

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

**(Studi Empiris pada Perusahaan *Property and Real Estate* yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia untuk Tahun 2010-2013)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

YANUAR CRISTIE
NIM. 12030110120125

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG**

2014

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Yanuar Cristie
Nomor Induk Mahasiswa : 12030110120125
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi
Judul Skripsi : ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL,
DENGAN UKURAN PERUSAHAAN
SEBAGAI VARIABEL MODERATING (Studi
Empiris pada Perusahaan *Property and Real
Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
untuk Tahun 2010-2013)
Dosen Pembimbing : Fuad, S.E.T., M.Si., Akt., Ph.D.

Semarang, 26 Februari 2015

Dosen Pembimbing,

(Fuad, S.E.T., M.Si., Akt., Ph. D.)

NIP. 197909162008121002

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Yanuar Cristie
Nomor Induk Mahasiswa : 12030110120125
Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Akuntansi

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI STRUKTUR
MODAL, DENGAN UKURAN
PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL
MODERATING (STUDI EMPIRIS PADA
PERUSAHAAN *PROPERTY AND REAL
ESTATE* YANG TERDAFTAR DI
BURSA EFEK INDONESIA UNTUK
TAHUN 2010-2013)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 26 Februari 2015

Tim Penguji

1. Fuad, S.E.T., M.Si., Ph.D. (.....)
2. Faisal, S.E., M.Si., Akt., Ph.D. (.....)
3. Adityawarman, S.E., M.Acc., Akt. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Yanuar Cristie, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: “**Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal, dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan *Property and Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk Tahun 2010-2013)**“, 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 simbol 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 lainnya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun 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, 26 Maret 2015

Yang membuat pernyataan

(Yanuar Cristie)

NIM : 12030110120125

ABSTRACT

This study aims to analyze and provide empirical evidence about the influence of Profitability, Growth Opportunities, Tangibility, Cost of Financial Distress, and Non-Debt Tax Shield against Capital Structure , which is moderated by the size of the company. Several previous studies have shown varying results. To obtain valid results, the testing of each variable based on the hypothesis that built.

The samples used were selected by purposive sampling method. The study population was 52 Property and Real Estate company that went public in Indonesia Stock Exchange . After reduction with multiple criteria, 30 companies identified as samples. Year observation period is 2010-2013, so that the sample used is 120 samples. Multiple regression was used to test the hypothesis , and Residual Test is used to test the moderating variables.

The results showed that Profitability, Tangibility, Cost of Financial Distress, and Non- Debt Tax Shield affect the Capital Structure . While the Growth Opportunity does not affect the use of debt .

Keywords : Capital Structure, Profitability, Tangibility, Cost of Financial Distress, Non-Debt Tax Shield, Company Size, Residual Test

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan memberi bukti empiris mengenai pengaruh Profitabilitas, Peluang Pertumbuhan, *Tangibility*, *Cost of Financial Distress*, dan *Non Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal, yang dimoderasi oleh Ukuran perusahaan. Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang bervariasi. Untuk memperoleh hasil yang valid, maka dilakukan pengujian pada masing-masing variabel berdasarkan pada hipotesis yang dibangun.

Sampel yang digunakan diseleksi dengan metode *purposive sampling*. Populasi penelitian adalah 52 perusahaan *Property and Real Estate* yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Setelah pengurangan dengan beberapa kriteria, 30 perusahaan teridentifikasi sebagai sampel. Periode pengamatan adalah tahun 2010-2013, sehingga jumlah sampel yang digunakan adalah 120 sampel. Regresi berganda digunakan untuk menguji hipotesis, dan Uji Residual digunakan untuk menguji variabel moderating.

Hasil menunjukkan bahwa Profitabilitas, *Tangibility*, *Cost of Financial Distress*, dan *Non Debt Tax Shield* berpengaruh terhadap Struktur Modal. Sedangkan *Growth Opportunity* tidak berpengaruh terhadap penggunaan hutang.

Kata Kunci : Struktur Modal, Profitabilitas, *Tangibility*, *Cost of Financial Distress*, *Non Debt Tax Shield*, Ukuran Perusahaan, Uji Residual

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa atas berkat dan kasih karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi yang berjudul **“Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal, dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan *Property and Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk Tahun 2010-2013)“**. Penulis menyadari skripsi ini dapat terselesaikan dengan bantuan, arahan, dan dukungan moril dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada:

1. Bapak Dr. Suharnomo, S.E., M.Si., selaku dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Bapak Prof. Dr. Muchamad Syafruddin, M.Si., Akt. selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.
3. Bapak Fuad, S.E.T., M.Si., Akt., Ph.D., dan Bapak Shiddiq Nur Rahardjo, S.E., M.Si., Akt., selaku dosen pembimbing yang telah memberikan waktunya dalam memberikan bimbingan dan arahan yang luar biasa selama proses penulisan skripsi.
4. Bapak Faisal, S.E., M.Si., Akt, Ph.D., selaku dosen wali yang telah memberikan arahan dan bimbingan selama proses studi.

5. Bapak dan Ibu Dosen yang telah memberikan materi perkuliahan selama penulis menuntut ilmu serta seluruh Staf Perpustakaan dan Tata Usaha, atas bantuannya dalam kelancaran penulis selama proses studi di kampus.
6. Keluarga tercinta (Papa, Mami, Yulita) yang dengan kasih tulus memberikan dukungan, baik moril maupun materiil, nasihat, motivasi yang luar biasa dan prinsip yang membangun, juga senantiasa mendoakan penulis agar dilancarkan selama studi dan proses penyelesaian skripsi.
7. Keluarga Lie Swie Kiat yang terkasih, terima kasih untuk setiap dukungan, doa, dan bantuan finansial yang diberikan sehingga penulis dapat menyelesaikan studi di FEB UNDIP.
8. Teman-teman Akuntansi 2010, yang telah memberikan keceriaan selama proses perkuliahan.
9. Saudara-saudari seiman yang terkasih di Kepenilikan UNDIP, terima kasih untuk setiap doa, kebersamaan, dukungan, canda tawa, dan pembelajaran spiritual yang diberikan.
10. Teman-teman Vizanda Kost, terima kasih untuk semua kebersamaan, dukungan, keceriaan dan bantuan yang luar biasa kepada penulis.
11. Teman-teman KKN Desa Ngimbrang, Kec. Bulu, Kabupaten Temanggung, beserta segenap pemerintah desa Ngimbrang, yang telah memberikan pengalaman yang luar biasa selama KKN.
12. *Special thanks for* Henny Ayu Pramesti, terima kasih untuk setiap dukungan, semangat, doa yang tidak pernah putus bagi penulis.

13. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah membantu penulis, hingga terselesaikannya skripsi ini.

Penulis juga menyadari kekurangan dan keterbatasan penulis selama penyusunan skripsi ini, sehingga saran dan kritik diharapkan untuk perbaikan di kemudian hari. Akhir kata, semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi civitas akademika dan segenap pihak yang berkepentingan.

Semarang, 26 Februari 2015

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
<i>ABSTRACT</i>	v
ABSTRAK	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR	xv
BAB I : PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian	9
1.3.1 Tujuan Penelitian	9
1.3.2 Manfaat Penelitian	10
1.4 Sistematika Penulisan	11
BAB II : TELAAH PUSTAKA	13
2.1 Landasan Teori	13
2.1.1 Struktur Modal.....	13

2.1.2 <i>The Irrelevance of Capital Structure (The Modigliani-Miller Theory)</i>	16
2.1.3 <i>The Static Trade-Off Theory</i>	17
2.1.4 <i>Pecking Order Theory</i>	19
2.2 Penelitian Terdahulu	22
2.3 Kerangka Pemikiran	29
2.4 Perumusan Hipotesis.....	30
2.4.1 Hubungan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal	30
2.4.2 Hubungan <i>Growth Opportunity</i> Terhadap Struktur Modal ..	31
2.4.3 Hubungan <i>Tangibility</i> Terhadap Struktur Modal.....	32
2.4.4 Hubungan <i>Cost of Financial Distress</i> terhadap Struktur Modal	33
2.4.5 Hubungan <i>Non Debt Tax Shield</i> Terhadap Struktur Modal..	34
2.4.6 Hubungan <i>Firm Size</i> Terhadap Struktur Modal.....	35
BAB III : METODE PENELITIAN	37
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel	37
3.1.1 Variabel Dependen	38
3.1.2 Variabel Independen	38
3.1.3 Variabel Moderating	41
3.2 Jenis dan Sumber Data.....	42
3.3 Populasi dan Sampel	42
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	43
3.5 Metode Analisis Data.....	43

