PMDN (Uji t) ...	110
Tabel 4.17	Hasil Perhitungan Uji F Perusahaan PMA	112
Tabel 4.18	Hasil Perhitungan Uji F Perusahaan PMDN	113
Tabel 4.19	Koefisien Determinasi Perusahaan PMA	113
Tabel 4.20	Koefisien Determinasi Perusahaan PMDN	114
Tabel 4.21	Nilai Residual Perusahaan PMA	115
Tabel 4.22	Nilai Residual Perusahaan PMDN	116
Tabel 4.23	Nilai Residual Perusahaan PMA dan PMDN	116
Tabel 4.24	Perubahan DER dan ROA Perusahaan PMA	118

Tabel 4.25 Perubahan Tingkat Hutang dan Free Cash Flow Perusahaan PMA .	119
Tabel 4.26 Perubahan Tingkat Hutang dan Firm Size Perusahaan PMA	120
Tabel 4.27 Perubahan DER, ROA, dan EarnVol Perusahaan PMA	121
Tabel 4.28 Perubahan Tingkat Hutang dan Assets Tangibility	122
Tabel 4.29 Perubahan DER dan ROA Perusahaan PMDN	122
Tabel 4.30 Perubahan Tingkat Hutang dan Free Cash Flow Perusahaan PMDN	123
Tabel 4.31 Perubahan Tingkat HUTang dan Firm Size Perusahaan PMDN	124
Tabel 4.32 Perubahan DER dan EarnVol Perusahaan PMDN	125
Tabel 4.33 Perubahan Tingkat Hutang dan Assets Tangibility Perusahaan PMDN	126

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Kerangka Pemikiran	67
Grafik 1	Perbedaan Perusahaan PMA dan PMDN pada DER – ROA	127
Grafik 2	Perbedaan Perusahaan PMA dan PMDN pada DER – Free Cash Flow	127
Grafik 3	Perbedaan Perusahaan PMA dan PMDN pada DER – Assets Tangibility	128

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A Data Perusahaan PMA yang telah diolah	138
Lampiran B Data Perusahaan PMDN yang telah diolah	140
Lampiran C Histogram, Normal P-P Plot, dan Scatterplot Perusahaan PMA dan PMDN	142

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Kemajuan IPTEK menyebabkan perusahaan mengalami perkembangan dengan pesat baik dari segi produksi maupun pengelolaan organisasi sehingga menyebabkan persaingan usaha pada beberapa bidang semakin ketat. Perusahaan berusaha untuk terus meningkatkan kualitas agar bisa bersaing dan *survive* di dalam dunia persaingan usaha. Perusahaan bisa bertahan apabila dapat terus mengembangkan nilai. Perbaikan nilai perusahaan didapatkan dengan mengembangkan laba dalam jangka panjang dan otomatis akan berdampak pada perkembangan usaha secara kontinyu.

Tujuan perusahaan bisa tercapai terutama dari sektor manufaktur salah satunya dengan memperhatikan masalah sumber pendanaan yang akan berdampak pada performa perusahaan dalam unit produksi, operasional, personalia, serta *marketing*.

Sumber pendanaan perusahaan didapatkan dari dua sumber utama, yaitu suntikan dana yang bersumber dari dalam (*internal financing*) maupun luar perusahaan (*eksternal financing*). Sumber pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan didapatkan dari modal sendiri, laba ditahan, dan cadangan dana yang dimiliki. Sedangkan sumber pendanaan eksternal diperoleh dari hutang (*debt*). Bauran keduanya (ekuitas dan hutang) dalam struktur pendanaan jangka panjang

suatu perusahaan disebut sebagai struktur modal perusahaan (Brigham dan Houston, 2006).

Pengelolaan struktur modal perusahaan menjadi tanggung jawab manajemen keuangan. Dilihat dari sumber pendanaan yang masuk ke dalam perusahaan, peran penting manajemen keuangan dalam kaitannya dengan struktur modal adalah mengatur perimbangan ekuitas dan hutang agar berfungsi secara optimal. Perusahaan yang mempunyai struktur modal yang optimal akan menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal bukan hanya perusahaan saja yang memperoleh keuntungan namun pemegang saham juga akan menikmatinya, dikarenakan gambaran nilai perusahaan dapat dilihat dari tingkat kesejahteraan para pemegang saham karena harga saham otomatis akan meningkat apabila nilai perusahaan tinggi.

Hutang merupakan salah satu pilihan sumber pendanaan perusahaan yang berasal dari eksternal perusahaan. Hutang menjadi salah satu sarana pendanaan yang menarik bagi perusahaan untuk rekapitalisasi atau restrukturisasi modal, karena hutang sebagai penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar bagi pemegang saham (Sumadji et al, 2006). Dalam lingkup *trade off theory*, Modigliani dan Miller menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan selalu lebih menguntungkan daripada penggunaan modal sendiri. Sebagai akibat dari asumsi pasar modal sempurna namun ada pajak, maka timbul sifat *tax deductibility of interest payment* (Husnan, 1996), karena bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat mengurangi penghasilan kena pajak (*tax shield*). Namun

Myers (1984) berpendapat tujuan dari *trade off theory* adalah menyeimbangkan modal sendiri dengan modal luar. Semakin banyak manfaat yang diperoleh dari hutang maka hutang akan ditambah, tapi apabila pengorbanan akan hutang sudah terlampaui banyak maka hutang sudah tidak optimal lagi untuk ditambah seperti keuntungan pajak yang diperoleh tidak sebanding dengan beban bunga yang harus dibayarkan (Angelia, 2013). Penggunaan hutang yang berlebihan akan meningkatkan resiko *financial distress*.

Perusahaan bisa menggunakan hutang sebagai solusi untuk menghindari resiko konflik keagenan. Konflik tersebut melibatkan pihak manajerial perusahaan dengan pihak pemegang saham karena adanya suatu perbedaan kepentingan dalam penggunaan aliran kas bebas atau *free cash flow* (Jensen, 1986). Dengan adanya hutang, pihak manajerial akan termotivasi untuk bekerja lebih efisien agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan, oleh karena itu hutang memiliki peranan sebagai monitoring untuk menghindari tindakan *moral hazard* para manajerial.

Sedangkan *pecking order theory* menjelaskan bahwa pendanaan perusahaan berdasarkan atas urutan preferensi dengan resiko yang paling kecil, yaitu laba hasil operasi (*internal funds*), kemudian hutang, lalu penerbitan saham baru. Dalam hal ini perusahaan yang bisa menghasilkan laba kemungkinan akan menggunakan pendanaan internal, dikarenakan perusahaan tidak akan memiliki beban pembayaran dividen (Myers, 1984), maka semakin tinggi profitabilitas berbanding dengan hutang yang semakin rendah.

Pembahasan topik mengenai struktur modal perusahaan merupakan hal vital yang harus diperhatikan oleh tiap perusahaan. Pengelolaan sumber

pendanaan perusahaan akan berimbas langsung pada posisi finansial perusahaan. Kesalahan dalam menentukan sumber pendanaan perusahaan akan berakibat fatal terutama bila perusahaan terlalu banyak menggunakan hutang yang akan berbanding lurus dengan besarnya beban tetap yang harus ditanggung perusahaan. Hal tersebut akan meningkatkan resiko finansial, posisi dimana perusahaan tidak mampu membayar beban bunga atau angsuran-angsuran hutangnya (Riyanto, 1999). Resiko finansial tersebut bisa dihindari dengan mengupayakan tercapainya keseimbangan yang optimal dalam menggunakan hutang dan modal, sehingga biaya modal rata-rata tertimbang/Weighted Average Cost of Capital (WACC) dapat diminimalkan selanjutnya meningkatkan nilai perusahaan (Van Horne dan Wachowicz, 2007).

Era pasar bebas karena pengurangan atau penghapusan hambatan untuk masuk keluar negeriseperti pada saat ini, memungkinkan perusahaan-perusahaan multinasional mengembangkan unit usahanya di negara-negara lain. Sehingga perusahaan multinasional akan bersaing dengan perusahaan domestik di tiap negara. Perusahaan multinasional (Vera et al, 2008) yang merujuk pada perusahaan Penanaman Modal Asing (PMA) adalah perusahaan yang terlibat dalam suatu bisnis internasional dan berbasis usaha (mulai dari kegiatan produksi sampai dengan kegiatan pemasaran) mencakup kegiatan ekonomi antar negara (ekonomi global) dan kepemilikan ekuitas di banyak negara.

Dalam Undang-undang No. 1 tahun 1967 disebutkan bahwa PMA merupakan penanaman modal yang dimiliki oleh orang-orang asing dan digunakan untuk menjalankan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Pemilik

modal secara langsung menanggung risiko dari penanaman modal tersebut dan dimungkinkan adanya kerjasama dengan modal nasional. Sedangkan perusahaan domestik atau biasa yang disebut perusahaan Modal Dalam Negeri (PMDN) adalah perusahaan yang basis usahanya mencakup kegiatan ekonomi suatu negara atau lingkup ekonomi nasional dan kantor pusat berkedudukan di dalam negeri. Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN) disebutkan juga di dalam Undang-undang No. 6 tahun 1968 yang mendefinisikan PMDN merupakan penanaman modal yang berupa bagian dari kekayaan masyarakat Indonesia, termasuk hak-hak dan benda-benda baik yang dimiliki oleh negara maupun swasta nasional atau swasta asing yang berdomisili di Indonesia yang disisihkan/disediakan guna menjalankan suatu usaha. Perusahaan multinasional (MNC's) yang melakukan operasi bisnis di beberapa negara lebih berpeluang untuk memperoleh pendapatan lebih tinggi karena jangkauan investasinya lebih luas serta berpeluang untuk mendapatkan saluran hutang yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan domestik (DC's) yang melakukan operasi bisnis hanya pada lingkup satu negara. Hal tersebut yang memungkinkan struktur modal MNC's akan berbeda dengan DC's.

Rasio antara sumber dana pihak ketiga dengan hutang yang menggambarkan struktur perusahaan disebut DER (Debt to Equity Ratio). Rasio DER menunjukkan tingkat resiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER maka semakin tinggi resiko perusahaan. Hal ini memberikan indikasi bahwa jumlah ekuitas perusahaan tidak mampu menutupi kuantitas hutang perusahaan. Kesimpulannya semakin banyak laba operasi perusahaan yang digunakan untuk

membayar beban bunga tetap, semakin banyak aliran kas yang digunakan untuk membayar angsuran tetap, sehingga laba bersih setelah pajak (EAT) perusahaan akan banyak berkurang. Menurut Brigham (1989), para investor lebih tertarik pada tingkat DER tertentu yang besaran rasionya kurang dari satu, karena nilai DER perusahaan yang menunjukkan nilai lebih dari satu memberi arti bahwa koefisien hutang dalam suatu perusahaan lebih tinggi dari jumlah modal sendiri. Seperti yang telah diutarakan oleh Riyanto (1999) mengenai koefisien hutang, yaitu angka perbandingan antara jumlah modal asing dengan modal sendiri tidak boleh melebihi 1:1.

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan non-financial khususnya dari sektor manufaktur yang telah terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2009 sampai dengan 2012. Alasan hanya menggunakan sampel perusahaan non-*financial* karena struktur modal perusahaan *financial* sebagian besar pendanaannya menggunakan dana pihak ketiga. Selain itu perusahaan manufaktur mengkombinasikan fungsi mesin, peralatan dan tenaga kerja untuk mengolah bahan mentah menjadi barang jadi, sehingga dalam proses tersebut dibutuhkan biaya produksi yang cukup tinggi dan akan berkaitan langsung dengan keputusan pendanaan. Perusahaan manufaktur juga merupakan emiten terbesar yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Hal ini dibuktikan dengan jumlahnya yang mencapai 135 perusahaan atau 29,35% dari total keseluruhan 460 perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada periode 2009 sampai 2012.

Tabel 1.1
Tabel Variabel Perusahaan Manufaktur PMA

Variabel	Tahun				Rata-rata
	2009	2010	2011	2012	
DER	0,9	0,75	0,69	0,79	0,78
ROA	25,53	26,18	25,89	25,28	25,72
FCF	0,32	0,35	0,45	0,35	0,37
Firm Size	14,85	14,96	14,88	15,23	14,98
<i>Earning volatility</i>	12,77	10,69	12,05	12,71	12,05
<i>Assets tangibility</i>	0,33	0,35	0,44	0,34	0,36

Sumber: Data ICMD & IDX yang diolah.

Tabel 1.2
Tabel Variabel Perusahaan Manufaktur PMDN

Variabel	Tahun				Rata-rata
	2009	2010	2011	2012	
DER	1,09	1,14	0,75	0,79	0,94
ROA	19,62	20,62	17,77	17,12	18,78
FCF	0,42	0,4	0,35	0,31	0,37
Firm Size	14,73	14,94	15,24	15,41	15,08
<i>Earning volatility</i>	12,85	11,29	11,28	11,27	11,67
<i>Assets tangibility</i>	0,34	0,33	0,32	0,32	0,33

Sumber: Data ICMD & IDX yang diolah.

Dalam tabel PMA dan PMDN diatas dapat digambarkan perusahaan PMA yang memiliki profitabilitas lebih tinggi daripada perusahaan PMDN cenderung memprioritaskan pendanaan dari sumber internal dan menghindari hutang. Gambaran diatas sesuai dengan temuan perusahaan PMA lebih pada penggunaan *pecking order theory* (Burgman, 1996). Namun Akhtar (2005) menemukan ketidakseuaian *pecking order theory* dengan menunjukkan bahwa tingkat hutang

perusahaan MNC's dan DC's tidak berbeda. Sementara studi yang dilakukan Vera et al (2005) dan Chevalier et al (2006) di Indonesia menunjukkan tingkat hutang MNC's lebih rendah dibandingkan DC's, namun ketidaksesuaian pada teori *pecking order* adalah kecenderungan perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki rasio hutang yang tinggi pula.

Tabel 1.1 dan 1.2 menunjukkan bahwa rata-rata ukuran perusahaan PMDN lebih besar dibandingkan dengan perusahaan PMA. Hal ini bisa dilihat dari ukuran rata-rata perusahaan PMDN yang mencapai 15,08, sedangkan perusahaan PMA hanya mencapai 14,98. Dalam kaitannya dengan pendanaan hutang, terbukti bahwa semakin besar ukuran perusahaan mempengaruhi kemudahan dalam menjangkau saluran-saluran hutang. Hal tersebut ditunjukkan dengan rata-rata ukuran perusahaan PMDN yang lebih besar dari PMA berbanding lurus dengan besarnya DER perusahaan PMDN. Fenomena lapangan tersebut sesuai dengan temuan Akhtar (2005) yang menyebutkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan sejalan dengan jumlah hutang. Hal itu disebabkan karena perusahaan yang berukuran besar mampu menyediakan informasi yang lebih banyak bagi calon investor dibandingkan perusahaan kecil, disamping itu ukuran perusahaan mencerminkan kepemilikan total asset berkaitan dengan *collateral* yang akan menentukan keputusan pendanaan calon kreditur di masa yang akan datang.