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif	44
3.5.2 Uji Asumsi Klasik.....	44
3.5.2.1 Uji Normalitas	45
3.5.2.2 Uji Multikolinearitas	45
3.5.2.3 Uji Autokorelasi	46
3.5.2.4 Uji Heterokedastisitas	47
3.5.3 Pengujian Hipotesis	47
3.5.3.1 Analisis Regresi Linier Berganda.....	48
3.5.3.2 Uji Residual (Residual Test)	50
BAB IV : PEMBAHASAN.....	52
4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian.....	52
4.2 Analisis Statistika Deskriptif	53
4.3 Uji Asumsi Klasik.....	57
4.3.1 Uji Normalitas Data.....	57
4.3.2 Uji Multikolinieritas	58
4.3.3 Uji Autokorelasi	59
4.3.4 Uji Heteroskedastisitas	61
4.4 Pengujian Hipotesis	62
4.4.1 Analisis Regresi Linier Berganda (Uji Hipotesis 1-5)	62
4.4.1.1 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t).....	64
4.4.1.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)	65
4.4.1.3 Uji Koefisien Determinasi (Uji Statistik R ²)	65

4.4.2 Uji Residual (Hipotesis 6).....	66
4.4.2.1 Uji Residual Model II.....	66
4.4.2.2 Uji Residual Model III	67
4.4.2.3 Uji Residual Model IV	68
4.4.2.4 Uji Residual Model V.....	69
4.4.2.5 Uji Residual Model VI	70
4.5 Interpretasi Hasil.....	71
4.5.1 Interpretasi Hasil Hipotesis 1	71
4.5.2 Interpretasi Hasil Hipotesis 2	72
4.5.3 Interpretasi Hasil Hipotesis 3	74
4.5.4 Interpretasi Hasil Hipotesis 4	75
4.5.5 Interpretasi Hasil Hipotesis 5	75
4.5.6 Interpretasi Hasil Hipotesis 6	76
BAB V : PENUTUP	79
5.1 Kesimpulan	79
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	84
5.3 Agenda Penelitian Mendatang	85
DAFTAR PUSTAKA	86

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Ringkasan Penelitian Terdahulu.....	26
Tabel 3.1	Pengambilan Keputusan Autokorelasi dalam Pengujian Durbin - Watson.....	46
Tabel 4.1	Daftar Perusahaan Property and Real Estate yang Terdaftar di BEI	53
Tabel 4.2	Analisis Statistika Deskriptif	54
Tabel 4.3	Tabel Hasil Uji Normalitas	58
Tabel 4.4	Tabel Hasil Uji Multikolinieritas	59
Tabel 4.5	Kriteria Pengambilan Keputusan Uji Autokorelasi	60
Tabel 4.6	Hasil Uji Autokorelasi.....	60
Tabel 4.7	Hasil Analisis Regresi Model I	63
Tabel 4.8	Hasil Uji Residual Model II.....	67
Tabel 4.9	Hasil Uji Residual Model III	68
Tabel 4.10	Hasil Uji Residual Model IV.....	69
Tabel 4.11	Hasil Uji Residual Model V	70
Tabel 4.12	Hasil Uji Residual Model VI.....	71

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis	30
Gambar 4.1 Grafik Scatterplot Model I.....	61

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

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

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

profitabilitas perusahaan, yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan.

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

Brigham dan Houston (2011), mengungkapkan bahwa apabila manajer memilih untuk memenuhi modalnya dengan utang, maka biaya modal yang timbul adalah sebesar bunga yang dibebankan oleh kreditor. Hal ini akan menghambat perkembangan perusahaan yang pada gilirannya dapat membuat keengganan pemegang saham untuk tetap menanamkan modalnya. Sedangkan, apabila manajemen perusahaan menggunakan modal sendiri terlalu banyak maka akan timbul *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan.

Sedangkan menurut Brigham dan Gapensky (dalam Nugroho, 2011), penggunaan kewajiban mempunyai keunggulan berupa, bunga mengurangi pajak sehingga biaya kewajiban rendah, kreditor memperoleh return terbatas sehingga pemegang saham tidak perlu berbagi keuntungan ketika kondisi bisnis sedang maju, dan kreditor tidak memiliki hak suara sehingga pemegang saham dapat mengendalikan perusahaan dengan penyertaan modal yang kecil. Meskipun demikian, kewajiban juga mempunyai kelemahan, yaitu: kewajiban biasanya

berjangka waktu tertentu untuk dilunasi tepat waktu, rasio kewajiban yang tinggi akan meningkatkan risiko yang selanjutnya akan meningkatkan biaya modal, bila perusahaan dalam kondisi sulit dan labanya tidak dapat memenuhi beban bunga maka tidak tertutup kemungkinan dilakukan tindakan likuidasi.

Terdapat beberapa variabel yang menentukan keputusan manajer dalam memilih komposisi Struktur Modal yang optimal dalam perusahaan. Dalam penelitian ini, peneliti ingin menguji beberapa variabel independen yang dinilai dapat berpengaruh terhadap Struktur Modal. Variabel-variabel tersebut antara lain *Profitability*, Peluang pertumbuhan, *Tangibility*, *Cost of Financial Distress*, *Non Debt Tax Shield* dan, *Firm Size* yang menjadi variabel moderating.

Pengertian dari profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Profitabilitas dapat dijadikan gambaran dari kinerja manajemen dilihat dari keuntungan yang diperoleh perusahaan. Brigham dan Houston (2011) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi, cenderung menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan dana dengan dana yang dihasilkan secara internal. Dengan demikian, semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka akan semakin kecil kemungkinan perusahaan menggunakan utang. Penelitian yang dilakukan oleh Nurita (2012), dan Tarazi (2013) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Namun penelitian dari Nugroho (2006), Sanchez, *et al* (2012), dan Saeed, *et al* (2014), menunjukkan hasil yang berbeda, yaitu profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal.

Sementara penelitian dari Handayani (2011) menunjukkan bahwa variabel profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Struktur Modal.

Menurut Brigham dan Houston (2011), perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan tinggi lebih cenderung menggunakan sumber dana dari luar. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak pada modal eksternal daripada perusahaan yang lebih lambat pertumbuhannya. Penelitian dari Nugroho (2006), Sanchez, *et al* (2012), dan Tarazi (2013) menyebutkan bahwa tingkat Peluang Pertumbuhan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Hal tersebut bertentangan dengan penelitian dari Handayani (2011), dan Saeed, *et al* (2014), yang menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Penelitian dari Margaretha dan Ramadhan (2010) menunjukkan hasil yang berbeda, yaitu tingkat Peluang Pertumbuhan tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap Struktur Modal perusahaan.

Struktur aset menunjukkan aktiva yang digunakan oleh perusahaan untuk melakukan operasional. Semakin besar aset yang dimiliki oleh perusahaan, semakin besar harapan perusahaan untuk meningkatkan aktifitas operasional. Hasil peningkatan operasional yang dilakukan oleh perusahaan akan membuat para pihak luar semakin percaya untuk menanamkan modalnya terhadap perusahaan. Adanya kepercayaan dan ketertarikan pihak luar untuk menanamkan atau meminjamkan dananya, maka perusahaan akan lebih mudah untuk mencari dana eksternal seperti utang. Hal ini didasarkan atas dana yang dipinjamkan ke perusahaan dapat dijamin oleh aset yang dimiliki perusahaan khususnya aset

tetap. Selain itu, perusahaan yang memiliki aset yang besar cenderung memiliki risiko kebangkrutan yang relatif lebih rendah dibandingkan perusahaan yang memiliki aset yang lebih rendah. Penelitian dari Sanchez, *et al* (2012), dan Tarazi (2013) menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Hasil tersebut berbeda dengan Nugroho (2006), Handayani (2011), dan Saeed, *et al* (2014) yang menyatakan bahwa struktur aset tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Struktur Modal.

Cost of Financial Distress dapat dijadikan ukuran risiko bisnis suatu perusahaan. Risiko bisnis merupakan risiko yang muncul saat perusahaan tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya (Gitman, 2009). Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi lebih mungkin untuk menghadapi kesulitan keuangan dan cenderung mengalami kebangkrutan. Utang menimbulkan adanya komitmen pembayaran berkala atau rutin kepada pemberi pinjaman. Perusahaan yang memiliki jumlah utang dalam jumlah yang besar rentan terhadap biaya kesulitan keuangan (*Cost of Financial Distress*). Penelitian dari Saeed, *et al* (2014) menunjukkan bahwa *Cost of Financial Distress* berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Sedangkan penelitian dari Handayani (2011), dan Tarazi (2013), menunjukkan bahwa *Cost of Financial Distress* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Struktur Modal.

Non Debt Tax Shield merupakan manfaat pajak yang didapat perusahaan selain dari utang. Contoh dari *Non Debt Tax Shield* yaitu depresiasi. Menurut Teori Modigliani dan Miller, perusahaan akan mendapatkan keuntungan dalam bentuk pengurangan pajak yang berhubungan dengan pembayaran bunga atas

utang. Dengan demikian, suatu perusahaan yang memiliki *Non Debt Tax Shield* yang tinggi cenderung akan memiliki tingkat utang yang lebih rendah. Penelitian dari Nurita (2012), dan Saeed, *et al* (2014) menunjukkan bahwa *Non Debt Tax Shield* berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Hal tersebut berbeda dengan penelitian Tarazi (2013), yang menunjukkan bahwa variabel *Non Debt Tax Shield* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. Sementara hasil penelitian dari Margaretha dan Ramadhan (2010) menunjukkan hasil yang sebaliknya, yaitu variabel *Non Debt Tax Shield* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Struktur Modal.

Menurut Riyanto (2001) yang dimaksud dengan *firm size* adalah besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai ekuitas, nilai penjualan atau nilai total aset. Perusahaan besar relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil. Semakin besar ukuran perusahaan, perusahaan akan lebih mudah memasuki pasar modal dan memperoleh penilaian kredit yang tinggi dari kreditur yang mana semuanya itu akan sangat mempengaruhi tingkat keuntungan yang akan dihasilkan oleh perusahaan. Penelitian dari Handayani (2011), Sanchez, *et al* (2012), Nurita (2012), dan Tarazi (2013) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Sedangkan penelitian dari Margaretha dan Ramadhan (2010), dan penelitian dari Saeed, *et al* (2014) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap Struktur Modal.

Penelitian ini berfokus pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada sektor *Property and Real Estate* pada Bursa Efek Indonesia. Pemilihan perusahaan *Property and Real Estate* sebagai sampel dikarenakan dalam beberapa tahun terakhir, bisnis di sektor property sedang meningkat dengan pesat, bahkan mencapai puncaknya di tahun 2013 yang lalu, dengan kenaikan pertumbuhan ekuitas mencapai 20% per tahun. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya adalah ditambahkan variabel ukuran perusahaan (*Firm Size*) sebagai variabel moderating yang dapat menguatkan atau memperlemah hubungan variabel independen terhadap variabel dependen.

Berdasarkan uraian di atas, maka penelitian ini mengambil judul "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal, dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderating, Studi Empiris pada Perusahaan *Property and Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk Tahun 2010-2013".

1.2 Rumusan Masalah

Modal merupakan variabel yang penting dalam menjaga eksistensi dan keberlangsungan hidup suatu perusahaan. Modal sangat dibutuhkan dalam membangun dan menjamin kelangsungan perusahaan. Keputusan manajer dalam menentukan komposisi Struktur Modal yang efisien merupakan hal yang vital, dikarenakan tingkat profitabilitas suatu perusahaan dapat dipengaruhi oleh keputusan tersebut.

Struktur Modal dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, di antaranya Profitabilitas, Peluang Pertumbuhan, *Tangibility*, *Cost of Financial Distress*, dan

Non Debt Tax Shield. Dalam beberapa penelitian sebelumnya, dapat ditemukan ketidakkonsistenan hasil penelitian, seperti yang telah diuraikan. Ketidakkonsistenan hasil penelitian tersebut menunjukkan adanya *research gap* yang membuat perlunya penelitian untuk menguji kembali faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi Struktur Modal.

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah Profitabilitas perusahaan berpengaruh terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah Peluang Pertumbuhan (*Growth Opportunity*) berpengaruh terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
3. Apakah Struktur Aset (*Tangibility*) berpengaruh terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
4. Apakah *Cost of Financial Distress* berpengaruh terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
5. Apakah *Non Debt Tax Shield* berpengaruh terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

6. Apakah Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) sebagai variabel moderating dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel Profitabilitas, Peluang Pertumbuhan, Struktur Aset, *Cost of Financial Distress*, dan *Non Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Terdapat beberapa tujuan penelitian yang ingin dicapai dalam penelitian ini, antara lain:

1. Untuk menguji secara empiris pengaruh profitabilitas terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Untuk menguji secara empiris pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Untuk menguji secara empiris pengaruh Struktur Aset terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
4. Untuk menguji secara empiris pengaruh *Cost of Financial Distress* terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

5. Untuk menguji secara empiris pengaruh *Non Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
6. Untuk menguji secara empiris pengaruh ukuran perusahaan sebagai variabel moderating dalam memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel Profitabilitas, Peluang Pertumbuhan, Struktur Aset, *Cost of Financial Distress*, dan *Non Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.3.2 Manfaat Penelitian

Penelitian ini memberikan pandangan literatur terhadap:

1. Bagi akademisi penelitian ini dapat memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap Struktur Modal sehingga dapat memberikan wawasan dan pengetahuan yang lebih mendalam mengenai kebijakan Struktur Modal yang optimal.
2. Bagi manajemen perusahaan dapat dijadikan dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan dalam rangka pengembangan usahanya, khususnya bagi perusahaan *Property and Real Estate*.
3. Bagi investor sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi pada perusahaan yang akan ditanamkan dananya dengan melihat Struktur Modal perusahaan tersebut, khususnya pada perusahaan *Property and Real Estate*.

1.4 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan ini berisi penjelasan mengenai isi yang terkandung dari masing-masing bab secara singkat dari keseluruhan penelitian ini. Dalam penelitian ini, terdapat lima bab, yang masing-masing akan disajikan dengan sistematika sebagai berikut:

BAB I: PENDAHULUAN

Dalam bab ini akan diuraikan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian dan manfaat penelitian serta sistematika penelitian.

BAB II: TELAAH PUSTAKA

Dalam bab ini menguraikan landasan teori yang digunakan sebagai perbandingan untuk membahas masalah yang diangkat, hasil penelitian terdahulu, kerangka pemikiran dan hipotesis.

BAB III: METODE PENELITIAN

Dalam bab ini menguraikan tentang jenis penelitian, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, populasi dan sampel, variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian dan definisi operasional, serta metode analisis data.

BAB IV: ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bagian ini menjelaskan tentang deskripsi obyek penelitian yang berisi penjelasan singkat obyek yang digunakan dalam penelitian. Analisis data dan pembahasan hasil penelitian merupakan bentuk yang lebih sederhana yang mudah dibaca dan mudah diinterpretasikan meliputi dipenelitian objek penelitian, analisis penelitian, serta analisis data dan pembahasan.

BAB V: PENUTUP

Merupakan bab terakhir dari penelitian ini yang berisi kesimpulan, keterbatasan penelitian serta saran-saran bagi para peneliti selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

Landasan teori ini menjabarkan teori-teori yang mendukung perumusan hipotesis serta analisis hasil penelitian terdahulu. Landasan teori menjelaskan teori yang berhubungan dengan penelitian serta argumentasi yang disusun sebagai tuntunan dalam memecahkan masalah penelitian dan perumusan hipotesis.

2.1.1 Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2011), modal merupakan instrumen yang paling penting dalam menunjang pertumbuhan perusahaan. Modal diperlukan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan, dan mendanai investasi untuk memperluas usahanya. Dalam laporan posisi keuangan (*balance sheet*) perusahaan, modal dapat terlihat di seluruh sisi kanan *balance sheet*, yang merupakan kombinasi dari liabilitas dan ekuitas perusahaan. Sedangkan penggunaan modal dapat dilihat di sisi kiri *balance sheet*, yang merupakan aset perusahaan.