Tabel 1.1 dan 1.2 menunjukkan inkonsistensi dari teori struktur modal pada fenomena lapangan. Penurunan ROA perusahaan PMA tahun 2010–2011 sejalan dengan penurunan DER pada periode tahun yang sama. Tahun 2009–2010 serta

2012–2012 nilai profitabilitas berbanding negatif dengan hutang. Fenomena inkonsistensi juga terjadi pada tabel perusahaan PMDN tahun 2009-2010 perusahaan yang menunjukkan korelasi positif antara profitabilitas dengan tingkat hutang, sesuai dengan *trade off theory* Myers (1984) yaitu menyeimbangkan modal sendiri dengan modal luar selama pengorbanan sesuai dengan manfaat. Namun pada tahun 2011-2012 profitabilitas berbanding negatif terhadap tingkat hutang. Dimana hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang lebih mendahulukan pendanaan internal perusahaan.

Penelitian mengenai struktur modal sudah banyak dilakukan, namun peneliti yang membandingkan kebijakan struktur modal pada MNC's dengan DC's masih belum terlalu banyak. Masih banyak terjadi *research gap* dan perdebatan dalam perbandingan tersebut. Lee & Kwok (dalam Akhtar, 2005) yang melakukan studi terhadap perusahaan Amerika Serikat menunjukkan tingkat hutang MNC's lebih rendah dibandingkan dengan DC's. Penemuan tersebut didukung dengan penelitian terhadap perusahaan Amerika Serikat oleh McMillan et al (2012) serta Akhtar et al (2009) dengan objek perusahaan Jepang. Namun Akhtar (2005) dengan objek perusahaan di Australia menemukan bahwa tingkat hutang MNC's tidak berbeda dengan milik DC's. Sedangkan penelitian yang dilakukan dengan objek negara berkembang diantaranya dilakukan oleh Vera et al (2005) yang melakukan pengamatan di Indonesia menunjukkan MNC's dengan rata-rata ukuran perusahaan yang lebih kecil dari DC's memiliki tingkat hutang yang lebih kecil dibandingkan dengan DC's. Penelitian Chevalier et al (2006) juga menunjukkan penemuan yang sama di Indonesia.

Terdapat beberapa variabel yang menentukan manajer dalam keputusan pendanaannya atau keputusan para kreditur untuk mengucurkan dananya terutama dalam perusahaan PMA dan PMDN. Akhtar (2005) menggunakan variabel *agency cost* yang digambarkan pada *free cash flow* dan asset growth, bangkrupcty costs, non debt tax shield, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *assets tangibility*. Adapun Chevalier et al (2006) yang menggunakan faktor *assets tangibility*, profitabilitas, *earning volatility*, ukuran perusahaan, serta growth opportunity. Sedangkan McMillan et al (2012) menggunakan variabel size, *assets tangibility*, *agency cost*, profitabilitas, *free cash flow*, non-debt tax shield, investment dan financial distress costs. Tidak semua variabel akan dibahas dalam penelitian ini, namun beberapa variabel akan dibahas seperti profitabilitas, *free cash flow*, ukuran perusahaan, *earning volatility* dan *assets tangibility*.

Profitabilitas merupakan variabel yang mempengaruhi struktur modal. Dalam penelitian ini profitabilitas diwakili oleh ROA, yaitu rasio dari laba bersih dengan total aktiva perusahaan. Weston dan Bringham (2001) mengatakan bahwa perusahaan dengan ROA yang relatif tinggi cenderung menggunakan hutang yang minim. Hal ini dikarenakan dengan tingkat ROA yang tinggi, perusahaan akan memenuhi kebutuhan pendanaannya dengan dana yang dihasilkan secara internal (laba ditahan). Hubungan antara profitabilitas dengan struktur modal diprediksi bernilai negatif karena perusahaan yang profitable cenderung akan menggunakan pendanaan internal daripada hutang. Penelitian yang dilakukan Akhtar (2005), Chevalier et al (2006), Vera et al (2005) menunjukkan bahwa profitabilitas berkorelasi negatif terhadap struktur modal perusahaan. Semakin banyak laba

yang diraih, maka kebutuhan hutang akan semakin rendah. Berbeda dengan temuan Prabansari dan Hadri (2005), Masdar Mas'ud (2008) yang menunjukkan profitabilitas berkorelasi positif dengan tingkat hutang.

Kebijakan struktur modal yang diputuskan oleh pihak manajerial sering menimbulkan konflik terutama dengan para pemegang saham karena adanya perbedaan kepentingan atau biasa yang disebut *agency cost*. Jensen dan Meckling (1986) menjelaskan bahwa konflik kepentingan manajer dengan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik (*shareholder*) dan agen (*manager*) masing-masing menginginkan return yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi. Untuk mengatasi *agency cost* dapat dilakukan empat mekanisme: *Pertama*, memberikan atau meningkatkan kepemilikan manajer dalam perusahaan (*insider shareholder*) dengan cara ini manajer akan merasa ikut memiliki dan merasakan langsung hasil keputusan yang diambil serta ikut andil apabila ada kerugian yang timbul apabila timbul kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang tidak tepat. *Kedua*, meningkatkan *dividen payout ratio*, sehingga tidak banyak tersedia *free cash flow*. *Ketiga*, meningkatkan pendanaan melalui hutang. Cara ini akan menurunkan *excess cash flow* (arus kas yang diharapkan), sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh pihak manajerial. *Keempat*, institutional investor sebagai monitoring agent (Jensen dan Meckling, 1986). Konflik keagenan seperti ini biasanya terjadi pada perusahaan dengan *free cash flow* yang besar, dimana para manajer akan melakukan investasi atas kelebihan kas yang diperoleh dari eksternal untuk mengoptimalkan keuntungan. Akhtar (2005) menunjukkan korelasi positif antara *free cash flow* dengan tingkat

hutang. Namun McMillan (2012) menemukan korelasi negatif diantara kedua variabel. Senada dengan penemuan Myers (1984) dengan *pecking order theory* yaitu perusahaan yang profitable cenderung menghadapi biaya keagenan yang tinggi sehingga lebih suka menggunakan laba ditahan sebagai prioritas pendanaan, dampaknya hutang akan menurun.

Ukuran perusahaan yang besar akan dengan mudah mendapatkan akses pendanaan eksternal, dikarenakan perusahaan tersebut mampu menyediakan informasi yang menurut kreditur lebih banyak dan relevan dibandingkan dengan perusahaan kecil. Disamping itu perusahaan berukuran besar dilihat dari struktur aktivasnya dipercaya akan lebih likuid dalam pengembalian hutang, sehingga akan mendapatkan kepercayaan dari para kreditur untuk menerbitkan hutang yang lebih besar. Herwandono (2012) menemukan bahwa ukuran perusahaan berkorelasi positif terhadap struktur modal perusahaan. Sejalan dengan *trade off theory*, penelitian Chevalier et al (2006) juga menemukan korelasi positif diantara dua variabel tersebut dari penelitian dengan objek PMDN dan PMA di Indonesia.

Earning volatility atau resiko bisnis adalah indikator bagi kemungkinan perusahaan dalam menghadapi *financial distress* (Chevalier et al, 2006). Chevalier et al (2006) menggunakan standard deviasi dari *earning before interest and tax* (EBIT) untuk mengukur *earning volatility*. Penelitian Chevalier et al (2006) menunjukkan bahwa *earning volatility* berkorelasi negatif dengan tingkat hutang jangka panjang. Namun dalam kasus lain akan berkorelasi positif, seperti hubungannya dengan hutang jangka pendek. Perusahaan cenderung meningkatkan tingkat hutang walaupun hal tersebut akan sejalan dengan peningkatan *earning*

volatility perusahaan guna mempertahankan unit bisnis mereka di dalam keadaan krisis. Dalam penelitian ini digunakan standard deviasi dari *earning before interest and tax*, karena resiko bisnis dalam Brigham (1989) digambarkan dalam beberapa faktor, yaitu permintaan produk, harga produk, biaya-biaya dalam menghasilkan produk, kemampuan perusahaan dalam menyesuaikan kenaikan biaya operasional dengan harga output produk, dan persentase dari *fixed costs* perusahaan apabila permintaan produk menurun drastis, atau yang disebut dengan *operating leverage*. Faktor-faktor tersebut tergambar dalam *earning before interest and tax*. Mutamimah (2003) dalam penelitiannya menunjukkan korelasi positif antara resiko bisnis dengan tingkat hutang.

Collateral value of assets yang pada penelitian ini digambarkan dalam *assets tangibility* merupakan salah satu determinan dari tingkat hutang (Rajan dan Zingalis, 1995). Perusahaan dengan tingkat *assets tangibility* yang tinggi atau asset dengan nilai jaminan (*collateral value*) yang lebih tinggi akan mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan dengan nilai jaminan asetnya rendah atau yang tidak mempunyai jaminan. Perusahaan dengan tingkat *assets tangibility* yang tinggi mempunyai *costs of debts* relatif rendah, dikarenakan asset yang ditawarkan perusahaan sebagai jaminan dianggap lebih aman bagi para *debtholders* (Akhtar, 2005). Sehingga dalam teori, asset *assets tangibility* perusahaan berkorelasi positif dengan tingkat hutang perusahaan. Semakin besar nilai asset perusahaan yang dapat dijadikan collateral, semakin besar pula peluang perusahaan akan menggunakan hutang dalam keputusan pendanaannya. Akhtar (2005) dalam penelitiannya juga menunjukkan bahwa tingkat *collateral assets*

berkorelasi positif signifikan terhadap struktur modal bagi perusahaan PMA maupun PMDN. Berbeda dengan penelitian Sayilgan et al (2006) yang menunjukkan *assets tangibility* berkorelasi negatif dengan tingkat hutang.

Dari beberapa penelitian terdahulu, masih terdapat perbedaan penelitian (*research gap*), fenomena gap dalam lapangan, serta inkonsistensi teori dari praktek di lapangan yang berkenaan dengan topik struktur modal. Berdasarkan uraian diatas, maka penelitian ini mengambil judul “**Analisis Perbandingan Kebijakan Struktur Modal Perusahaan Manufaktur PMA dan PMDN di Indonesia Periode 2009 - 2012**”.

1.2 Rumusan Masalah

Dalam tabel PMA dan PMDN dapat digambarkan perusahaan PMA yang memiliki profitabilitas lebih tinggi daripada perusahaan PMDN cenderung menggunakan dana internal. Gambaran tersebut sesuai dengan temuan Burgman (1996) lebih pada *pecking order theory*. Namun Akhtar (2005) menemukan ketidakseuaian *pecking order theory* dengan menunjukkan bahwa tingkat hutang perusahaan MNC's dan DC's tidak berbeda. Sementara studi yang dilakukan Vera et al (2005) dan Chevalier et al (2006) di Indonesia menunjukkan tingkat hutang MNC's lebih rendah dibandingkan DC's, namun ketidaksesuaian pada teori *pecking order* adalah kecenderungan perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki rasio hutang yang tinggi pula.

Selain itu juga terdapat perbedaan hasil penelitian (*research gap*) yang telah dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu mengenai beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan, yaitu:

Variabel Profitabilitas dinyatakan berkorelasi negatif terhadap tingkat hutang pada penelitian Rajan dan Zingales (1995), Moh'd et al (1998), Akhtar (2005), Chevalier et al (2006), Vera et al (2005), dan Herwandono (2012). Tetapi dalam penelitian Prabansari dan Hadri (2005), Masdar Mas'ud (2008) menunjukkan profitabilitas berkorelasi positif dengan tingkat hutang. Variabel *Free cash flow* dalam penelitian Akhtar (2005) menunjukkan korelasi positif dengan tingkat hutang. Namun Myers (1984) dan McMillan (2012) menemukan korelasi negatif diantara kedua variabel. Variabel *Firm Size* dalam penelitian Rajan dan Zingales (1995), Moh'd et al (1998), Akhtar (2005), Chevalier et al (2006), McMillan (2012), dan Herwandono (2012) berkorelasi positif terhadap tingkat hutang perusahaan. Namun Ramlall (2009) menemukan korelasi negatif diantara size dan DER. Variabel *Earning volatility* dalam penelitian Chevalier et al (2006) berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang perusahaan. Berbeda dengan penelitian milik Mutamimah (2003) dan Herwandono (2012) yang menunjukkan korelasi positif antara resiko bisnis dengan tingkat hutang. Variabel *Assets tangibility* dalam penelitian Rajan dan Zingales (1995), Moh'd et al (1998), Akhtar (2005), Chevalier et al (2006), McMillan (2012) dan Herwandono (2012) menunjukkan bahwa tingkat *collateral assets* berkorelasi positif signifikan terhadap tingkat hutang. Berbeda dengan penelitian Sayilgan et al (2006) yang menunjukkan *assets tangibility* berkorelasi negatif dengan hutang.

Oleh karena itu, atas dasar adanya fenomena gap dan research gap dalam beberapa penelitian terdahulu, maka perlu diadakan kembali perluasan penelitian dengan menggunakan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (*debt to equity ratio*), dimana terdapat lima variabel yang diduga berpengaruh terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*). Kelima variabel tersebut antara lain (1) Profitabilitas, (2) *Free cash flow*, (3) Ukuran Perusahaan, (4) *Earning volatility*, (5) *Assets tangibility*.

Berdasarkan uraian diatas. Maka dapat disusun pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh Profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan manufaktur PMA dan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009 - 2012 ?
2. Bagaimana pengaruh *Free cash flow* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur PMA dan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009 – 2012 ?
3. Bagaimana pengaruh *Firm Size* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur PMA dan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009 – 2012 ?
4. Bagaimana pengaruh *Earning Volatility* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur PMA dan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009 – 2012?
5. Bagaimana pengaruh *Assets Tangibility* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur PMA dan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009 – 2012?
6. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pengaruh Profitabilitas, *Free cash flow*, *Firm Size*, *Earning Volatility*, dan *Assets Tangibility* dalam

menentukan kebijakan struktur modal antara perusahaan PMA dan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009 – 2012 ?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang diajukan dalam penelitian, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk:

1. Menganalisis pengaruh Profitabilitas terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur PMA dan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009 – 2012.
2. Menganalisis pengaruh *Free cash flow* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur PMA dan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009 – 2012.
3. Menganalisis pengaruh *Firm Size* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur PMA dan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009 – 2012.
4. Menganalisis pengaruh *Earning volatility* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur PMA dan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009- 2012.
5. Menganalisis pengaruh *Assets tangibility* terhadap struktur modal pada perusahaan PMA dan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009 – 2012.
6. Menganalisis perbedaan pengaruh Profitabilitas, *Free cash flow*, *Firm Size*, *Non-Debt Tax Shield*, *Earning volatility*, dan *Assets tangibility* dalam

penentuan kebijakan struktur modal antara perusahaan manufaktur PMA dengan PMDN yang listed di BEI pada tahun 2009 – 2012.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Kegunaan dari penelitian ini adalah:

1. Memberikan informasi kepada perusahaan terutama bagi manajer keuangan mengenai kebijakan sumber pendanaan perusahaan dan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal terutama kebijakan perbandingan kebijakan antara *multinasional company* dengan *domestic corporation*.
2. Memberikan gambaran kepada para investor sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi kepada perusahaan yang akan ditanamkan dana dengan melihat struktur modal dari perusahaan yang bersangkutan.
3. Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat kepada pihak-pihak yang terkait dengan struktur modal perusahaan, terutama dapat memberikan wawasan dan pengetahuan bagi para akademisi agar selanjutnya dapat memperbaiki atau meneruskan penelitian ini.