Modal perusahaan dapat berupa modal asing maupun modal sendiri. Modal asing merupakan modal yang didapat bukan dari pemilik perusahaan. Modal asing dapat dilihat pada bagian liabilitas, yaitu terdiri dari utang jangka pendek utang jangka menengah, dan utang jangka panjang. Modal sendiri merupakan modal yang berasal dari pemilik perusahaan. Modal sendiri dapat dilihat pada bagian ekuitas, yaitu terdiri dari modal saham, cadangan, dan laba

ditahan. Modal juga dapat dibedakan menjadi modal internal dan eksternal. Modal internal adalah modal yang bersumber dari dalam perusahaan. Laba ditahan merupakan contoh dari modal internal. Sedangkan modal eksternal adalah modal yang berasal dari luar perusahaan. Contoh dari modal eksternal adalah modal saham dan utang.

Struktur Modal (*capital structure*) merupakan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan (Brigham dan Houston, 2011). Sementara menurut Riyanto (2001) Struktur Modal adalah pembelanjaan permanen yang mencerminkan pertimbangan atau perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur Modal menunjukkan proporsi atas penggunaan utang untuk membiayai investasinya, sehingga dengan mengetahui Struktur Modal investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya. Margaretha dan Ramadhan (2010), juga mengemukakan bahwa Struktur Modal (*capital structure*) suatu perusahaan merupakan gabungan modal sendiri (*equity*) dan utang perusahaan (*debt*). Berdasarkan beberapa pendapat di atas, dapat disimpulkan bahwa Struktur Modal merupakan proporsi antara utang dan ekuitas yang digunakan sebagai sumber pendanaan perusahaan.

Salah satu komponen dari Struktur Modal adalah utang. Menurut Brigham dan Houston (2011) penggunaan utang memiliki beberapa keuntungan dan kerugian utama. Keuntungan pertama dari utang adalah beban bunga yang dibayar perusahaan atas utang dapat dikurangkan dari penghasilan bruto untuk menentukan besarnya Penghasilan Kena Pajak (*tax deductible*), sedangkan

dividen yang dibayar perusahaan tidak dapat dikurangkan. Keuntungan kedua adalah return yang dibayarkan kepada kreditur tetap, sehingga perusahaan tidak perlu membagikan labanya kepada kreditur melebihi nominal yang telah ditetapkan apabila perusahaan benar-benar sukses. Kerugian utama atas penggunaan utang adalah meningkatnya risiko perusahaan dan jika perusahaan jatuh pada masa sulit hingga arus kas dari aktivitas operasinya tidak mampu menutup beban bunga yang terjadi, perusahaan tersebut akan dinyatakan bangkrut.

Komponen yang lain dari Struktur Modal perusahaan adalah saham. Saham merupakan tanda penyertaan modal bagi suatu perusahaan. Dalam transaksi jual beli di Bursa Efek, jenis saham yang paling sering diperdagangkan diantaranya adalah saham biasa dan saham preferen. Pemegang saham biasa mempunyai hak untuk memperoleh dividen selama perusahaan tersebut memperoleh keuntungan. Pemilik saham memiliki hak suara pada RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) sesuai dengan jumlah saham yang dimilikinya. Sedangkan saham preferen merupakan saham dengan bagian hasil yang tetap dan apabila perusahaan mengalami kerugian maka pemegang saham preferen akan mendapat prioritas utama dalam pembagian hasil atas penjualan aset.

Setiap perusahaan harus mampu menentukan Struktur Modal yang optimal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Struktur Modal yang optimal dapat diukur dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio*. *Debt to Equity Ratio* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa besar total aset yang dimiliki perusahaan dibiayai dengan penggunaan utang, sehingga dengan rasio ini dapat mengetahui seberapa bagus kondisi suatu perusahaan. Apabila rasio utang

semakin rendah, maka semakin bagus kondisi perusahaan tersebut karena hanya sebagian kecil aset perusahaan yang dibiayai dengan utang.

2.1.2 *The Irrelevance of Capital Structure (The Modigliani-Miller Theory)*

Teori yang menjelaskan tentang Struktur Modal dimulai pada tahun 1958, pada saat Franco Modigliani dan Merton Miller mempublikasikan artikel keuangan yang paling berpengaruh yang berjudul “*The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment*”. MM membuktikan dengan beberapa asumsinya, bahwa nilai suatu perusahaan seharusnya tidak dipengaruhi oleh Struktur Modal. Cara perusahaan mendanai kegiatan usahanya tidak berpengaruh bagi nilai perusahaan, sehingga Struktur Modal adalah hal yang tidak relevan (Brigham dan Houston, 2011).

Hasil penelitian ini banyak dipertanyakan karena asumsi yang digunakan dinilai tidak realistis, antara lain (Brigham dan Houston, 2011):

1. Tidak ada biaya pialang.
2. Tidak ada pajak.
3. Tidak ada biaya kebangkrutan.
4. Investor dapat meminjam dengan tingkat bunga yang sama dengan suatu badan hukum.
5. Investor memiliki informasi yang sama dengan pihak manajemen perusahaan mengenai peluang investasi perusahaan di masa mendatang.
6. *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang.

Pada tahun 1963, MM menerbitkan tulisan lanjutan yang berjudul “*Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction*”. MM menyimpulkan bahwa penggunaan utang (leverage) akan meningkatkan nilai perusahaan karena penghematan pajak. Penghematan ini didapatkan karena penghasilan kena pajak akan berkurang akibat penggunaan utang (bersifat *tax deductible*), sehingga jumlah pajak yang dibayarkan lebih kecil dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki utang. Teori MM dengan pajak menyimpulkan bahwa perusahaan seharusnya menggunakan hampir 100% utang.

Akan tetapi, hasil studi MM tersebut juga mengasumsikan bahwa tidak ada biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*). Padahal pada kenyataannya, kebangkrutan sering terjadi dan biaya yang ditimbulkannya cukup besar. Perusahaan yang mengalami kebangkrutan harus menanggung biaya hukum dan akuntansi yang sangat tinggi dan cukup sulit untuk mempertahankan pelanggan, pemasok, dan karyawan. Lebih dari itu, kebangkrutan seringkali memaksa perusahaan untuk melikuidasi asetnya daripada membiarkan keadaan memburuk jika perusahaan tetap menjalankan operasi bisnisnya (Brigham dan Houston, 2011).

2.1.3 *The Static Trade-Off Theory*

Teori ini menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan utang yang disebabkan keputusan Struktur Modal yang diambil perusahaan. Teori ini merupakan pengembangan teori yang diungkapkan oleh MM. Menurut teori MM, dalam keadaan pasar sempurna maka nilai perusahaan dengan menggunakan utang sama dengan perusahaan yang tidak menggunakan

utang. Teori ini kemudian direvisi kembali dengan mengatakan bahwa adanya manfaat pajak, maka pemenuhan dana melalui utang akan menjadi relevan. Hal ini disebabkan bunga utang yang dibayarkan akan mengurangi tingkat penghasilan yang terkena pajak, sehingga perusahaan akan mampu meningkatkan nilainya dengan menggunakan utang.

Namun, dalam kenyataannya tidak ada satu perusahaan pun yang menggunakan dana yang seluruhnya berasal dari utang. Perusahaan lebih memilih untuk mendanai aktivitas perusahaannya lewat kombinasi antara ekuitas dan utang. Hal tersebut dikarenakan teori MM mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang timbul, seiring dengan penerbitan utang. Padahal, suatu Struktur Modal yang optimal akan dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan dari penggunaan utang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan.

Dalam *Static Trade-Off Theory*, nilai suatu perusahaan akan meningkat seiring dengan peningkatan penggunaan leverage akibat *interest tax shields*. Sampai pada suatu titik ketika ekspektasi biaya keagenan (*agency cost*), biaya tekanan finansial (*cost of financial distress*) atau biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) lebih besar daripada *interest tax shields* sehingga mengurangi nilai perusahaan (Hartono, 1998). Esensi teori ini dalam Struktur Modal adalah bagaimana mencapai titik optimal dengan memperhatikan *trade-off* antara manfaat dan kerugian yang ditimbulkan oleh penggunaan utang.

Secara umum, *Static Trade-Off Theory* memiliki empat prediksi utama, yaitu (Hartono, 1998):

1. Perusahaan memiliki target rasio utang dan rasio tersebut berbeda antara perusahaan satu dengan perusahaan yang lainnya.
2. Perusahaan yang memiliki lebih banyak *tangible assets* dan *marketable assets* seperti real estate relatif lebih aman dan berisiko kecil dibanding perusahaan yang memiliki lebih banyak *intangible assets*, sehingga perusahaan dengan aset berwujud yang relatif aman tersebut menanggung biaya kebangkrutan yang lebih kecil dan diharapkan untuk meminjam lebih banyak.
3. Tarif pajak yang lebih tinggi berhubungan positif dengan tingkat utang yang lebih tinggi pula.
4. Perusahaan dengan *taxable income* yang lebih tinggi dan *non-debt tax shields* yang lebih rendah akan memiliki insentif untuk meminjam yang lebih tinggi.