1.4 Sistematika Penulisan

Dalam penulisan skripsi ini disusun sistematika penulisan sebagai berikut:

BAB I

Konten dalam bab pendahuluan ini terdiri dari latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II

Konten dalam bab telaah pustaka ini terdiri dari landasan teori dan penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, dan hipotesis.

BAB III

Konten dalam bab metode penelitian ini terdiri dari variabel penelitian dan definisi operasional variabel, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, dan metode analisis.

BAB IV

Konten dalam bab hasil dan analisis ini terdiri dari deskripsi objek penelitian, analisis data, dan interpretasi hasil.

BAB V

Konten dalam bab penutup ini terdiri dari simpulan dan keterbatasan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu

2.1.1 Struktur Modal

Masalah struktur modal adalah perimbangan antara hutang dan modal mengenai sumber pendanaan perusahaan dengan tujuan maksimalisasi nilai perusahaan serta pemegang saham perusahaan. Nilai perusahaan akan berubah atau tidak bila seandainya sebagian modal sendiri diganti dengan hutang atau sebaliknya. Apabila ternyata perubahan struktur modal perusahaan tersebut tidak berpengaruh pada nilai perusahaan, berarti bahwa tidak ada struktur modal yang terbaik (Husnan, 2002). Tetapi bila perubahan struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan, maka struktur tersebut merupakan struktur modal yang terbaik. Struktur modal yang optimal adalah yang dapat meningkatkan nilai perusahaan terutama nilai saham perusahaan (Brigham, 1989). Struktur modal yang optimal didapatkan dengan menimbang berapa besar komposisi modal dan hutang yang sebaiknya digunakan dalam perusahaan agar mendapatkan hasil yang optimal. Hasil yang optimal tersebut tidak hanya dinikmati oleh perusahaan saja, tetapi para pemegang saham perusahaan juga akan memperoleh keuntungan tersebut.

Apabila perusahaan menggunakan modal sendiri seluruhnya dalam kebijakan pendanaannya, maka perusahaan tidak memiliki kewajiban tetap atas penggunaan hutang dalam pendanaan perusahaan. Bunga adalah biaya tetap

keuangan yang harus dibayar dan ditambahkan pada biaya tetap operasi tanpa mempedulikan tingkat laba perusahaan. Jadi perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih berisiko daripada perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

Modal pada dasarnya dapat dibedakan dalam Modal Sendiri dengan Modal Asing / Hutang (Riyanto, 2008):

1. Modal Sendiri

Modal Sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam di dalam perusahaan untuk waktu yang tidak tertentu lamanya. Modal sendiri dapat berasal dari dalam perusahaan (*internal source*) dan luar perusahaan (*eksternal source*). Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan adalah yang berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan, sedangkan modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan. Dalam Perseroan Terbatas (PT), modal yang berasal dari pemilik perusahaan berbentuk dalam saham, dalam Firma adalah dari anggota Firma, dalam CV adalah modal yang berasal dari anggota bekerja dan anggota diam (komanditer), Koperasi berasal dari simpanan-simpanan pokok dan wajib para anggotanya, dan modal yang berasal dari pemilik perusahaan perseorangan adalah modal yang berasal dari pemiliknya. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan terdiri dari:

a. Modal Saham

Saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu PT. adapun jenis-jenis dari saham menurut Riyanto (2008):

- Saham Biasa (*Common Stock*)

Para pemegang saham biasa akan mendapatkan keuntungan berupa deviden apabila perusahaan mengalami keuntungan pada akhir tahun, namun apabila perusahaan tidak mengalami keuntungan atau bahkan kerugian, pemegang saham tidak akan mendapatkan deviden. Hal tersebut merupakan ketentuan hukum bagi pemegang saham biasa.

- Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Para pemegang saham preferen mempunyai keistimewaan diatas pemegang saham biasa, terutama dalam hal:

1. Pembagian Deviden

Deviden dari saham preferen diambilkan terlebih dahulu, kemudian sisanya untuk dibagikan kepada pemilik saham biasa.

2. Pembagian Kekayaan

Apabila perusahaan dilikuidasi, maka dalam pembagian kekayaan, pemilik saham preferen didahulukan daripada pemilik saham biasa. Namun kelemahan dari pemilik saham preferen adalah tidak mempunyai suara dalam rapat umum pemegang saham. Adapun persamaan antara pemilik saham biasa dengan preferen adalah kesamaanya memperoleh

deviden hanya pada kondisi perusahaan memperoleh keuntungan.

- Saham Preferen Kumulatif (*Cummulative Preferred Stock*)

Jenis pemilik saham ini pada dasarnya sama dengan pemilik saham preferen. Perbedaannya terletak pada apabila pemilik saham preferen kumulatif tidak memperoleh deviden selama beberapa periode waktu karena kondisi perusahaan tidak memperoleh keuntungan, namun bila di kemudian hari perusahaan memperoleh keuntungan, pemilik saham preferen kumulatif berhak menuntut atas deviden-deviden yang belum dibayarkan perusahaan pada waktu lampau.

b. Cadangan

Cadangan adalah dana cadangan yang dibentuk dari keuntungan yang diperoleh perusahaan selama beberapa waktu yang lampau atau dari tahun berjalan. Tidak semua cadangan termasuk dalam modal sendiri (Riyanto, 2008). Cadangan yang termasuk dalam modal sendiri adalah:

- Cadangan Ekspansi
- Cadangan Modal Kerja
- Cadangan Selisih Kurs
- Cadangan untuk menampung hal-hal yang tidak diduga sebelumnya (Cadangan Umum).

Menurut Riyanto (2008), cadangan yang tidak termasuk dalam modal sendiri adalah cadangan depresiasi, cadangan piutang ragu-ragu, dan cadangan yang bersifat utang (cadangan untuk pension pegawai dan cadangan untuk membayar pajak). Dalam PT sering pula terdapat apa yang disebut dengan cadangan rahasia dan cadangan diam. Cadangan rahasia adalah cadangan yang besar jumlahnya tidak nampak dalam neraca dan besarnya tidak diketahui. Cadangan diam pada prinsipnya tidak berbeda dengan cadangan rahasia, tetapi dapat diduga nilai cadangannya di dalam perusahaan. Adanya cadangan rahasia tersebut ada kaitannya terutama dengan pembagian deviden. Pemegang saham pada umumnya menghendaki agar seluruh atau sebagian besar dari keuntungan yang diperoleh perusahaan hendaknya dibagikan dalam bentuk deviden. Tetapi dilain pihak, yaitu pimpinan perusahaan, menghendaki perusahaan yang dipimpinnya terus berkembang. Untuk keperluan pengembangan dan perluasan perusahaan diperlukan adanya cadangan, dan cadangan hanya dapat dibentuk dari laba yang diperoleh. Apabila semua keuntungan dibayarkan sebagai deviden, maka perusahaan tidak dapat membentuk dana cadangan. Supaya perusahaan dapat membentuk dana cadangan yang tidak diketahui oleh pemegang saham atau pihak luar adalah dengan cara membentuk dana cadangan rahasia.

c. Laba Ditahan

Menurut Riyanto (2008), laba ditahan adalah keuntungan yang diperoleh suatu perusahaan. Keuntungan tersebut ada yang dibagikan menjadi deviden dan sebagian ditahan oleh perusahaannya. Apabila penahanan keuntungan tersebut sudah dengan tujuan tertentu, maka dibentuklah dana cadangan. Apabila belum mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaan dana tersebut, maka keuntungan tersebut merupakan keuntungan yang ditahan (*retained earning*).

2. Modal Asing

Modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan, dan bagi perusahaan modal tersebut merupakan utang yang pada saatnya harus dibayarkan kembali (Riyanto, 2008). Ada tiga golongan utang atau modal asing:

a. Utang Jangka Pendek (*Short Term Debt*)

Modal asing yang jangka waktunya paling lama satu tahun. Sebagian besar utang jangka pendek terdiri dari utang perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usahanya. Menurut Riyanto (2008), jenis-jenis utang jangka pendek adalah:

- Kredit Rekening Koran

Kredit yang diberikan bank kepada perusahaan dengan batas plafond tertentu dimana perusahaan

mengambil tidak sekaligus, melainkan sedikit demi sedikit sesuai dengan kebutuhannya, dan bunga yang harus dibayar sesuai dengan jumlah yang telah diambil. Perusahaan hanya akan mengambil rekening Koran dalam hal-hal yang perlu saja, seperti untuk memenuhi kebutuhan-kebutuhan akan modal kerja pada kondisi usaha yang tidak pasti (*uncertainty*).

- Kredit dari Penjual

Kredit yang terjadi apabila penjualan produk dilakukan dengan kredit. Kredit ini juga disebut dengan kredit perniagaan (*trade credit*).

- Kredit dari Pembeli

Kredit yang diberikan oleh perusahaan sebagai pembeli kepada pemasok (*supplier*) dari bahan mentahnya atau barang-barang lainnya.

- Kredit Wesel

Kredit wesel ini terjadi apabila perusahaan mengeluarkan surat pengakuan utang yang berisikan kesanggupan untuk membayar sejumlah uang tertentu kepada pihak tertentu dan pada saat tertentu (*notes payable*), dan setelah ditandatangani, surat tersebut diuangkan atau dijual ke bank. Pihak yang mengeluarkan surat utang tersebut menerima kredit selama waktu mulai

diuangkannya sampai saat dimana utang tersebut harus dibayar. Bagi bank atau pembeli surat utang tersebut merupakan tagihan atau wesel taguh (*notes receivables*), dan bagi pihak yang mengeluarkan utang, surat tersebut merupakan utang wesel (*notes payables*).

b. Utang Jangka Menengah (*Intermediate Term Debt*)

Menurut Riyanto (2008), utang jangka menengah adalah utang yang jangka waktunya lebih dari setahun namun kurang dari 10 tahun. Kebutuhan membiayai usaha dengan kredit ini dirasakan karena adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi dengan utang jangka pendek, namun juga sulit dipenuhi dengan kredit jangka panjang di lain pihak. Untuk kebutuhan modal yang tidak begitu besar jumlahnya, juga tidak ekonomis untuk dipenuhi dengan dana yang berasal dari pasar modal. Ciri khas dari pembelanjaan hutang jangka menengah adalah pembelanjaan hutang dengan cara mengadakan kontak langsung dengan pihak yang meminjam atau kreditur. Bentuk-bentuk kredit jangka menengah:

- *Term Loan*

Kredit usaha dengan umur lebih dari satu tahun dan kurang dari 10 tahun. Pada umumnya *term loan* dibayar kembali dengan angsuran tetap selama suatu periode tertentu (*amortization payment*), misalkan pembayaran angsuran dilakukan setiap bulan, kwartal, atau

tahunan. *Term Loan* ini biasanya diberikan oleh bank dagang, perusahaan asuransi, supplier, atau manufaktur.

- Leasing

Suatu cara untuk mendapatkan service dari suatu aktiva tetap yang pada dasarnya adalah sama seperti halnya penjualan obligasi untuk mendapatkan service dan hak milik atas aktiva tersebut dan bedanya dengan leasing tidak disertai dengan hak milik. Ada tiga bentuk utama dari leasing:

- i. *Sale and Leaseback*

Dalam hal ini, pemilik aktiva menjual aktivanya kepada *leasing corporation* atau bank, dan dibuat perjanjian leasing untuk menggunakan aktiva tersebut selama periode tertentu sesuai dengan perjanjian yang telah dibuat.

- ii. *Service Leases*

Atau *Operating Leases* memberikan services baik dari bidang keuangan atau mengenai pemeliharaannya.

- iii. *Financial Leases*

Bentuk leasing yang tidak memberikan *financial service*. Lessor menerima pembayaran sewa dari lessee yang meliputi harga penuh dari

leased equipment tersebut dengan bunga yang diinginkannya.

c. Utang Jangka Panjang (*Long Term Debt*)

Utang yang jangka waktunya lebih dari 10 tahun. Utang jangka panjang biasanya digunakan untuk membiayai perluasan usaha atau modernisasi dari perusahaan. Utang jangka panjang digunakan untuk keperluan dengan kebutuhan biaya yang besar. Menurut Brigham (1989) dan Riyanto (2008) bentuk-bentuk utang jangka panjang antara lain:

- Pinjaman Bersyarat

Pinjaman yang biasanya didapatkan dari lembaga keuangan seperti bank, lembaga asuransi, atau lembaga pension. Jangka waktu pinjaman ini antara 2 tahun hingga 30 tahun. Dalam pinjaman bersyarat ini, debitur diwajibkan membayar bunga setiap tahun menurut suku bunga acuan yang berlaku hingga angsuran tersebut dilunasi pada akhir masa jatuh tempo.

- Pinjaman Obligasi

Pinjaman uang untuk jangka waktu yang panjang, dimana debitur mengeluarkan surat pengakuan utang yang mempunyai nilai nominal tertentu. Pembayaran kembali pinjaman obligasi dapat dijalankan secara sekaligus atau berangsur setiap tahunnya. Apabila sistem pelunasan

sekaligus yang digunakan maka sistem ini disebut dengan *Sinking Funds System*, namun apabila sistem angsuran yang digunakan disebut *Amortization System*. Jenis-jenis obligasi antara lain:

i. Obligasi Biasa (*Bonds*)

Obligasi yang bunganya tetap dibayar oleh debitur dalam waktu-waktu tertentu, dengan tidak memandang apakah debitur memperoleh keuntungan atau tidak. Bunga obligasi dibayarkan dua kali setiap tahunnya.

ii. Obligasi pendapatan (*Income Bonds*)

Jenis obligasi yang pembayaran bunganya hanya dilakukan pada waktu-waktu debitur atau perusahaan yang mengeluarkan obligasi tersebut mendapatkan keuntungan. Tetapi kreditur mempunyai hak kumulatif atas bunga yang tidak dibayarkan debitur pada saat debitur tidak mengalami keuntungan.

iii. Obligasi yang dapat ditukarkan (*Convertible Bonds*)

Obligasi yang memberikan kesempatan kepada pemegang surat obligasi tersebut untuk pada

suatu saat tertentu menukarkannya dengan saham dari perusahaan yang bersangkutan.

- Pinjaman Hipotik (*Mortgage*)

Merupakan pinjaman jangka panjang dimana pemberi uang (kreditur) diberi hak hipotik terhadap suatu barang yang tidak bergerak, agar supaya apabila debitur tidak mampu memenuhi kewajibannya, barang tersebut dapat dijual dan hasil penjualannya dapat digunakan untuk menutup taguhannya.

- Warrant

Hutang jangka panjang dengan kreditur membeli sejumlah saham sesuai dengan nominal saham pada pasar modal dengan harga yang spesifik.

Keputusan perusahaan mengambil kebijakan pendanaan melalui hutang dilandasi oleh berbagai pertimbangan yang dirasa menguntungkan bagi perusahaan. Pertama dari segi pembayaran kewajiban melalui pajak, beban bunga yang diperoleh perusahaan yang memiliki hutang akan mengurangi penghasilan kena pajak atau menurut Husnan (1996) adalah *tax deductibility of interest payment*. Kedua penggunaan hutang merupakan instrument mudah untuk menaikkan *value* perusahaan, bila perusahaan dapat menggunakan hutang dengan optimal. Nilai perusahaan meningkat akan berimbas pada salah satu tujuan utama perusahaan yaitu mensejahterakan para pemegang saham dengan meningkatkan *dividen payout ratio*. Ketiga meminimalisir konflik diantara para pemegang

saham dengan pemangku jabatan perusahaan. Pembayaran bunga hutang yang rutin dilakukan perusahaan bila mengambil hutang akan meminimalisir dana yang menganggur di dalam perusahaan. Sehingga akan mengurangi risiko pemborosan yang dilakukan oleh pihak manajemen karena dana yang menganggur tersebut.

Adapula kelemahan dari kebijakan pendanaan hutang, pertama rasio hutang yang cukup tinggi akan meningkatkan kemungkinan gagal bayar dari pihak perusahaan. Pengorbanan akan hutang yang terlampau tinggi akan meningkatkan risiko terjadinya tingginya biaya modal perusahaan, hal tersebut bisa dilihat dari semakin menurunnya *operating income* dan *net cash flow* perusahaan (Brigham, 1989). Selanjutnya perusahaan bisa mengalami *financial distress*. Kedua tingginya penggunaan hutang perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut kurang profitable. Perusahaan dengan *high return* menggunakan hutang yang relatif sedikit dan lebih cenderung menggunakan laba yang ditahan guna membiayai investasi perusahaan (Brigham, 1989). Apabila perusahaan dipandang sudah tidak profitable, akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Menurut Stanley dan Geoffrey (dalam Nurita, 2012) sebelum mengambil kebijakan terkait pendanaan usaha, perusahaan terlebih dahulu harus menghitung seberapa besar biaya yang terkait dengan produksi. Setelah itu, baru kemudian perusahaan mengambil kebijakan pendanaan dari modal sendiri atau dengan hutang (obligasi) dengan segala risiko yang ada.

Struktur modal digunakan untuk menentukan sumber pendanaan yang diperoleh perusahaan untuk kepentingan operasional perusahaan. Aktivitas operasional dikatakan menguntungkan bila return dari hasil operasional tersebut

lebih besar dari biaya modal (*cost of capital*), dimana biaya modal ini adalah rata-rata tertimbang dari biaya pendanaan (*cost of fund*) yang terdiri dari biaya (bunga) pinjaman dengan modal sendiri. Biaya pinjaman adalah biaya bunga bersih (setelah dikurangi tariff pajak), sedangkan biaya modal sendiri adalah biaya deviden yang dibagikan kepada para pemegang saham biasa dan para pemegang saham preferen. Besarnya komposisi hutang dan modal sendiri dengan biaya-biaya yang ditimbulkan itulah yang harus ditimbang oleh manajer keuangan, apakah akan meningkatkan rasio hutang atau sebaliknya.

Struktur Modal dalam penelitian ini diukur dengan DER (*Debt to Equity Ratio*) yang mencerminkan rasio antara total debt (total hutang) dengan total ekuitas (modal sendiri). Total debt merupakan total liabilities (baik hutang jangka pendek atau jangka panjang), sedangkan total ekuitas adalah total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas perusahaan. Semakin tinggi tingkat DER berarti komposisi hutang dalam struktur modal perusahaan semakin besar dari modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur) (Munawir, 2007). Menurut Riyanto (1999), semakin tinggi tingkat DER berarti semakin tinggi rasio hutang perusahaan yang digunakan untuk pembiayaan aktiva perusahaan. DER menunjukkan bagian dari tiap modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk keseluruhan hutang. Pilihan pendanaan struktur modal yang digunakan sangat penting karena pada suatu perbandingan tertentu antara hutang dengan modal sendiri pada tingkat arus kas operasi tertentu dapat meminimalisasi biaya modal

rata-rata tertimbang. Hal ini berarti dapat memaksimalkan nilai pasar dari perusahaan (Nurita, 2012). Konsep biaya modal dimaksudkan untuk menghitung besarnya biaya yang secara nyata ditanggung oleh perusahaan sehubungan dengan penggunaan dana dari suatu sumber. Apakah perusahaan akan meningkatkan hutang apabila biaya hutang relatif lebih kecil daripada biaya modal sendiri, atau sebaliknya.

2.1.2 Agency Theory

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling tahun 1976. Teori ini menjelaskan pemisahan pengendalian pada perusahaan bahwa manajemen merupakan agen dan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Pemisahan tersebut sering diwarnai dengan konflik keagenan, yaitu perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Kepentingan pribadi diantara keduanya tampak dalam pandangannya mengenai penggunaan *free cash flow*. Pemegang saham menginginkan *free cash flow* dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen, sebaliknya *idle cash* tersebut ingin dipergunakan para manajer untuk mengembangkan perusahaan agar secara tidak langsung pendapatan mereka meningkat. Namun kebijakan para manajer tersebut sering berhadapan dengan NPV negatif, sehingga menjadi tidak potensial. Oleh karena itu, para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka, sehingga mau mendelegasikan wewenang kepada agen. Manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik. Insentif yang dikeluarkan karena konflik disebut biaya

keagenan yang terdiri dari biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya penjaminan (*bonding cost*), dan kerugian residual (*residual loss*).

Biaya pengawasan adalah biaya untuk mengawasi perilaku manajer melalui pengetatan anggaran, kebijakan kompensasi, serta aturan-aturan operasi. Biaya penjaminan adalah sejumlah biaya yang dikeluarkan pemegang saham untuk menjamin bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang merugikan pihak pemegang saham. Sedangkan kerugian residual adalah penurunan kesejahteraan pemegang saham karena perbedaan keinginan agen dana manajer, sehingga manajer melakukan tindakan yang menguntungkannya dan merugikan pihak pemegang saham. Konflik keagenan dapat menurunkan nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

2.1.3 *The Trade Off Theory*

Trade Off Theory menjelaskan hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan, dan penggunaan hutang yang disebabkan karena keputusan pendanaan perusahaan. Model ini merupakan lanjutan dari teori Modigliani dan Miller yang mengatakan bahwa dalam keadaan pasar sempurna, nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan sama dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Setelah itu MM langsung membenahi hasil temuannya dengan mengatakan bahwa dengan adanya pajak, penggunaan hutang akan menjadi relevan dalam perusahaan. Hal ini disebabkan karena bunga hutang yang menjadi kewajiban akan mengurangi tingkat penghasilan yang terkena pajak, sehingga perusahaan bisa meningkatkan nilainya dengan hutang.

Namun faktanya tidak ada satupun perusahaan yang keputusan pendanaannya seluruhnya menggunakan hutang. Model Modigliani dan Miller mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan keagenan yang dapat timbul apabila pengorbanan dalam penggunaan hutang melebihi manfaat yang didapat perusahaan. Sehingga struktur modal yang optimal ditentukan dari menyeimbangkan keuntungan dari penggunaan hutang diukur dengan biaya kebangkrutan dan keagenan yang timbul.

Konsep trade off theory ini menjelaskan nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan peningkatan leverage (akibat interest tax shield). Penggunaan hutang akan berhenti sampai pada ekspektasi biaya keagenan, biaya *financial distress* atau biaya kebangkrutan lebih besar daripada interest tax shield, sehingga dampaknya akan mengurangi nilai perusahaan. Sehingga DeAngelo dan Masulis (1980) menjelaskan bahwa tujuan dari teori ini adalah perimbangan modal sendiri dengan modal luar. Sepanjang manfaat penggunaan hutang masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila pengorbanan menggunakan hutang sudah lebih besar, maka hutang tidak lagi optimal untuk ditambah. Sehingga implikasi dari *trade off theory* (Brigham, 1999) adalah perusahaan dengan risiko bisnis dan biaya keagenan yang tinggi menggunakan hutang yang rendah, sedangkan perusahaan yang terbebani pajak tinggi akan memperoleh manfaat penghematan pajak bila menggunakan hutang.

Sebagaimana beberapa yang telah dijelaskan diatas, model ini memberikan tiga masukan penting lainnya (Nurita, 2012):

1. Perusahaan dengan risiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus terbebani oleh *expected cost of financial distress*, sehingga akan memperoleh keuntungan pajak karena penggunaan hutang lebih besar.
2. Perusahaan dengan *tangible assets* dan *marketable assets* seperti real estate seharusnya dapat menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki nilai terutama *intangible assets* seperti paten dan *goodwill*. Hal ini disebabkan karena *intangible assets* lebih mudah kehilangan nilai apabila terjadi *financial distress* dibanding *tangible assets*.
3. Perusahaan di negara dengan pajak tinggi seharusnya mengambil hutang yang lebih tinggi dalam struktur modal daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah karena bunga yang dibayar diakui oleh pemerintah, sehingga mengurangi pajak penghasilan.

2.1.4 Pecking Order Theory

Myers dan Majluf (dalam Husnan, 2002) menyebutkan bahwa *pecking order theory* adalah menentukan preferensi sumber dana yang paling disukai. Teori ini mendasarkan diri atas informasi asimetrik, karena manajemen memiliki informasi yang lebih banyak mengenai prospek, risiko, dan nilai perusahaan, daripada pemodal publik, karena manajemen perusahaan merupakan pengambil keputusan-keputusan keuangan, dan yang menyusun berbagai rencana perusahaan. Informasi asimetrik ini mempengaruhi pilihan sumber dana internal atau eksternal

yang akan diambil. Sesuai dengan teori, maka investasi perusahaan akan diambil dari internal terlebih dahulu, baru diikuti pengambilan hutang. Teori *pecking order* menyatakan sebagai berikut (Brealey dan Myers, dalam Husnan, 2002):

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal.
2. Perusahaan akan berusaha menyesuaikan rasio pembagian deviden dengan kesempatan investasi yang dihadapi, dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran deviden yang terlalu besar.
3. Pembayaran deviden yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal kadang-kadang berlebih atau kurang untuk investasi.
4. Apabila pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Penerbitan sekuritas akan dimulai dari penerbitan obligasi yang dapat dikonversikan menjadi modal sendiri, baru akhirnya menerbitkan saham baru.

Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari modal internal, yaitu dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi. Pendanaan secara internal lebih disukai karena pendanaan ini memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu "membuka diri lagi" dari sorotan pemodal luar. Penerbitan saham baru sebagai kebijakan pendanaan perusahaan akan memperoleh sorotan dari pemodal luar dan bisa dipersepsikan sebagai kabar buruk karena asimetrik informasi. Penerbitan saham baru bisa ditafsirkan sebagai harga saham yang sudah terlampaui tinggi sehingga akan terjadi *underpricing* pada saham baru yang diterbitkan perusahaan. Selain itu, pertimbangan perusahaan lebih menyukai pendanaan

eksternal dalam bentuk hutang daripada modal sendiri adalah pertimbangan biaya emisi saham baru yang lebih mahal daripada biaya emisi obligasi.

2.1.5 Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal

Dalam konteks teori, menurut Brigham (1989), faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu stabilitas penjualan, struktur aktiva, operating leverage, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengawasan, sifat manajemen, sikap kreditur dan konsultan, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan. Dalam konteks penelitian terdahulu yang membandingkan struktur modal *multinational company* dengan *domestic corporation* oleh Akhtar (2005), faktor-faktor yang mempengaruhi adalah *agency cost of debt*, biaya kebangkrutan, *non debt tax shield*, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *collateral value of assets*. Sedangkan Chevalier et al (2006) yang melakukan komparasi struktur modal antar perusahaan PMA dengan PMDN di Indonesia menggunakan faktor-faktor, antara lain *tangibility of assets*, profitabilitas, *Earning Volatility*, ukuran perusahaan, dan *growth opportunity*.

Dalam penelitian ini menggunakan variabel profitabilitas, *free cash flow*, ukuran perusahaan (*size*), *Earning Volatility*, dan *Assets Tangibility*, sebagai faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan.

2.1.5.1 Struktur Modal (*Leverage*)

Struktur modal (*leverage*) dalam penelitian ini diukur dengan *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara total debt (total hutang) dengan total modal sendiri.

Total debt merupakan total kewajiban (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang), sedangkan total modal sendiri merupakan total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibandingkan dengan total ekuitas, sehingga dampaknya beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur) semakin besar (Ang, dalam Septadona, 2006).

2.1.5.2 Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu. Keuntungan yang diraih dari investasi yang akan ditanamkan merupakan pertimbangan utama bagi perusahaan dalam mengembangkan bisnisnya (Riyanto, 2001).

Myers (1984) mengenai *pecking order theory* mengatakan bahwa perusahaan yang profitable lebih menyukai pendanaan dari sumber internal daripada sumber eksternal. Perusahaan yang profitable cenderung lebih sedikit menggunakan hutang, dan lebih memilih sumber pendanaan internal. Brigham (1989) juga mengatakan perusahaan dengan rate of return yang tinggi cenderung menggunakan proporsi hutang yang relatif kecil, karena dengan rate of return

tinggi, kebutuhan dana dihasilkan secara internal dari laba yang ditahan. Alasan perusahaan profitable lebih suka menggunakan sumber pendanaan internal adalah karena biaya sumber pendanaan internal lebih murah dibandingkan biaya dana eksternal (biaya emisi saham baru, biaya asimetri informasi, dan biaya kebangkrutan).

Profitabilitas dalam penelitian ini diukur menggunakan Return on Asset (ROA). Pemilihan ROA karena merupakan rasio yang menunjukkan profitabilitas yang ada dilihat dari kemampuan modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan laba.

2.1.5.3 Agency Cost of Debt

Perusahaan dengan tingkat *free cash flow* tinggi akan berhadapan dengan konflik diantara para pemegang saham dengan pihak manajemen (konflik keagenan). Permasalahannya terletak pada perbedaan kepentingan diantara keduanya. Pihak manajemen cenderung ingin menginvestasikan kembali laba yang diperoleh untuk mengembangkan usaha ketimbang membagikan laba dalam bentuk deviden, sedangkan para pemegang saham menginginkan pengembalian deviden yang tinggi apabila mereka merasa perusahaan sudah profitable. *Leverage* dapat mengatasi konflik keagenan tersebut, karena dengan adanya hutang, perusahaan diwajibkan rutin membayarkan bunga atas hutang tersebut, sehingga keberadaan *free cash flow* dalam perusahaan akan berkurang (Akhtar, 2005). Keberadaan *free cash flow* yang berkurang karena kewajiban perusahaan terhadap

deviden akan mengurangi kegiatan investasi pihak manajemen yang dirasa kurang bermanfaat (Ross et al, 2002).