2.1.4 *Pecking Order Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Myers dan Majuf (1984) yang menjelaskan bahwa keputusan pendanaan perusahaan memiliki suatu hierarki. Perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal yaitu dari laba ditahan dan depresiasi, dibandingkan penggunaan dana eksternal. Namun apabila perusahaan tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal merupakan alternatif yang dipilih. Jika dana eksternal dibutuhkan, maka perusahaan akan cenderung menggunakan utang daripada ekuitas (Tarazi, 2013).

Menurut Myers dan Maljuf (1984), ada dua alasan mengapa pendanaan eksternal dalam bentuk utang lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan (eksternal). Yang pertama adalah pertimbangan *cost of capital*. Perusahaan lebih memilih pendanaan dalam bentuk utang karena *cost of debt* dianggap lebih murah dibandingkan *cost of equity* yang muncul ketika menerbitkan saham baru. Yang kedua, manajer khawatir jika penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para investor dan membuat harga saham akan turun. Penerbitan saham baru oleh suatu perusahaan umumnya dipandang negatif oleh investor karena manajer cenderung menerbitkan saham baru ketika harga saham tersebut *overpriced*. Hal ini disebabkan antara lain karena kemungkinan adanya informasi asimetrik (*asymmetric information*) antara pihak manajer dengan pihak modal.

Menurut Bringham dan Houston (2006) *asymmetric information* adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda mengenai prospek perusahaan daripada yang dimiliki investor. Kondisi ini dapat dilihat dari reaksi harga saham ketika manajemen mengumumkan sesuatu (seperti peningkatan pembayaran dividen). Dengan demikian, pihak manajemen berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal). Apabila hal tersebut yang dipikirkan terjadi, maka manajemen tentu akan berpikir lebih baik menawarkan saham baru, sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya. Di sisi lain, apabila perusahaan menawarkan saham baru, investor akan menafsirkan bahwa salah satu kemungkinannya adalah harga saham saat ini sedang terlalu mahal (sesuai dengan persepsi pihak manajemen). Sebagai

akibatnya para investor akan menawar harga saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Hal tersebut akan menimbulkan *cost of equity*, dan akan menurunkan harga saham.

Secara ringkas *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa (Brealy dan Myers, dalam Husnan, 2006):

1. Dalam *Pecking Order Theory*, tidak ada satu target *debt to equity ratio* karena ada dua jenis modal sendiri yang preferensinya berbeda, yaitu internal (laba ditahan) dan eksternal (penerbitan saham).
2. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan (laba ditahan, depresiasi) lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan (utang, penerbitan saham).
3. Apabila pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dengan menerbitkan obligasi terlebih dahulu, kemudian diikuti dengan sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru kemudian bila masih belum mencukupi saham baru diterbitkan.
4. Kebijakan dividen yang ketat dimana pihak manajemen akan menetapkan jumlah pembayaran dividen dan target *divident payout ratio* yang konstan dan dalam periode tertentu jumlah tersebut tidak akan berubah, baik perusahaan dalam keadaan rugi maupun untung.
5. Dalam mengantisipasi kekurangan atau kelebihan dari persediaan arus kas dengan adanya kebijakan dividen dan fluktuasi dari tingkat keuntungan

maka jika kurang, pertama kali perusahaan akan mengambil dari portofolio investasi lancar yang tersedia.

2.2 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian yang membahas mengenai masalah faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal telah banyak dilakukan, baik di luar negeri maupun di Indonesia, sehingga hasil penelitian tersebut dapat dijadikan sebagai acuan untuk penelitian ini. Beberapa penelitian terdahulu dapat dijelaskan sebagai berikut.

Penelitian yang dilakukan oleh Tarazi (2013), dengan judul “*Determinants of Capital Structure: Evidence from Thailand Panel Data*”. Penelitian ini menguji pengaruh enam variabel independen, yaitu: Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Peluang Pertumbuhan, Struktur Aset, *Cost of Financial Distress*, dan *Non Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar dalam bursa efek di Thailand. Hasil dari penelitian ini adalah variabel Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Peluang Pertumbuhan, Struktur Aset menunjukkan pengaruh positif terhadap Struktur Modal. Variabel *Non Debt Tax Shield* menunjukkan pengaruh negatif terhadap Struktur Modal, dan variabel *Cost of Financial Distress* tidak menunjukkan hubungan dengan Struktur Modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Saeed, *et al* (2014), dengan judul “*Capital Structure and Its Determinants: Empirical Evidence from Pakistan’s Pharmaceutical Firms*”. Penelitian ini menguji pengaruh antara variabel *Firm Size*, *Profitability*, *Growth Opportunity*, *Tangibility*, *Liquidity*, *Tax Shield*,

Earning Volatility, *CEO Tenure*, *CEO Duality*, dan *Board Size* terhadap Struktur Modal. Sampel dari penelitian ini adalah perusahaan farmasi di Pakistan. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *Firm Size*, *Non Debt Tax Shields*, *Earnings Volatility* dan *CEO Duality*, menunjukkan pengaruh yang positif terhadap Struktur Modal. Sedangkan variabel *Growth Opportunity*, *Liquidity*, *Profitability*, *Board Size*, *CEO Tenure* menunjukkan pengaruh negatif terhadap Struktur Modal. Sementara variabel *Tangibility*, tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Struktur Modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Sanchez, *et al* (2012), dengan judul “*Capital Structure of SMEs to Spanish Region*”. Penelitian ini menguji pengaruh antara variabel Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Struktur Aset, *Growth Opportunity*, dan Umur Perusahaan terhadap Struktur Modal. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, dan *Growth Opportunity* menunjukkan pengaruh positif terhadap Struktur Modal, sementara Profitabilitas, dan Umur Perusahaan menunjukkan pengaruh negatif terhadap Struktur Modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Handayani (2011), dengan judul “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur”. Penelitian tersebut menguji pengaruh antara variabel Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Tingkat Likuiditas, Risiko Bisnis, Struktur Aset, Kepemilikan Manajerial, Dan *Growth Opportunity Opportunities* terhadap Struktur Modal. Sampel penelitian ini diambil dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa

variabel Profitabilitas, Risiko Bisnis, Likuiditas, Struktur Aset, Kepemilikan Manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Struktur Modal. Sementara variabel Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap Struktur Modal, dan variabel *Growth Opportunity Opportunities* menunjukkan pengaruh negatif terhadap Struktur Modal.

Penelitian dari Margaretha dan Ramadhan (2010), dengan judul “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia” Penelitian ini menguji mengenai pengaruh antara variabel *Size*, *Tangibility*, *Profitability*, *Liquidity*, *Growth Opportunity*, *Non Debt Tax Shield*, *Age*, dan *Investment* terhadap Struktur Modal, yang diproksikan dengan variabel *Total Leverage*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *Size*, *Tangibility*, *Non Debt Tax Shield*, *Age*, dan *Investment* tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap *Total Leverage*. Sementara variabel *Profitabilitas* memiliki pengaruh negatif terhadap *Total Leverage*. Variabel *Liquidity*, dan *Growth Opportunity*, menunjukkan pengaruh positif terhadap *Total Leverage*.

Penelitian dari Nurita (2012) dengan judul “Analisis Pengaruh Profitabilitas, *Firm Size*, *Non Debt Tax Shield*, *Dividen Payout Ratio*, dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2010)”. Penelitian tersebut menguji pengaruh antara variabel Profitabilitas, *Firm Size*, *Non Debt Tax Shield*, *Dividen Payout Ratio*, dan Likuiditas terhadap Struktur Modal. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel Profitabilitas, *Firm Size*, *Non Debt Tax Shield*, dan

Dividen Pay Out Ratio berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. Hanya Likuiditas yang berpengaruh positif terhadap Struktur Modal.