Easterbrook (1984) berargumen bahwa pemegang saham akan melakukan *monitoring* terhadap manajemen, namun bila biaya *monitoring* terlampau tinggi, maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders dan bondholders*) untuk membantu melakukan *monitoring*. *Debtholders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut.

2.1.5.4 Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan menurut Riyanto (2001) menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan dari total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata penjualan, dan rata-rata total aktiva. Ukuran besar kecilnya perusahaan diukur melalui logaritma natural dari total asset (\ln Total Assets). Total asset dijadikan sebagai indikator ukuran perusahaan karena sifatnya jangka panjang dibandingkan dengan penjualan (Titman dan Wessels, 1988).

Perusahaan besar yang berarti memiliki *free cash flow* yang tinggi kemungkinan tidak memerlukan dana dari luar (*eksternal financing*) karena telah mempunyai laba yang ditahan, sehingga untuk keperluan investasi, perusahaan besar lebih menyukai sumber pendanaan dari dalam (*internal financing*). Namun bila seandainya sumber pendanaan dari dalam tidak mencukupi, maka perusahaan akan beralih kepada hutang (obligasi) daripada menerbitkan saham baru. Hal ini dikarenakan biaya emisi saham lebih besar daripada biaya emisi hutang. Namun

Akhtar (2005) menemukan bahwa perusahaan besar cenderung akan menggunakan hutang yang lebih besar. Asumsi yang mendasari pernyataan tersebut adalah perusahaan besar memiliki akses yang luas terhadap pasar modal dan mempunyai informasi yang lebih terbuka bagi para investor daripada perusahaan kecil.

2.1.5.5 *Earning Volatility*

Earning Volatility merupakan indikator dari biaya kebangkrutan perusahaan. Volatilitas yang tinggi dari perusahaan dianggap oleh pasar sebagai hasil kerja manajemen yang buruk. Chen dan Jiang (2001) menyebutkan bahwa hasil kerja manajemen yang buruk karena meningkatnya volatilitas mengakibatkan perusahaan mengalami kesulitan untuk mendapatkan tambahan dana eksternal (hutang), karena meningkatnya peluang kegagalan keuangan. Namun perusahaan dengan biaya kebangkrutan tinggi diharapkan akan mempunyai tingkat hutang yang rendah (Kraus et al dalam Akhtar, 2005).

2.1.5.6 *Assets Tangibility*

Perusahaan dengan *Asset Tangibility* tinggi atau yang memiliki nilai jaminan dalam asset yang tinggi cenderung lebih mudah untuk mendapatkan pendanaan dari sumber eksternal daripada perusahaan dengan *asset tangibility* rendah. Perusahaan dengan tangibility tinggi relatif mempunyai biaya pinjaman yang rendah (terbebas dari risiko gagal bayar), karena mempunyai asset yang lebih terjamin bagi para kreditur (Akhtar, 2001).

2.1.5.7 Perusahaan PMA dan PMDN

Perusahaan PMA (Penanaman Modal Asing) atau yang biasanya disebut *Multinational Company* adalah perusahaan yang sebagian besar sahamnya (diatas 50 persen) dimiliki oleh investor asing. Sedangkan dalam Undang-undang No. 1 tahun 1967 disebutkan bahwa PMA merupakan penanaman modal yang dimiliki oleh orang-orang asing dan digunakan untuk menjalankan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Pemiik modal secara langsung menanggung risiko dari penanaman modal tersebut dan dimungkinkan adanya kerjasama dengan modal nasional.

Sedangkan PMDN (Penanaman Modal Dalam Negeri) atau yang biasa disebut *domestic corporation* adalah perusahaan yang basis usahanya mencakup kegiatan ekonomi suatu negara atau lingkup ekonomi nasional dan kantor pusat berkedudukan di dalam negeri. PMDN disebutkan juga di dalam Undang-undang No. 6 tahun 1968 yang mendefinisikan PMDN merupakan penanaman modal yang berupa bagian dari kekayaan masyarakat Indonesia, termasuk hak-hak dan benda-benda baik yang dimiliki oleh negara maupun swasta nasional atau swasta asing yang berdomisili di Indonesia yang disisihkan/disediakan guna menjalankan suatu usaha.

2.1.6 Pengaruh Variabel Independen Terhadap Variabel Dependen

2.1.6.1 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang menguntungkan menghasilkan laba yang tinggi, kelebihan dana tersebut yang digunakan perusahaan tersebut untuk membiayai investasinya kembali. Sehingga perusahaan dengan tingkat laba yang tinggi

kurang menyukai pendanaan dari sumber eksternal (Ross et al, 2002). Sesuai dengan *pecking order theory*, mengapa perusahaan-perusahaan yang profitable umumnya meminjam dalam jumlah sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena mereka mempunyai target debt ratio rendah, tetapi karena mereka memerlukan eksternal financing yang sedikit (Husnan, 2000). Myers (1984) juga berpendapat alasan perusahaan yang profitable lebih suka menggunakan dana internal adalah karena biaya yang dihasilkan dari pendanaan eksternal lebih tinggi dibandingkan dengan biaya pendanaan internal. Penelitian Akhtar (2005) menemukan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan *multinational* dengan *domestic* sama-sama berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Begitu juga dengan penelitian Chevalier et al (2006) yang menemukan selama periode krisis, profitabilitas perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia sama-sama berkorelasi negatif terhadap struktur modal. Rajan dan Zingales (1995), Moh'd et al (1998), dan McMillan et al (2012) juga menemukan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage. Berdasarkan uraian diatas, maka profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H₀ : *Profitability* tidak berpengaruh terhadap (DER) pada perusahaan PMA dan PMDN

H₁ : *Profitability* berpengaruh negatif terhadap (DER) pada perusahaan PMA dan PMDN

2.1.6.2 Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Struktur Modal

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa *free cash flow* yang tinggi akan berpeluang menimbulkan konflik keagenan diantara manajemen dengan pemegang saham karena perbedaan kepentingan. Untuk mengatasi konflik tersebut perlu adanya pendanaan melalui hutang. Pendanaan melalui hutang berpotensi menurunkan konflik keagenan karena manajemen memiliki kewajiban untuk membayar bunga pinjaman, sehingga kegiatan manajemen yang dirasakan sia-sia karena kelebihan cash flow dapat diminimalisir, karena kelebihan tersebut dimanfaatkan untuk pelunasan hutang. Pendapat diatas didukung juga oleh pendapat Easterbrook (1984) yang berargumen konflik keagenan karena *free cash flow* dapat diatasi dengan hutang yang didapat dari *debtholders* dan *bondholders*. Para kreditur tersebut otomatis akan melakukan *monitoring* terhadap biaya yang mereka tanamkan, Berdasarkan uraian diatas maka dapat disusun hipotesis:

H₀ : *Free Cash Flow* tidak berpengaruh terhadap (DER) pada perusahaan PMA dan PMDN

H₁ : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap (DER) pada perusahaan PMA dan PMDN

2.1.6.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan yang besar mampu menyediakan informasi yang lebih banyak pada para customers, suppliers, pemerintah, serta para calon investor (Akhtar, 2005). Informasi tersebut sangat relevan bagi para investor sebagai bahan pertimbangan untuk menyuntikan dana, terutama hutang. Disamping itu

perusahaan yang besar juga dipercaya memiliki kemampuan yang lebih baik untuk mengembalikan hutang-hutangnya sehingga akan mudah mendapatkan kepercayaan dari para kreditur. Perusahaan dengan ukuran yang besar memiliki asset besar yang dapat dijamin, sehingga kecil kemungkinan perusahaan mengalami gagal bayar pada kewajiban hutang. Dalam konteks *trade off theory*, perusahaan dengan laba yang besar diasumsikan memerlukan lebih banyak hutang untuk meringankan beban pajak penghasilan. Teori tersebut didukung dengan penemuan Rajan dan Zingales (1995), Moh'd et al (1998), Akhtar (2005), McMillan (2012), dan Chevalier et al (2006) yang menyatakan ukuran perusahaan berkorelasi positif dengan struktur modal. Sesuai dengan rujukan diatas, maka ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

H₀ : Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap (DER) pada perusahaan PMA dan PMDN

H₁ : Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap (DER) pada perusahaan PMA dan PMDN

2.1.6.4 Pengaruh *Earning Volatility* Terhadap Struktur Modal

Volatilitas merupakan indikator dari biaya kebangkrutan, dan perusahaan dengan biaya kebangkrutan tinggi diharapkan akan mempunyai tingkat hutang yang rendah (Akhtar, 2001). Vera et al (2005) menunjukkan bahwa semakin tinggi risiko keuangan, maka semakin membuat pendanaan dengan hutang bukan lagi menjadi prioritas. Sehingga berdasarkan uraian diatas maka *Earning Volatility* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H₀ : *Earning Volatility* tidak berpengaruh terhadap (DER) pada perusahaan PMA dan PMDN

H₁ : *Earning Volatility* berpengaruh negatif terhadap (DER) pada perusahaan PMA dan PMDN

2.1.6.5 Pengaruh *Assets Tangibility* Terhadap Struktur Modal

Assets Tangibility merupakan jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan untuk dapat dijadikan jaminan ketika perusahaan menerbitkan hutang, hal ini yang berpengaruh terhadap sumber pendanaan (Myers dan Majluf, 1984). Hal ini mengindikasikan bahwa investor akan selalu memberikan pinjaman bila ada jaminan. Rajan dan Zingales (1995), Moh'd et al (1998), Akhtar (2005), Chevalier et al (2006), dan McMillan (2012) menyatakan bahwa *assets tangibility* memiliki hubungan positif dengan struktur keuangan. Sesuai dengan uraian tersebut, maka dapat disusun hipotesis bahwa *assets tangibility* berhubungan positif dengan struktur modal.

H₀ : *Assets Tangibility* tidak berpengaruh terhadap (DER) pada perusahaan PMA dan PMDN

H₁ : *Assets Tangibility* berpengaruh positif terhadap (DER) pada perusahaan PMA dan PMDN

2.1.6.6 Pengaruh Variabel Independen Terhadap Kebijakan Struktur Modal antara Perusahaan PMA dengan PMDN

Penelitian Burgman (1996) menemukan bahwa perusahaan *multinational* (PMA) mempunyai rasio hutang yang rendah, hal ini disebabkan oleh faktor biaya keagenan dan kebangkrutan perusahaan PMA yang lebih tinggi daripada PMDN. Burgman (1996) mengemukakan biaya keagenan PMA yang tinggi karena harus merasakan dampak politik dan lingkungan yang lebih kompleks. Perbedaan kondisi geografis dengan negara asal membuat biaya keagenan PMA lebih tinggi, oleh karena itu *multinational company* lebih memilih untuk menghindari tingkat hutang untuk mengurangi beban biaya (Akhtar, 2005). Namun Herwandono (2011) menemukan korelasi positif, hal ini sesuai dengan hubungan ukuran perusahaan dengan tingkat hutang. Perusahaan PMA yang rata-rata memiliki ukuran yang lebih besar dari perusahaan PMDN sehingga memiliki volatilitas arus kas yang rendah, dampaknya akan menggunakan hutang yang lebih tinggi. Hal tersebut didukung dengan asumsi bahwa perusahaan PMA lebih memiliki akses yang luas ke sumber pendanaan. Sesuai dengan uraian tersebut. Dalam penelitian perbandingan kebijakan hutang, Akhtar (2006) menemukan tidak ada perbedaan diantara MNC's dan DC's di Australia. Sedangkan Kayo et al (2011) menuliskan adanya perbedaan karakteristik kebijakan pendanaan diantara keduanya. Merujuk pada penemuan diatas, maka dapat disusun hipotesis:

Ho : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pengaruh variabel profitabilitas, *free cash flow*, ukuran perusahaan (*size*), *earning*

volatility, dan *assets tangibility* dalam menentukan kebijakan struktur modal antara perusahaan PMA dengan PMDN.

H₁ : Terdapat perbedaan yang signifikan pengaruh variabel profitabilitas, *free cash flow*, ukuran perusahaan (*size*), *earning volatility*, dan *assets tangibility* dalam menentukan kebijakan struktur modal antara perusahaan PMA dengan PMDN.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang berhubungan dengan struktur modal terutama penelitian yang membandingkan struktur modal perusahaan PMA dengan PMDN sudah cukup banyak dilakukan, sehingga hasil penelitian sebelumnya dapat dijadikan dasar dalam penelitian ini. Berikut akan diuraikan beberapa penelitian terdahulu yang berhubungan dengan topic penelitian ini.

Akhtar (2005) melakukan penelitian dengan menguji signifikansi faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dengan sampel *multinational company* dan *domestic corporation* perusahaan Australia. Penelitian ini menggunakan leverage sebagai variabel dependen. Sedangkan variabel independen dari penelitian ini adalah *agency cost*, *bankruptcy cost*, *growth*, *non-debt tax shield*, *profitability*, *firms size*, dan *collateral value of assets*. Dengan menggunakan alat analisis tobit regression model, penelitian ini memberikan hasil variabel *agency cost* dan *free cash flow* antara perusahaan *multinational company (MNC's)* dengan *domestic corporation (DC's)* tidak berpengaruh signifikan. Pengaruh negatif signifikan ditunjukkan variabel *growth* dari perusahaan MNC's maupun

DC's. Variabel *bankruptcy cost* berpengaruh negatif signifikan terhadap perusahaan MNC's, namun tidak pada DC's. *Non-debt tax shield* juga menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap leverage. *Profitability* MNC's maupun DC's berpengaruh negatif signifikan sesuai dengan teori pecking order. Positif signifikan ditunjukkan pada variabel *size* dan *collateral value of assets*.

Rajan dan Zingales (1995) menganalisis keputusan pendanaan perusahaan public negara industri G7 dengan variabel dependen leverage. Penelitian ini menggunakan variabel independen *assets tangibility*, *market to book ratio*, *firms size*, dan *profitability*. Penelitian ini menggunakan alat analisis tobit regression model dan menunjukkan bahwa *assets tangibility* berpengaruh positif terhadap leverage. *Market to book ratio* menunjukkan seberapa tinggi biaya *financial distress*, sehingga dalam kaitannya dengan leverage, variabel ini menunjukkan hubungan negatif. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap leverage. Terakhir profitabilitas mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap struktur modal.

Chevalier et al (2006) meneliti penentuan struktur modal pada perusahaan MNC's di negara berkembang (Indonesia). Dengan menggunakan *simple equation of regression*, penelitian ini menggunakan tiga periode waktu yang berbeda, yaitu periode sebelum krisis (1994 – 1996), selama krisis (1997 – 1998), dan setelah krisis (1999 - 2004). Variabel independen yang digunakan oleh peneliti adalah *assets tangibility*, *profitability*, *earning volatility*, ukuran perusahaan, dan *growth opportunity*. *Leverage* pada penelitian ini mempunyai banyak indikator, antara

lain *total book debt*, *long-term book debt*, *short-term book debt*, *total market debt*, dan *long term market debt*. Hasil dari penelitian ini adalah *Assets tangibility* berhubungan positif pada *total market debt* dan *long term debt*, namun berhubungan negatif dengan *short-term market debt* dan *short-term book debt*. *Profitability* berhubungan positif pada *long term debt*, namun berhubungan negatif signifikan terhadap *total market debt*, *total book debt*, *short-term market debt*, dan *short-term book debt*. *Earning volatility* berkorelasi positif pada *total market debt*, *short-term market debt*, *total book debt*, dan *short-term book debt*, namun berkorelasi negatif signifikan pada *long-term market debt*. *Firm Size* berkorelasi positif signifikan pada *total market debt*, *long-term market debt*, dan *long term book debt*, tetapi berhubungan negatif pada *short-term book debt*. *Market-to-book value* berkorelasi negatif signifikan pada *total market debt*, *short-term market debt*, dan *short-term book debt*.

McMillan et al (2012) yang mempunyai judul penelitian “*Dynamic Capital Structure Adjustment: US MNCs & DCs*” menggunakan *dynamic panel estimators* untuk menguji kebijakan pendanaan dari perusahaan MNC’s dengan DC’s yang berafiliasi di Amerika Serikat. Variabel independen dari penelitian ini adalah *size*, *tangibility*, *profitability*, *free cash flow*, *non-debt tax shield*, dan *investment*. Hasil dari penelitian ini adalah leverage berpengaruh positif terhadap variabel *size* dan *tangibility*, sedangkan berkorelasi negatif dengan *profitability*, *free cash flow*, *non-debt tax shield*, dan *investment*.

Moh’d et al (1998) dengan judul penelitian “*The Impact of Ownership Structur on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross Sectional Analysis*”

meneliti hubungan leverage dengan variabel independen seperti *ownership structure*, *dividen payment*, *growth opportunities*, *firm size*, *assets structure*, *assets risk*, *profitability*, *tax rate*, *non-debt tax shield*, dan *uniqueness*. Dengan menggunakan alat analisis *Time series Cross Sectional Regression* (TSCS), hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *ownership structure*, *dividen payment*, *growth opportunities*, *profitability*, dan *uniqueness* berpengaruh negatif signifikan, sedangkan variabel lain berpengaruh positif signifikan.

Sayilgan et al (2006) melakukan penelitian karakteristik pendanaan dari perusahaan turki menggunakan variabel independen *size*, *profitability*, *growth opportunities*, *non-debt tax shield*, dan *assets tangibility*. Menggunakan alat analisis panel regression equation, penelitian ini menunjukkan *size* dan *growth opportunities* berkorelasi positif signifikan, sedangkan *profitability*, *non-debt tax shield*, dan *tangibility* berhubungan negatif signifikan terhadap leverage.

Vera et al (2005) yang melakukan penelitian dengan judul “Perbedaan Struktur Pendanaan Multinational dan Perusahaan Domestik di Indonesia” menggunakan variabel independen antara lain *bankruptcy cost*, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan tingkat pertumbuhan. Hasil dari penelitian tersebut adalah profitabilitas, biaya kebangkrutan, dan ukuran perusahaan sama-sama berpengaruh signifikan terhadap leverage. Biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap perusahaan MNC’s maupun DC’s. Tingkat pertumbuhan perusahaan MNC’s tidak berpengaruh terhadap leverage, akan tetapi tingkat pertumbuhan perusahaan DC’s berpengaruh terhadap tingkat leverage.

Prabansari et al (2005) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur Go Public di BEI. Variabel independen dari penelitian tersebut adalah ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan. Dengan menggunakan alat analisis regresi berganda, penelitian ini menjelaskan penemuan bahwa ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Mas'ud (2008) dengan menggunakan variabel independen profitabilitas (ROE, ROA, ROI), ukuran perusahaan, *growth opportunity* (*sales growth* dan *assets growth*), *assets structure*, *costs of financial distress* (*financial risk* dan *business risk*), dan *tax shields effect*. Sedangkan variabel dependen dalam penelitian tersebut adalah nilai perusahaan dengan leverage sebagai variabel intervening. Hasil yang didapatkan dari penelitian tersebut adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, *growth opportunity*, *assets structure*, *costs of financial distress* sama-sama berpengaruh positif signifikan terhadap rasio hutang. Sedangkan *non-debt tax shield* berpengaruh tidak signifikan terhadap leverage, sedangkan variabel struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Mutamimah (2003) menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan non-financial yang listing di BEI. Penelitian ini menggunakan variabel independen dalam konteks *trade off theory* adalah *non debt tax shield*, *size*, *liquidity*, dan *business risk*. Variabel dalam konteks *pecking order theory* adalah *profitability* dan defisit kas. Lalu variabel independen yang

menggambarkan teori keagenan adalah *family owned firms*, *state owned firms* (*degree of ownership concentration*). Dengan menggunakan analisis regresi berganda, hasil dari trade off theory menggambarkan tidak ada variabel yang secara signifikan mempengaruhi struktur modal. Hasil dari pecking order theory menggambarkan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Lalu hasil dari teori keagenan adalah berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Herwandono (2012) menganalisis perbedaan struktur modal perusahaan multinational dan domestic pada perusahaan public non keuangan. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *growth opportunity*, *assets tangibility*, *non-debt tax shield*, *firm size*, *earning volatility*, dan *profitability*. Hasil yang didapat dari penelitian ini adalah *growth opportunity* berkorelasi negatif signifikan, *assets tangibility* berhubungan positif signifikan, *non-debt tax shield* berhubungan negatif tidak signifikan, ukuran perusahaan berkorelasi positif signifikan, volatilitas memiliki hubungan positif tidak signifikan, dan profitabilitas memiliki hubungan negatif signifikan terhadap rasio hutang.

Ramlall (2009) meneliti determinan kebijakan struktur modal dalam perusahaan di Mauritius. Variabel independen penelitian adalah Non-debt tax shield, size, growth, profitability, assets tangibility, liquidity, investment, dan umur perusahaan. Sedangkan variabel dependen penelitian ini adalah long-term liabilities, short-term liabilities, long-term leases, short-term leases, long-term loan, short-term loan, long-term debt, dan short-term debt. Hasil yang didapat adalah Tangibility berkorelasi positif signifikan terhadap leverage. Variabel size

cenderung berkorelasi negatif signifikan untuk hamper seluruh indikator leverage, umur berdampak negatif signifikan dalam pinjaman jangka panjang dan utang jangka panjang, investment berdampak negatif tetapi hanya pada jangka panjang, jangka pendek, dan sewa.

Ringkasan dan penjelasan dari penelitian terdahulu yang telah dijelaskan diatas dapat dilihat dalam tabel berikut ini:

Tabel 2.1

Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Peneliti, Judul, dan Tahun	Variabel	Alat Analisis	Hasil Penelitian
1.	Shumi Akhtar <i>Australia Multinational and Domestic Corporations Capital Structure Determinants</i> (2005)	Variabel Dependen: Leverage Variabel Independen: <i>agency cost, bangkrruptcy cost, growth, non-debt tax shield, profitability, firms size, dan collateral value of assets</i>	<i>Tobit Regression Analysis</i>	<i>Agency cost dan free cash flow MNC's dan (DC's)</i> tidak berpengaruh signifikan. Pengaruh negatif signifikan pada variabel <i>growth</i> dari MNC's dan DC's. <i>Bangkrruptcy cost</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap perusahaan MNC's, namun tidak pada DC's. <i>Non-debt tax shield</i> berpengaruh tidak signifikan. <i>Profitability</i> MNC's maupun

				DC's berpengaruh negatif signifikan. Positif signifikan ditunjukkan pada variabel <i>size</i> dan <i>collateral value of assets</i> .
2.	Raghuram G. Rajan dan Luigi Zingales <i>What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data (1996)</i>	Variabel Dependen: Leverage Variabel Independen: <i>assets tangibility, market to book ratio, firms size, dan profitability</i>	Tobit Regression Data	<i>Assets tangibility</i> berpengaruh positif terhadap leverage. <i>Market to book ratio</i> menunjukkan hubungan negatif. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap leverage. Profitabilitas mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap struktur modal.
3.	Alain Chevalier, A. Prasetyantoko, Rofikoh Rokhim <i>Foreign Ownership and Corporate Governance Practices in Indonesia</i>	Variabel Dependen: <i>total book debt, long-term book debt, short-term book debt, total market debt, dan long term market debt</i>	<i>Simple equation of regression</i>	<i>Assets tangibility</i> berhubungan positif pada <i>total market debt</i> dan <i>long term debt</i> , namun berhubungan negatif dengan <i>short-term market debt</i> dan <i>short-</i>

	(2006)	<p>Variabel Independen: <i>assets tangibility</i>, <i>profitability</i>, <i>Earning Volatility</i>, ukuran perusahaan, dan <i>growth opportunity</i>.</p>	<p><i>term book debt</i>. <i>Profitability</i> berhubungan positif pada <i>long term debt</i>, namun berhubungan negatif signifikan terhadap <i>total market debt</i>, <i>total book debt</i>, <i>short-term market debt</i>, dan <i>short-term book debt</i>. <i>Earning Volatility</i> berkorelasi positif pada <i>total market debt</i>, <i>short-term market debt</i>, <i>total book debt</i>, dan <i>short-term book debt</i>, namun berkorelasi negatif signifikan pada <i>long-term market debt</i>. <i>Firm Size</i> berkorelasi positif signifikan pada <i>total market debt</i>, <i>long-term market debt</i>, dan <i>long term book debt</i>, tetapi berhubungan negatif pada <i>short-term book debt</i>. <i>Market-to-book value</i> berkorelasi negatif signifikan</p>
--	--------	--	---

				pada <i>total market debt</i> , <i>short-term market debt</i> , dan <i>short-term book debt</i> .
4.	David G. McMillan dan Omar Camara <i>Dynamic Capital Structure Adjustment: US MNCs & DCs (2012)</i>	Variabel Dependen: Leverage Variabel Independen: <i>size, tangibility, profitability, free cash flow, non-debt tax shield, dan investment.</i>	<i>Dynamics Panel Estimators</i>	Leverage berpengaruh positif terhadap variabel <i>size</i> dan <i>tangibility</i> , sedangkan berkorelasi negatif dengan <i>profitability, free cash flow, non-debt tax shield, dan investment</i>
5.	Moh'd, M.A., L.G. Perry, dan J.N. Rimbey <i>The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis (1998)</i>	Variabel Dependen: Leverage Variabel Independen: <i>ownership structure, deviden payment, growth opportunities, firm size, assets structure, assets risk, profitability, tax rate, non-debt tax shield, dan uniqueness</i>	<i>Time-Series Cross-Sectional Analysis</i>	<i>Ownership structure, deviden payment, growth opportunities, profitability, dan uniqueness</i> berpengaruh negatif signifikan, sedangkan variabel lain berpengaruh positif signifikan
6.	Sayilgan, Guven., Hakan Karabacak, dan Guray Kucukkocaoglu <i>The Firm-Specific</i>	Variabel Dependen: Leverage Variabel Independen: <i>size, profitability,</i>	<i>Regression Equation</i>	<i>Size dan growth opportunities</i> berkorelasi positif signifikan, sedangkan <i>profitability, non-debt tax shield,</i>

	<i>Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish Panel Data (2006)</i>	<i>growth opportunities, non-debt tax shield, dan assets tangibility</i>		dan <i>tangibility</i> berhubungan negatif signifikan terhadap leverage
7.	Vera, Rudolf L. Tobing, dan Akromul Ibad Perbedaan Struktur Pendanaan Multinational dan Perusahaan Domestik di Indonesia (2005)	Variabel Dependen: Leverage Variabel Independen: <i>bankruptcy cost</i> , profitabilitas, ukuran perusahaan, dan tingkat pertumbuhan	Analisis Regresi Berganda	Profitabilitas, biaya kebangkrutan, dan ukuran perusahaan sama-sama berpengaruh signifikan terhadap leverage. Biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap perusahaan MNC's maupun DC's. Tingkat pertumbuhan perusahaan MNC's tidak berpengaruh terhadap leverage, akan tetapi tingkat pertumbuhan perusahaan DC's berpengaruh terhadap tingkat leverage
8.	Prabansari dan Hadri Faktor-Faktor Yang	Variabel Dependen: Leverage Variabel	Analisis Regresi Berganda	Ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva,

	Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public Di Bursa Efek Jakarta (2005)	Independen: adalah ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan		profitabilitas, dan struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
9.	Masdar Mas'ud Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan (2008)	Variabel Dependen: Nilai Perusahaan Variabel Intervening: Struktur Modal Variabel Independen: Profitabilitas (ROE, ROA, ROI), ukuran perusahaan, <i>growth opportunity (sales growth dan assets growth), assets structure, costs of financial distress (financial risk dan business risk), dan tax shields effect</i>	SEM (Structural Equation Modelling Confirmatory Factor Analysis, Goodness of fit indices, Analisis Pengaruh Langsung (direct effect)	Profitabilitas, ukuran perusahaan, <i>growth opportunity, assets structure, costs of financial distress</i> sama-sama berpengaruh positif signifikan terhadap rasio hutang. Sedangkan <i>non-debt tax shield</i> berpengaruh tidak signifikan terhadap leverage. Lalu variabel struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan
10.	Mutamimah Analisis Struktur Modal pada Perusahaan-Perusahaan Non Financial yang Go	Variabel Dependen: Leverage Variabel Independen: Konteks <i>trade off</i>	Analisis Regresi Berganda	Hasil dari pecking order theory menggambarkan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan

	Public di Pasar Modal Indonesia (2003)	<p><i>theory</i> adalah <i>non-debt tax shield</i>, <i>size</i>, <i>liquidity</i>, dan <i>business risk</i>. Variabel dalam konteks <i>pecking order theory</i> adalah <i>profitability</i> dan defisit kas. Lalu variabel independen yang menggambarkan teori keagenan adalah <i>family owned firms</i>, <i>state owned firms</i> (<i>degree of ownership concentration</i>)</p>		terhadap struktur modal. Lalu hasil dari teori keagenan adalah state dan CO berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.
11.	<p>Pandu Herwandono</p> <p>Perbedaan Struktur Modal Perusahaan Multinational dan Domestik pada Perusahaan Publik Non-Kuangan dan Non-Utilitas di Indonesia Tahun 2007 – 2011 (2012)</p>	<p>Variabel Dependen: Leverage</p> <p>Variabel Independen: <i>growth opportunity</i>, <i>assets tangibility</i>, <i>non-debt tax shield</i>, <i>firm size</i>, <i>Earning Volatility</i>, dan <i>profitability</i></p>	Analisis Regresi Berganda	<p><i>Growth opportunity</i> berkorelasi negatif signifikan, <i>assets tangibility</i> berhubungan positif signifikan, <i>non-debt tax shield</i> berhubungan negatif tidak signifikan, ukuran perusahaan berkorelasi positif signifikan, volatilitas memiliki hubungan positif tidak signifikan, dan profitabilitas</p>

				memiliki hubungan negatif signifikan terhadap rasio hutang.
12	Indranarain Ramlall <i>Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory</i> (2009)	Variabel Dependen: Total Liabilities, long-term liabilities, short-term liabilities, long-term leases, short-term leases, long-term loan, short-term loan, long-term debt, dan short-term debt Variabel Independen: Non-debt tax shield, size, growth, profitability, assets tangibility, liquidity, investment, dan umur perusahaan	Analisis Linier Berganda	Tangibility berkorelasi positif signifikan terhadap leverage. Variabel size cenderung berkorelasi negatif signifikan untuk hamper seluruh indikator leverage, umur berdampak negatif signifikan dalam pinjaman jangka panjang dan utang jangka panjang, investment berdampak negatif tetapi hanya pada jangka panjang, jangka pendek, dan sewa.