Penelitian dari Mas'ud (2009) yang berjudul "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya terhadap Nilai Perusahaan". Penelitian ini menguji dua variabel dependen, yaitu struktur modal dan nilai perusahaan terhadap variabel Profitabilitas, Struktur Aset, *Size*, *Growth Opportunity*, *Tax Shield Effect*, dan *Cost Of Financial Distress*. Hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa variabel Profitabilitas, dan Struktur Aset, *Size*, *Growth Opportunity*, dan *Cost of Financial Distress* berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Sedangkan variabel *Tax Shield Effect* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Struktur Modal.

Seperti telah diuraikan sebelumnya, beberapa penelitian mengenai Struktur Modal telah dilakukan, baik di dalam, maupun di luar negeri. Akan tetapi, penelitian-penelitian tersebut belum ada yang menggunakan variabel moderating untuk memperkuat pengaruh hubungan variabel independen terhadap variabel dependen. Untuk itu, peneliti mencoba menambahkan variabel *Firm Size* sebagai variabel moderating, untuk memperkuat atau memperlemah pengaruh hubungan variabel independen terhadap variabel dependen. Penelitian-penelitian di atas dapat diringkas dalam Tabel 2.1 berikut:

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel	Kesimpulan
1.	Mas'ud (2009) Judul: “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya terhadap Nilai Perusahaan”	Variabel Independen Profitabilitas, Struktur Aset, <i>Size</i> , <i>Growth Opportunity</i> , <i>Tax Shield Effect</i> , dan <i>Cost Of Financial Distress</i> Variabel Dependen Struktur Modal dan Nilai Perusahaan	Variabel Profitabilitas, Struktur Aset, <i>Size</i> , <i>Growth Opportunity</i> , dan <i>Cost of Financial Distress</i> berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Variabel <i>Tax Shield Effect</i> tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Struktur Modal.
2.	Margaretha dan Ramadhan (2010) Judul: “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”	Variabel Independen <i>Size</i> , <i>Tangibility</i> , <i>Profitability</i> , <i>Liquidity</i> , <i>Growth Opportunity</i> , <i>Non Debt Tax Shield</i> , <i>Age</i> , dan <i>Investment</i> Variabel Dependen <i>Total Leverage</i>	Variabel <i>Size</i> , <i>Tangibility</i> , <i>Non Debt Tax Shield</i> , <i>Age</i> , dan <i>Investment</i> tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap <i>Total Leverage</i> . Variabel <i>Profitabilitas</i> menunjukkan pengaruh negatif terhadap <i>Total Leverage</i> . Variabel <i>Liquidity</i> , dan <i>Growth Opportunity</i> , menunjukkan pengaruh positif terhadap <i>Total Leverage</i> .
3.	Handayani (2011) Judul: “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi	Variabel Independen Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Tingkat Likuiditas, Risiko Bisnis,	Variabel Profitabilitas, Risiko Bisnis, Likuiditas, Struktur Aset, dan Kepemilikan Manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan

	Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur”	Struktur Aset, Kepemilikan Manajerial, Dan <i>Growth Opportunity Opportunities</i> Variabel Dependen Struktur Modal	terhadap Struktur Modal. Variabel Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap Struktur Modal Variabel <i>Growth Opportunity Opportunities</i> menunjukkan pengaruh negatif terhadap Struktur Modal
4.	Nurita (2012) Judul: “Analisis Pengaruh Profitabilitas, <i>Firm Size</i> , <i>Non Debt Tax Shield</i> , <i>Dividen Payout Ratio</i> , dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal	Variabel Independen Profitabilitas, <i>Firm Size</i> , <i>Non Debt Tax Shield</i> , <i>Dividen Payout Ratio</i> , dan Likuiditas Variabel Dependen Struktur Modal	Variabel Profitabilitas, <i>Firm Size</i> , <i>Non Debt Tax Shield</i> , dan <i>Dividen Pay Out Ratio</i> berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. Variabel Likuiditas berpengaruh positif terhadap Struktur Modal.
5.	Sanchez, <i>et al</i> (2012) Judul: “ <i>Capital Structure of SMEs to Spanish Region</i> ”	Variabel Independen Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Struktur Aset, <i>Growth Opportunity</i> , dan Umur Perusahaan Variabel Dependen Struktur Modal	Variabel Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, dan <i>Growth Opportunity</i> mempunyai hubungan yang positif terhadap Struktur Modal. Variabel Profitabilitas, dan Umur Perusahaan mempunyai hubungan yang negatif terhadap Struktur Modal.
6.	Tarazi (2013) Judul: “ <i>Determinants of</i>	Variabel Independen Profitabilitas, Ukuran Perusahaan,	Variabel Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aset

	<i>Capital Structure: Evidence from Thailand Panel Data</i>	<p>Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aset, <i>Cost of Financial Distress</i>, dan <i>Non Debt Tax Shield</i></p> <p>Variabel Dependen Struktur Modal</p>	<p>menunjukkan pengaruh positif terhadap Struktur Modal.</p> <p>Variabel <i>Non Debt Tax Shield</i> menunjukkan pengaruh negatif terhadap Struktur Modal</p> <p>Variabel <i>Cost of Financial Distress</i> tidak menunjukkan hubungan dengan Struktur Modal</p>
7.	<p>Saeed, <i>et al</i> (2014)</p> <p>Judul: “<i>Capital Structure and Its Determinants: Empirical Evidence from Pakistan’s Pharmaceutical Firms</i>”</p>	<p>Variabel Independen <i>Firm Size, Profitability, Growth Opportunity, Tangibility, Liquidity, Tax Shield, Earning Volatility, CEO Tenure, CEO Duality, dan Board Size</i></p> <p>Variabel Dependen Struktur Modal</p>	<p>Variabel <i>Firm Size, Non Debt Tax Shields, Earnings Volatility</i> dan <i>CEO Duality</i>, menunjukkan pengaruh yang positif terhadap Struktur Modal.</p> <p>Variabel <i>Growth Opportunity, Liquidity, Profitability, Board Size, CEO Tenure</i> menunjukkan pengaruh negatif terhadap Struktur Modal.</p> <p>Variabel <i>Tangibility</i>, tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Struktur Modal.</p>

Sumber: Berbagai jurnal yang dipublikasikan

2.3 Kerangka Pemikiran

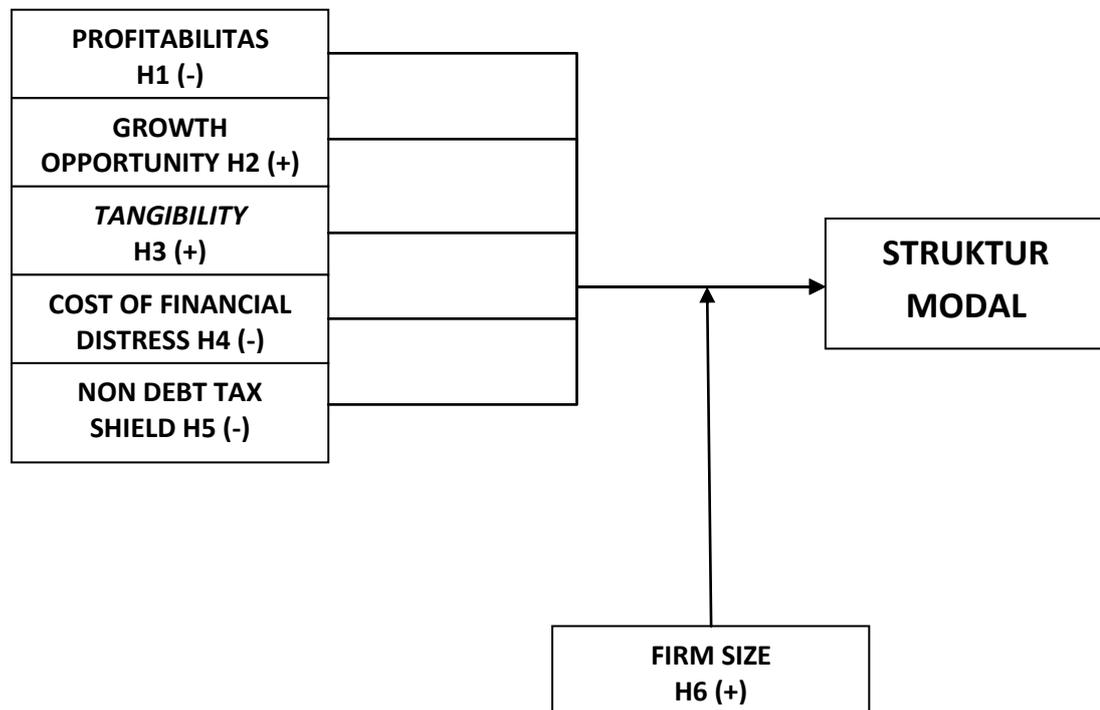
Struktur Modal (*capital structure*) merupakan indikator penting bagi perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan yang digunakan untuk membiayai aktivitas operasionalnya. Pendanaan perusahaan dapat menggunakan modal sendiri (*equity*), utang (*debt*), maupun gabungan dari keduanya sesuai kebutuhan. Masing-masing keputusan sumber pendanaan tersebut mempunyai konsekuensi dan karakteristik keuangan yang berbeda terhadap perusahaan.

Struktur Modal yang optimal juga dapat menentukan keberhasilan perusahaan dalam jangka panjang. Sehingga untuk memenuhi komposisi Struktur Modal yang optimal, perusahaan perlu mempertimbangkan beberapa faktor yang dapat mempengaruhi Struktur Modal tersebut.

Penelitian ini menggunakan tiga jenis variabel, yaitu variabel dependen, variabel independen dan variabel moderating. Variabel dependen berupa Struktur Modal yang diproksikan sebagai *Debt to Equity Ratio*. Variabel independen yang digunakan berupa Profitabilitas, Peluang Pertumbuhan, *Tangibility*, *Cost of Financial Distress*, dan *Non Debt Tax Shield*, sebagai faktor yang mempengaruhi Struktur Modal. Sementara variabel moderating yang digunakan adalah *Firm Size*.

Berdasarkan landasan teori, tujuan penelitian, dan hasil penelitian sebelumnya serta permasalahan yang telah dikemukakan maka dalam merumuskan hipotesis berikut disajikan kerangka pemikiran yang dituangkan dalam model penelitian pada Gambar 2.1.

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



2.4 Perumusan Hipotesis

2.4.1 Hubungan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

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

internal dianggap lebih murah dan memiliki tingkat risiko yang rendah dibandingkan dengan menggunakan modal eksternal.

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

H1: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

2.4.2 Hubungan *Growth Opportunity* Terhadap Struktur Modal

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

Hal tersebut sesuai dengan *Pecking Order Theory*, yang menyatakan bahwa apabila penggunaan dana internal dirasa masih kurang mencukupi

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

H2: *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

2.4.3 Hubungan *Tangibility* Terhadap Struktur Modal

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

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

H3: *Tangibility* berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

2.4.4 Hubungan *Cost of Financial Distress* terhadap Struktur Modal

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

Menurut Husnan (2006), setiap perusahaan akan menghadapi risiko sebagai akibat dari dilakukannya kegiatan operasi perusahaan. Makin besar risiko yang dihadapi perusahaan maka makin rendah rasio utang yang digunakan perusahaan, karena semakin besar risiko bisnis, maka penggunaan utang besar

akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan utang mereka. Selain itu, perusahaan yang memiliki *Cost Of Financial Distress* tinggi, akan kesulitan mendapatkan kepercayaan dari investor yang akan memberi pinjaman. Dari pernyataan hubungan antara *Cost of Financial Distress* dan Struktur Modal, maka dapat dibuat hipotesis:

H4: *Cost of Financial Distress* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

2.4.5 Hubungan *Non Debt Tax Shield* Terhadap Struktur Modal

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

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

H5: *Non Debt Tax Shield* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

2.4.6 Hubungan *Firm Size* Terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan (*Firm Size*) menjelaskan tentang besar kecilnya suatu perusahaan, berdasarkan dari ukurannya tersebut dapat dilihat dari jenis-jenis usaha atau aktivitas usaha yang dilakukan oleh perusahaan. Penentuan besar kecilnya ukuran suatu perusahaan dapat dilihat berdasarkan total aset dan rata-rata total aset perusahaan (Tarazi, 2013).

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

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

Berdasarkan penjelasan tersebut maka dapat disimpulkan bahwa besarnya ukuran perusahaan dapat memperkuat hubungan antara Profitabilitas, *Growth Opportunity*, Struktur Aset, *Cost of Financial Distress*, dan *Non Debt Tax Shield*

terhadap Struktur Modal. Dari pernyataan hubungan antara ukuran perusahaan dan Struktur Modal, maka dapat dibuat hipotesis:

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

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

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

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

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

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui faktor-faktor yang dapat mempengaruhi Struktur Modal pada perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013. Untuk memperoleh hasil yang valid maka perlu dilakukan pengujian pada masing-masing variabel dalam hipotesis yang telah ditentukan. Penelitian ini melibatkan tujuh variabel, yang terdiri dari lima variabel independen, satu variabel dependen, dan satu variabel moderating. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari Profitabilitas, *Growth Opportunity*, *Tangibility*, *Cost of Financial Distress*, dan *Non Debt Tax Shield*. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah Struktur Modal. Sedangkan variabel moderating yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Firm Size*.

Lingkup penelitian hanya dibatasi oleh pendefinisian atas variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Pembatasan ini bertujuan untuk memfokuskan pemahaman hanya pada variabel yang digunakan dan tidak meluas ke luar definisi yang diuraikan. Berikut adalah pembahasan definisi operasional yang menjelaskan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.1.1 Variabel Dependen

Menurut Sekaran (2011), variabel dependen atau variabel terikat adalah variabel yang menjadi perhatian utama peneliti. Dalam penelitian ini, Struktur Modal merupakan variabel dependen. Struktur Modal dalam hubungannya dengan nilai perusahaan adalah perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Struktur Modal dalam penelitian ini diproksikan dengan rasio leverage. Rasio leverage digunakan untuk menganalisis tingkat penggunaan hutang perusahaan yang digunakan untuk memperoleh keuntungan. Salah satu rasio leverage yang dapat digunakan untuk menganalisis tingkat penggunaan hutang dibandingkan dengan ekuitas yang dimiliki adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). *Debt to Equity Ratio* merupakan kemampuan modal sendiri perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Nilai DER yang makin kecil menandakan bahwa perusahaan memiliki jaminan terhadap penggunaan utang yang lebih besar dan sebaliknya.

Nilai DER dapat dihitung dengan formulasi sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \quad (3.1)$$

3.1.2 Variabel Independen

Variabel independen atau variabel bebas adalah variabel yang dapat mempengaruhi variabel dependen, baik secara positif maupun negatif (Sekaran, 2011). Definisi operasional dari masing-masing variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini diuraikan sebagai berikut:

1. Profitabilitas (*Profitability*), adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aset maupun modal sendiri. Mengacu pada penelitian Tarazi (2013), dalam penelitian ini, profitabilitas diukur dengan menggunakan rasio *Return on Assets* (ROA). ROA merupakan perbandingan laba bersih sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan total aset. Penggunaan laba bersih sebelum pajak dan bunga dikarenakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan total aset untuk memperoleh laba sebelum dikurangi pajak dan bunga. Secara sistematis, profitabilitas dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{EBIT}{Total\ Assets} \quad (3.2)$$

2. Peluang Pertumbuhan (*Growth Opportunity*), merupakan variabel untuk mengukur pertumbuhan perusahaan yang akan terjadi dengan melihat keadaan pasar saat ini. Mengacu kepada penelitian dari Handayani (2011), dan Tarazi (2013), variabel peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) diukur dengan menggunakan Perbandingan antara selisih Total Aset tahun tersebut, dengan Total Aset tahun sebelumnya, yang dibagi dengan Total Aset tahun sebelumnya. Secara sistematis, variabel peluang pertumbuhan dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$Growth = \frac{Total\ Aset\ t - Total\ Aset\ t - 1}{Total\ Aset\ t - 1} \quad (3.3)$$

3. Struktur Aset (*Tangibility*), menggambarkan seberapa besar jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan. Struktur aset yaitu

penentuan seberapa besar jumlah alokasi untuk masing-masing komponen aset, baik aset lancar maupun aset tetap. Struktur aset dapat dipandang dari objek operasional yang pada dasarnya menggolongkan aset dalam perbandingan tertentu untuk keperluan operasi utama perusahaan. Mengacu kepada penelitian Tarazi (2013), variabel *Tangibility* diproksikan dengan *Fixed Assets Ratio* (FAR). *Fixed Asset Ratio* merupakan perbandingan antara aset tetap perusahaan dengan total aset. Secara sistematis, variabel struktur aset dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\mathbf{Tangibility} = \frac{\mathbf{Fixed\ Assets}}{\mathbf{Total\ Assets}} \quad (3.4)$$