Sumber: Jurnal yang dipublikasikan

Penelitian ini dilakukan karena terdapatnya perbedaan penentuan struktur modal antara *multinational company* (PMA) dengan *domestic company* (PMDN) dan adanya fenomena gap serta research gap dari penelitian terdahulu. Perbedaan antara penelitian terdahulu dengan penelitian yang akan dilakukan terletak pada:

1. Periode pengamatan yang digunakan yaitu pada tahun 2009 – 2012
2. Sampel perusahaan yang digunakan adalah perusahaan PMA dan PMDN yang bergerak di bidang manufaktur yang telah listing di Bursa Efek Indonesia.

2.3 Kerangka Pemikiran

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen *profitability*, *free cash flow*, *firm size*, *earning volatility*, dan *assets tangibility* terhadap variabel dependen struktur modal / leverage (DER).

Profitabilitas (*Profitability*) adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu. Keuntungan yang diraih dari investasi yang akan ditanamkan merupakan pertimbangan utama bagi perusahaan dalam mengembangkan bisnisnya. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi, menggunakan hutang yang relatif kecil. Hal ini disebabkan dana yang dihasilkan secara internal untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan perusahaan. Maka semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka akan semakin kecil tingkat hutang.

Free Cash Flow (Jensen, 1986) adalah aliran kas yang digunakan perusahaan untuk membiayai usaha. Aliran kas tersebut timbul karena Net Present Value yang positif. Bisa dikatakan *free cash flow* merupakan aliran kas (masih berbentuk idle cash/dana menganggur) perusahaan yang didapat dari laba perusahaan dan selanjutnya bisa digunakan untuk membiayai usaha atau perluasan

usaha. Perusahaan dengan tingkat *free cash flow* tinggi akan berhadapan dengan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen.

Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) menurut Riyanto (2001) adalah besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan dari total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata penjualan, dan rata-rata total aktiva. Ukuran besar kecilnya perusahaan diukur melalui logaritma natural dari total asset (\ln Total Assets). Total asset dijadikan sebagai indikator ukuran perusahaan karena sifatnya jangka panjang dibandingkan dengan penjualan (Titman dan Wessels, 1988).

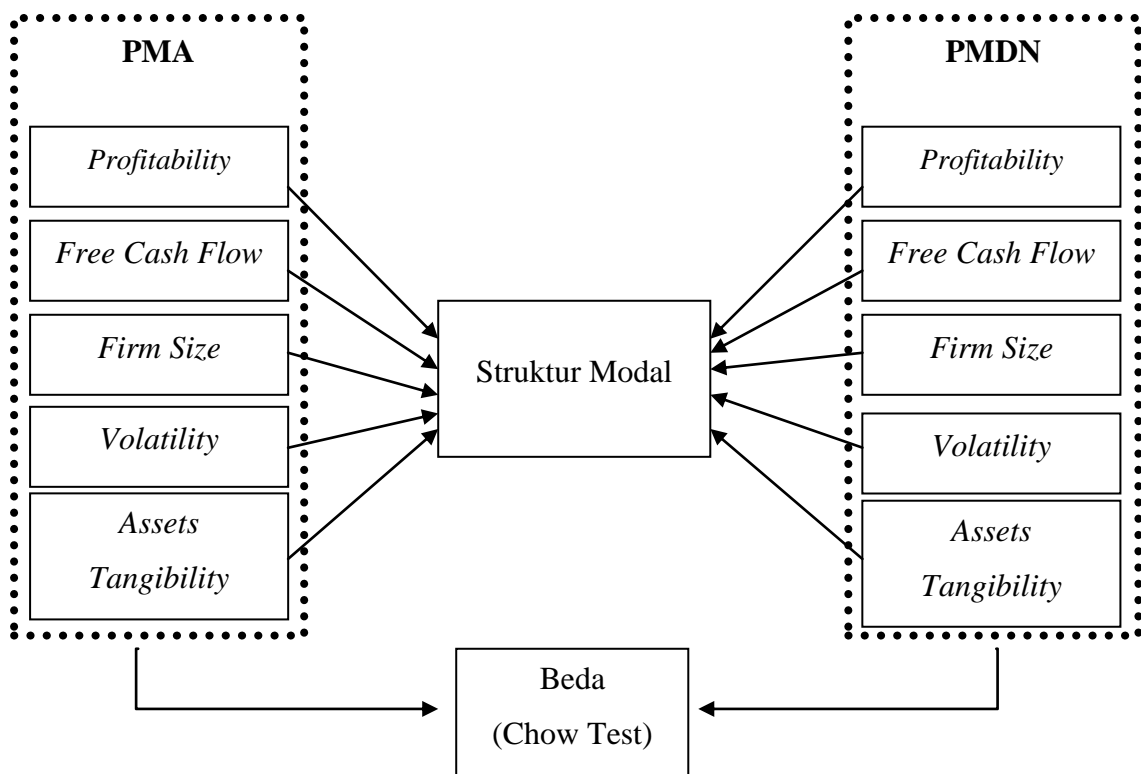
Volatilitas laba (*earning volatility*) merupakan indikator dari biaya kebangkrutan, dan perusahaan dengan biaya kebangkrutan tinggi diharapkan akan mempunyai tingkat hutang yang rendah (Kraus et al dalam Akhtar, 2005).

Assets Tangibility merupakan jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan untuk dapat dijadikan jaminan ketika perusahaan menerbitkan hutang. Perusahaan dengan *Asset Tangibility* tinggi atau yang memiliki nilai jaminan dalam asset yang tinggi cenderung lebih mudah untuk mendapatkan pendanaan dari sumber eksternal daripada perusahaan dengan *asset tangibility* rendah. Perusahaan dengan tangibility tinggi relatif mempunyai biaya pinjaman yang rendah (terbebas dari risiko gagal bayar), karena mempunyai asset yang dirasa lebih terjamin bagi para kreditur (Graham dalam Akhtar, 2005).

Berdasarkan uraian diatas, maka dapat disusun kerangka pemikiran dalam penelitian ini yang dituangkan dalam model sebagai berikut:

Gambar 2.1

Pengaruh *Profitability*, *Free Cash Flow*, *Firm Size*, *Earning Volatility*, dan *Assets Tangibility* Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan PMA dan PMDN



Sumber: Rajan dan Zingales (1995), Akhtar (2006), Chevalier et al (2006), McMillan (2012), dan Herwandono (2012) yang dikembangkan untuk penelitian.

2.4 Hipotesis

Berdasarkan telaah pustaka dan kerangka pemikiran yang telah disusun dan disajikan pada gambar 2.1, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. Profitabilitas terhadap DER

	PMA	PMDN
H ₀	Profitabilitas perusahaan PMA tidak berpengaruh pada tingkat leverage	Profitabilitas perusahaan PMDN tidak berpengaruh pada tingkat leverage
H ₁	Profitabilitas perusahaan PMA berpengaruh negatif signifikan pada tingkat leverage	Profitabilitas perusahaan PMDN berpengaruh negatif signifikan pada tingkat leverage

2. *Free Cash Flow* terhadap DER

	PMA	PMDN
H ₀	<i>Free Cash Flow</i> perusahaan PMA tidak berpengaruh pada tingkat leverage	<i>Free Cash Flow</i> perusahaan PMDN tidak berpengaruh pada tingkat leverage
H ₁	<i>Free Cash Flow</i> perusahaan PMA berpengaruh positif signifikan pada tingkat leverage	<i>Free Cash Flow</i> perusahaan PMDN berpengaruh positif signifikan pada tingkat leverage

3. Ukuran Perusahaan terhadap DER

	PMA	PMDN
H ₀	Ukuran perusahaan PMA tidak berpengaruh pada tingkat leverage	Ukuran perusahaan PMDN tidak berpengaruh pada tingkat leverage
H ₁	Ukuran perusahaan PMA berpengaruh positif signifikan pada tingkat leverage	Ukuran perusahaan PMDN berpengaruh positif signifikan pada tingkat leverage

4. *Earning Volatility* terhadap DER

	PMA	PMDN
H ₀	<i>Earning Volatility</i> perusahaan PMA tidak berpengaruh pada tingkat leverage	<i>Earning Volatility</i> perusahaan PMDN tidak berpengaruh pada tingkat leverage
H ₁	<i>Earning Volatility</i> perusahaan PMA berpengaruh negatif signifikan pada tingkat leverage	<i>Earning Volatility</i> perusahaan PMDN berpengaruh negatif signifikan pada tingkat leverage

5. *Assets Tangibility* terhadap DER

	PMA	PMDN
H ₀	<i>Assets Tangibility</i> perusahaan PMA tidak berpengaruh pada tingkat leverage	<i>Assets Tangibility</i> perusahaan PMDN tidak berpengaruh pada tingkat leverage
H ₁	<i>Assets Tangibility</i> perusahaan PMA berpengaruh positif signifikan pada tingkat leverage	<i>Assets Tangibility</i> perusahaan PMDN berpengaruh positif signifikan pada tingkat leverage

6. Perbedaan tingkat leverage perusahaan

H ₀	H ₁
Perusahaan PMA mempunyai tingkat leverage yang sama dengan perusahaan PMDN	Perusahaan PMA mempunyai tingkat leverage yang berbeda dengan perusahaan PMDN

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

3.1.1 Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 2 variabel, antara lain:

1. Variabel terikat (*dependen variable*) sebagai variabel Y dalam penelitian ini adalah struktur modal (*leverage*).
2. Variabel bebas (*independent variable*) sebagai variabel X dalam penelitian ini adalah profitabilitas, *free cash flow*, *firm size*, *earning volatility*, dan *assets tangibility*.

3.1.2 Definisi Operasional dan Pengukuran

1. Struktur Modal (*Leverage*)

Struktur modal (*leverage*) adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa. Struktur modal diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), menggunakan rasio total hutang dengan total asset (Rajan dan Zingales, 1995)

$$DER = \frac{TotalDebt}{TotalEquity}$$

2. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu. *Return On Assets* digunakan dalam mengukur tingkat laba perusahaan (Rajan dan Zingales, 1995; McMillan et al, 2012). *Return On Assets* merupakan perbandingan antara laba bersih dengan total aktiva.

$$ROA = \frac{\text{Earning Before Interest and Tax}}{\text{Total Asset}}$$

3. *Free Cash Flow*

Free Cash Flow adalah aliran kas yang dibutuhkan untuk membiayai seluruh kegiatan perusahaan (Jensen, 1986). Aliran kas tersebut timbul dari laba perusahaan yang masih menganggur (belum reinvested atau dibagikan menjadi deviden). Keberadaan *free cash flow* tersebut dapat menimbulkan konflik kepentingan diantara shareholders dengan manajemen. Konflik tersebut pada akhirnya akan menimbulkan beban biaya dengan apa yang disebut *agency cost*.

$$FCF = \frac{EBIT + DEP + AMO - TAX - DIV - INT}{\text{Total Assets}}$$

Dimana:

EBIT : Earning Before Interest and Tax

DEP : Biaya depresiasi

AMO : Amortisasi

TAX : Total pajak yang dibayarkan

DIV : Total deviden yang dibayarkan

INT : Net Interest expense

4. Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan menurut Riyanto (2001) adalah besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan dari total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata penjualan, dan rata-rata total aktiva. Semakin besar total aktiva yang dimiliki perusahaan, semakin besar ukuran perusahaan, sehingga semakin besar kesempatan perusahaan atau kemampuan perusahaan memperoleh sumber-sumber dana eksternal. Ukuran besar kecilnya perusahaan diukur melalui logaritma natural dari total asset (Ln Total Assets) (Akhtar, 2005).

$$\text{SIZE} = \text{Ln} (\text{Total Assets})$$

5. *Earning Volatility*

Volatilitas laba (*Earning Volatility*) merupakan proxy dari biaya kebangkrutan, dan perusahaan dengan biaya kebangkrutan tinggi diharapkan akan mempunyai tingkat hutang yang rendah (Kraus et al dalam Akhtar, 2005). *Earning Volatility* mengukur keragaman kemampuan perusahaan pada EBIT dalam membayar bunga, yakni rasio antara standar deviasi EBIT terhadap biaya bunga (Akhtar, 2005).

$$VOLTA = \frac{\text{Standard Deviasi EBIT}}{\text{Biaya Bunga}}$$

6. *Assets Tangibility*

Assets Tangibility merupakan jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan untuk dapat dijadikan jaminan ketika perusahaan menerbitkan hutang. Perusahaan dengan *Asset Tangibility* tinggi atau yang memiliki nilai jaminan dalam asset yang tinggi cenderung lebih mudah untuk mendapatkan pendanaan dari sumber eksternal daripada perusahaan dengan *asset tangibility* rendah (Titman dan Wessels, 1998; Akhtar, 2005).

$$TANG = \frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$$

Variabel penelitian dan definisi operasional dari masing-masing variabel dalam penelitian ini dapat diringkas pada tabel 5.1 di bawah ini:

Tabel 3.1

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel Penelitian	Definisi	Skala	Pengukuran
Struktur Modal	Perimbangan atau perbandingan antara jumlah		$DER = \frac{\text{TotalDebt}}{\text{TotalEquity}}$

	hutang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa	Rasio	
Profitabilitas	Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu	Rasio	$ROA = \frac{EBIT}{Total\ Asset}$
<i>Free Cash Flow</i>	Aliran kas yang dibutuhkan untuk membiayai seluruh kegiatan perusahaan	Rasio	$FCF = \frac{EBIT+DEP+AMO-TAX-DIV-INT}{Total\ Assets}$
Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>)	Besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan dari total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata penjualan, dan rata-rata total aktiva	Rasio	$SIZE = Ln (Total\ Assets)$
<i>Earning volatility</i>	Mengukur keragaman kemampuan perusahaan pada EBIT dalam membayar bunga, yakni rasio antara	Rasio	$VOLA = \frac{Standard\ Deviasi\ EBIT}{Biaya\ Bunga}$

	standar deviasi EBIT terhadap biaya bunga		
<i>Assets Tangibility</i>	jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan untuk dapat dijadikan jaminan ketika perusahaan menerbitkan hutang	Rasio	$TANG = \frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$

Sumber : Konsep penelitian yang diolah dari jurnal

3.2 Populasi dan Penentuan Sampel

3.2.1 Populasi

Populasi merupakan keseluruhan dari objek yang diteliti. Menurut Ferdinand (2007), populasi adalah gabungan dari seluruh elemen yang berbentuk peristiwa, jal, atau orang yang memiliki karakteristik yang serupa yang menjadi pusat perhatian seorang peneliti karena itu dipandang sebagai semesta penelitian. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009 – 2012. Dalam penelitian ini, anggota populasi cukup banyak, sehingga peneliti menggunakan teknik sampling untuk mempermudah penelitian.

3.2.2 Sampel

Sampel adalah subset dari populasi, terdiri atas beberapa anggota populasi (Ferdinand, 2007). Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode purposive sampling, yaitu penilaian sampel perusahaan selama periode penelitian berdasarkan kriteria tertentu. Adapun tujuan dari metode ini adalah untuk mendapatkan sampel atas pertimbangan tertentu dengan kriteria – kriteria yang telah ditentukan dengan tujuan mendapatkan sampel yang representatif.

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2009 – 2012.
2. Perusahaan manufaktur yang terus melaporkan laporan keuangan selama 4 tahun berturut-turut, yaitu tahun 2009 – 2012.
3. Perusahaan yang memiliki data lengkap selama periode penelitian terkait dengan faktor-faktor yang diteliti, yaitu Profitabilitas, *Free Cash Flow*, Ukuran Perusahaan, *Earning volatility*, dan *Assets Tangibility*.
4. Perusahaan yang memiliki net income positif selama periode penelitian (selama 2009 – 2012).

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan tersebut, diperoleh sebanyak 30 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel. Dimana jumlah perusahaan PMA sejumlah 15 perusahaan dan PMDN sebanyak 15 perusahaan. Sampel penelitian dapat dilihat pada tabel 3.2 berikut ini:

Tabel 3.2**Daftar Nama Sampel Perusahaan Dalam Penelitian**

Perusahaan PMA	Perusahaan PMDN
PT. Asahima Flat Glass Tbk. PT. Arwana Citramulia Tbk. PT. Astra International Tbk. PT. Sepatu Bata Tbk. PT. Delta Djakarta Tbk. PT. Darya-Varia Laboratoria Tbk. PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. PT. Indofood Sukses Makmur Tbk PT. Indocement Tunggul Prakarsa Tbk. PT. Japfa Comfeed Indonesia Tbk. PT. Malindo Feedmil Tbk. PT. Merck Tbk. PT. Multi Bintang Indonesia Tbk. PT. Mandom Indonesia Tbk. PT. Unilever Indonesia Tbk.	PT. Astra Otoparts Tbk. PT. Berlina Tbk. PT. Charoend Pokphand Indonesia Tbk. PT. Citra Tubindo Tbk. PT. Gudang Garam Tbk. PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk. PT. Indospring Tbk. PT. Kimia Farma Tbk. PT. Kalbe Farma Tbk. PT. Mayora Indah Tbk. PT. Semen Gresik Tbk. PT. Selamat Sempurna Tbk. PT. Surya Toto Indonesia Tbk. PT. Tempo Scan Pacific Tbk. PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk.
Jumlah : 15	Jumlah : 15

Sumber: Data ICMD & IDX yang diolah

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data kuantitatif. Sedangkan sumber data dalam penelitian ini merupakan jenis data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh dari lembaga atau instansi mengenai pengutipan data atau keterangan melalui studi kepustakaan yang relevan dengan permasalahan dalam penelitian. Data yang digunakan berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur PMA dan PMDN yang Listed di Bursa Efek Indonesia

periode 2009 – 2012 yang telah didokumentasikan dalam laporan keuangan ICMD tahun 2010 – 2012.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Teknik pengambilan data dilakukan dengan metode documenter yaitu dengan cara pengumpulan data – data yang dibutuhkan seperti laporan keuangan tahunan perusahaan yang dimuat di Indonesian Capital Market Directory dan IDX Statistik tahun 2009 sampai dengan 2012 beserta laporan keuangan yang dipublikasikan secara terpisah dengan ICMD dan IDX.

3.5 Metode Analisis

Metode analisis data merupakan suatu metode yang digunakan untuk memproses hasil penelitian yang berguna untuk memperoleh suatu kesimpulan. Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Analisis regresi linier berganda digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen seperti profitabilitas, *free cash flow*, ukuran perusahaan, *earning volatility*, dan *assets tangibility* terhadap struktur modal (*leverage*) yang diukur dengan DER pada perusahaan manufaktur PMA (Penanaman Modal Asing) dan PMDN (Penanaman Modal Dalam Negeri) yang listed di Bursa Efek Indonesia. Sebelum melakukan regresi linear berganda, penelitian ini meakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu dan terakhir melakukan uji chow test untuk menunjukkan apakah terdapat perbedaan dalam menentukan struktur modal antara perusahaan PMA dengan PMDN.

3.5.1 Uji Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, maksimum, dan minimum (Ghozali, 2004).

3.5.2 Uji Penyimpangan Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian regresi, terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik. Ghozali (2005) menyatakan bahwa analisis regresi linier berganda perlu menghindari penyimpangan asumsi klasik supaya tidak timbul masalah dalam penggunaan analisis tersebut. Agar dalam analisis regresi diperoleh model – model regresi yang bisa dipertanggungjawabkan, maka digunakan asumsi-asumsi sebagai berikut:

- a. Terdapat hubungan linier antara variabel independen dengan variabel dependen.
- b. Besarnya varians error atau faktor pengganggu bernilai konstan untuk seluruh nilai variabel bebas (*homoscedasticity*).
- c. Independensi dari error (*non autocorrelation*).
- d. Normalitas dari distribusi error multikolinier yang sangat rendah.

3.5.2.1 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2005). Uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Kalau

asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk sejumlah sampel kecil. Ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik atau uji statistik (Ghozali, 2005).

Apabila menggunakan grafik, normalitas umumnya dideteksi dengan melihat tabel histogram. Namun demikian, dengan hanya melihat tabel histogram bisa menyesatkan khususnya untuk jumlah sampel yang kecil. Model regresi yang baik memiliki distribusi data yang normal atau mendekati normal. Pembuktian apakah suatu data memiliki distribusi normal dapat dilihat pada bentuk distribusi datanya pada histogram maupun normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari data normal. Dasar pengambilan dengan menggunakan normal probability plot adalah sebagai berikut (Ghozali, 2005):

- a. Jika data menyebar diatas garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka regresi memenuhi asumsi normalitas.
- b. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Uji normalitas dengan grafik dapat menyesatkan kalau tidak hati-hati secara

visual terlihat normal, padahal secara statistik bisa sebaliknya. Oleh sebab itu dianjurkan disamping melakukan pengujian dengan grafik, dilengkapi dengan uji statistik. Uji statistik yang dapat digunakan untuk menguji normalitas residual

adalah uji statistik non-parametik Kolmogorov Smirnov (K-S). Pedoman yang digunakan dalam pengambilan keputusan adalah sebagai berikut:

- a) Jika nilai signifikansi atau nilai probabilitas $> 0,05$; maka H_0 diterima atau data berdistribusi normal.
- b) Jika nilai signifikansi atau nilai probabilitas $< 0,05$; maka H_0 ditolak atau data tidak berdistribusi normal.

3.5.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel–variabel ini tidak ortogonal (variabel ortogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol).

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas di dalam model regresi, dapat dilihat dari nilai tolerance dan lawannya. VIF (Variance Inflation Factor) di dalam model regresi adalah sebagai berikut:

- a. Nilai R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi empiris sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel independen banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen.
- b. Menganalisis matrik korelasi variabel-variabel independen. Jika antar variabel independen ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya di atas 0,90), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas.

Multikolinearitas dapat disebabkan karena adanya efek kombinasi dua atau lebih variabel independen.

- c. Multikolinearitas dapat juga dilihat dari (1) nilai toleransi dan (2) variance inflation factor (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Dalam pengertian sederhana setiap variabel independen menjadi dependen (terikat) dan diregres terhadap variabel independen lainnya. Tolerance mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai tolerance yang rendah sama dengan VIF yang tinggi (karena $VIF = 1/\text{tolerance}$). Nilai cut off yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah nilai tolerance $> 0,10$ atau sama dengan nilai $VIF < 10$. Setiap peneliti harus menentukan tingkat kolinearitas yang masih dapat ditolerir. Misalnya nilai tolerance = 0,10 sama dengan tingkat kolinearitas 0,95. Walaupun multikolinearitas dapat dideteksi dengan nilai tolerance dan vif, tetapi kita masih tidak mengetahui variabel-variabel independen mana sajakah yang paling berkorelasi.
- d. Ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Tolerance mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai tolerance yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi. Nilai cut off yang umum dipakai untuk menunjukkan

adanya multikolinearitas adalah nilai tolerance $\leq 0,10$ atau sama dengan nilai VIF ≥ 10 (Ghozali, 2005).

3.5.2.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu (time series) karena “gangguan” pada seseorang individu/kelompok yang sama pada periode berikutnya. Model regresi yang baik adalah yang bebas dari autokorelasi.

Cara yang digunakan untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin Watson (DW). Uji ini dihitung berdasarkan jumlah selisih kuadrat nilai-nilai tafsiran faktor-faktor gangguan yang berurutan. Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi menurut Ghozali (2005) adalah:

- a. Nilai DW terletak diantara batas atau upper bond (du) dan $(4-du)$, maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti ada autokorelasi positif.
- b. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau lower bound (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar dari nol berarti ada autokorelasi positif.

- c. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau lower bound (dI), maka koefisien autokorelasi lebih kecil dari nol berarti ada autokorelasi negatif.
- d. Bila nilai DW terletak antara batas atas (du) dan batas bawah (dI) atau DW terletak antara $(4-du)$ dan $(4-dI)$, maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dI$
Tidak ada autokorelasi positif	No decision	$dI \leq d \leq du$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tolak	$4 - dI < d < 4$
Tidak ada autokorelasi negatif	No decision	$4 - du \leq d \leq 4 - dI$
Tidak ada autokorelasi, positif maupun negative	Tidak ditolak	$du < d < 4 - du$

3.5.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Menurut Ghozali (2005), uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dan residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda heteroskedastisitas. Cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas, yaitu:

1. Melihat grafik scatterplot antara ilai prediksi variabel terikat (dependen) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ($Y_{\text{prediksi}} - Y_{\text{sesungguhnya}}$) yang telah distudentized. Pengujian scatterplot yang tidak terjadi heteroskedastisitas harus memenuhi syarat sebagai berikut:
 - a) Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada memebentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
 - b) Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.
2. Selain melakukan pengamatan pada Grafik Plot, uji heteroskedastisitas bisa dilakukan dengan uji *Glejser test*. *Glejser* mengusulkan untuk meregres nilai absolute residual terhadap variabel independen, dengan persamaan regresi:

$$|U_t| = \alpha + \beta X_t + v_t$$

3.5.3 Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi menunjukkan ketergantungan variabel dependen (terikat) dengan satu atau lebih variabel independen (variabel bebas). Analisis ini juga menunjukkan arah hubungan antar variabel dependen dengan variabel independen.

Teknik estimasi variabel dependen melandasi analisis regresi yang disebut *Ordinary Least Square* (pangkat kuadrat terkecil biasa). Metode OLS ini untuk mengestimasi suatu garis regresi dengan jalan meminimalkan jumlah dari kuadrat kesalahan setiap observasi terhadap garis tersebut (Ghozali, 2005).

Persamaan regresi yang digunakan adalah:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + e$$

Dimana:

Y = Struktur modal yang diproksi dengan DER

a = Konstanta

$b_1 b_2 b_3 b_4 b_5 b_6$ = koefisien regresi

X₁ = profitabilitas

X₂ = *free cash flow*

X₃ = ukuran perusahaan

X₄ = *earning volatility*

X₅ = *assets tangibility*

3.5.4 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) adalah mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel-variabel independen. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang (*crosssection*) relative rendah karena adanya variasi

yang besar antara masing-masing pengamatan, sedangkan untuk runtut waktu (*time series*) biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi.

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan dalam model. Setiap tambahan satu variabel independen, maka R^2 pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen atau tidak. Oleh karena itu, banyak peneliti yang menganjurkan untuk menggunakan nilai adjusted R^2 pada saat mengevaluasi model regresi terbaik. Tidak seperti R^2 , nilai adjusted R^2 dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model (Ghozali, 2005).

3.5.5 Pengujian Hipotesis

3.5.5.1 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F digunakan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Pengujian hipotesis dengan statistik F dapat dilakukan dengan membandingkan nilai F hasil perhitungan dengan nilai F menurut tabel. Bila nilai F hitung lebih besar daripada F tabel, maka H_0 ditolak dan menerima H_a .

- a. Membuat hipotesis untuk kasus pengujian F-test. Yaitu:

$$H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = 0$$

Artinya: tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel independen (X) secara simultan terhadap variabel dependen (Y).

- b. Menentukan F tabel dan F hitung dengan tingkat kepercayaan sebesar 95 % atau taraf signifikansi sebesar 5 %, maka:

Jika F hitung $>$ F tabel, maka H_0 ditolak dan H_a diterima, berarti masing-masing variabel bebas secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat.

Jika F hitung $<$ F tabel, maka H_0 diterima dan H_a ditolak, berarti masing-masing variabel bebas secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat.

3.5.5.2 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Pengujian parsial regresi dimaksudkan untuk melihat apakah variabel independen secara individu mempengaruhi variabel dependen dengan asumsi variabel independen lainnya adalah konstan.

$H_0 : b_i = 0$, artinya suatu variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

$H_a : b_i > 0$, artinya suatu variabel independen berpengaruh positif terhadap variabel dependen.

Kriteria pengujian dengan tingkat signifikansi (α) = 0,05 ditentukan sebagai berikut:

Apabila t hitung $>$ t tabel, maka H_0 ditolak dan H_a diterima

Apabila t hitung $<$ t tabel, maka H_0 diterima dan H_a ditolak

3.5.5.3 Uji Chow Test

Uji ini digunakan untuk menguji hipotesis 13 (H_{13}), dimana tujuan terakhir dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan yang signifikan pengaruh variabel profitabilitas, *free cash flow*, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield*, *earning volatility*, dan *assets tangibility* terhadap struktur modal antara perusahaan manufaktur PMA dengan PMDN.

Chow test adalah alat untuk menguji test for *equality of coefficient* atau uji kesamaan koefisien. Uji ini ditemukan oleh Gregory Chow. Uji Chow test ini dapat dilakukan dengan rumus (Ghozali, 2005):

$$F_{hit} = \frac{(RSSr - RSSur)/k}{RSSur/(n1+n2-2k)}$$

Dimana:

RSSr : *Sum of Squared Residual* untuk regresi dengan total observasi

RSSur : penjumlahan *Sum of Squared Residual* dari masing-masing regresi menurut kelompok

n : Jumlah observasi ($n1 + n2$)

k : Jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression*

Selanjutnya hasil dari F hitung ini akan dibandingkan dengan F tabel, jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka hipotesis nol dapat ditolak. Jadi ada beda variabel independen (profitabilitas, *free cash flow*, ukuran perusahaan, *earning volatility*, *assets tangibility*) antara perusahaan manufaktur PMA dan PMDN dalam mempengaruhi DER. Jika $F_{hitung} < F_{tabel}$, maka yang terjadi sebaliknya.