4. *Cost of Financial Distress*, menggambarkan risiko bisnis (*business risk*), yang merupakan indikator ketidakstabilan harga saham dan return yang diterima oleh pemegang saham. Mengacu pada penelitian dari Handayani (2011), variabel *Cost of Financial Distress* diukur dengan menggunakan standar deviasi dari return saham secara bulanan selama setahun. Secara sistematis, variabel *Cost of Financial Distress* dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\mathbf{RISK} = \mathbf{STD\ Return\ Saham} \quad (3.5)$$

Sedangkan untuk menghitung Return Saham, dapat dilakukan dengan rumus berikut:

$$\mathbf{Return\ Saham} = \frac{\mathbf{Harga\ Saham}_t - \mathbf{Harga\ Saham}_{t-1}}{\mathbf{Harga\ Saham}_{t-1}} \quad (3.6)$$

5. *Non Debt Tax Shield*, adalah besarnya biaya non kas yang menyebabkan penghematan pajak dan digunakan sebagai modal untuk mengurangi utang. *Non Debt Tax Shield* merupakan instrumen pengganti biaya bunga (*interest expense*) yang akan berkurang saat memperhitungkan pajak atas laba yang diperoleh perusahaan (Mas'ud, 2009). Perusahaan dengan *Non Debt Tax Shield* yang lebih tinggi akan memiliki tingkat utang yang lebih rendah.

Salah satu biaya non kas yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak adalah depresiasi. Oleh karena itu, mengacu pada penelitian Tarazi (2013), variabel *Non Debt Tax Shield* diukur dengan menggunakan rasio dari jumlah depresiasi terhadap total aset. Secara sistematis, variabel *Non Debt Tax Shield* dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$NDTS = \frac{\text{Depreciation}}{\text{Total Asset}} \quad (3.7)$$

3.1.3 Variabel Moderating

Variabel Moderating adalah variabel yang memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen (Sekaran, 2011). Dalam penelitian ini, variabel moderating yang digunakan adalah variabel Ukuran Perusahaan (*Firm Size*). Ukuran Perusahaan (*Firm Size*), adalah ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Mas'ud, 2009). Semakin besar total aset perusahaan, maka semakin besar pula ukuran perusahaan tersebut. Mengacu kepada penelitian Tarazi (2013), ukuran perusahaan diproksi dengan nilai

logaritma natural dari total aset. Secara sistematis ukuran perusahaan dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\textit{Size} = \textit{LN Total Assets} \quad (3.8)$$

3.2 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder (*secondary sources*), yaitu data yang diperoleh melalui sumber yang telah ada melalui publikasi umum (Sekaran, 2011). Data sekunder yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013 yang diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), Pojok BEI Universitas Diponegoro serta data mengenai harga saham yang diperoleh melalui situs www.idx.co.id.

3.3 Populasi dan Sampel

Populasi adalah sekumpulan seluruh anggota dari objek yang akan diteliti. Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010-2013. Sedangkan sampel adalah sebagian dari objek yang akan diteliti. Sampel yang di ambil pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan yang berdasarkan pertimbangan tertentu dimana syarat yang dibuat sebagai kriteria harus dipenuhi oleh sampel dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang relevan. Adapun dengan kriteria sebagai berikut dalam melakukan *purposive sampling* :

1. Perusahaan *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian yaitu pada tahun 2010 sampai dengan 2013.
2. Perusahaan *Property and Real Estate* yang mempublikasikan laporan keuangan dalam IDX pada periode 2010-2013 secara berturut-turut.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode studi pustaka dan dokumentasi. Metode studi pustaka merupakan pengumpulan data tambahan untuk mendukung penelitian yang berasal dari literatur-literatur lain seperti jurnal riset dan buku literatur. Sedangkan metode dokumentasi merupakan pengumpulan, pencatatan dan pengkajian terhadap data mengenai laporan keuangan perusahaan *Property and Real Estate* periode 2010-2013 yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Dictionary* dan IDX. Data mengenai harga saham perusahaan *Property and Real Estate* periode 2010-2013 diperoleh dari IDX.

3.5 Metode Analisis Data

Metode analisis data merupakan metode yang akan digunakan untuk mengetahui kesimpulan yang akan diperoleh dari hasil penelitian. Untuk memberikan gambaran mengenai variabel-variabel yang ada dalam penelitian, dilakukan Analisis Statistik Deskriptif. Setelah itu dilakukan Uji Asumsi Klasik untuk menganalisis apakah model penelitian sudah memenuhi asumsi klasik yang

harus dipenuhi sebelum melakukan analisis regresi. Setelah asumsi klasik terpenuhi, langkah selanjutnya adalah melakukan uji *Moderated Regression Analysis* (MRA) untuk menguji apakah variabel moderating dapat memperkuat antara variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Langkah selanjutnya adalah melakukan Uji *Goodness of Fit* dari model dalam penelitian untuk menilai ketepatan fungsi regresi sampel dalam menilai nilai aktual. Uji ini meliputi Uji Koefisien Determinasi (R^2) dan uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F). Setelah model dinyatakan fit, barulah dilakukan Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik-t) untuk menguji hipotesis penelitian.

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif akan menjelaskan mengenai data-data statistik yang berkaitan dengan mean, standar deviasi, nilai maksimum dan nilai minimum dari masing-masing variabel, yaitu Struktur Modal, Profitabilitas, *Growth Opportunity*, *Tangibility*, *Cost of Financial Distress*, *Non Debt Tax Shield*, dan *Firm Size*. Pengujian statistik deskriptif ini menggunakan software *Statistical Package for Social Science* (SPSS) versi 20.0.

3.5.2 Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian menggunakan regresi, sebuah model regresi harus memenuhi serangkaian uji asumsi klasik agar dapat dikatakan sebagai model empirik. Uji asumsi klasik bertujuan untuk menganalisa apakah model regresi yang ditentukan layak digunakan dan tidak menimbulkan pengaruh

bias. Pengujian ini antara lain meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas.

3.5.2.1 Uji Normalitas

Menurut Ghozali (2011), Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Uji normalitas dapat dilakukan dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* untuk mengetahui signifikansi data yang terdistribusi normal secara statistik. Pengujian ini didasari pedoman sebagai berikut:

1. Jika nilai signifikansi atau nilai probabilitas $>0,05$; maka data berdistribusi normal.
2. Jika nilai signifikansi atau nilai probabilitas $<0,05$; maka data tidak berdistribusi normal

3.5.2.2 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas menunjukkan adanya hubungan linier yang sempurna atau pasti diantara beberapa atau semua variabel independen. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka berarti variabel-variabel ini tidak *orthogonal* (nilai korelasi tidak sama dengan nol). Oleh karena itu, perlu dilakukan uji multikolonieritas yang bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2011).

Uji multikolonieritas dapat dilihat dari nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Kedua 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. Nilai tolerance yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF = 1/ \text{Tolerance}$). Nilai *cut-off* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolonieritas adalah nilai tolerance $< 0,10$ atau sama dengan nilai VIF > 10 .

3.5.2.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (Ghozali, 2011). Dengan kata lain, autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Sehingga model regresi yang baik adalah model yang menghindari adanya autokorelasi. Pengujian ini dapat menggunakan uji Durbin-Watson untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi. Dalam pengujian Durbin-Watson untuk memberikan keputusan ada atau tidaknya autokorelasi peneliti harus memperhatikan sebagai berikut:

Tabel 3.1
Pengambilan Keputusan Autokorelasi dalam Pengujian Durbin-Watson

Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
Tidak ada autokorelasi positif	No decision	$dl \leq d \leq du$
Tidak ada autokorelasi negative	Tolak	$4 - dl < d < 4$
Tidak ada autokorelasi negative	No decision	$4 - du \leq d \leq 4 - dl$
Tidak ada autokorelasi positif ataupun negatif	Tidak ditolak	$du < d < 4 - du$

Sumber: Ghozali (2011) dalam buku “*Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*”.

3.5.2.4 Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Varians residual disebut heteroskedastisitas jika satu pengamatan ke pengamatan lain memiliki perbedaan atau tidak sama. Sedangkan varians residual disebut homoskedastisitas jika satu pengamatan ke pengamatan lain memiliki kesamaan atau tetap. Model regresi yang baik adalah model yang Homoskedastisitas atau model yang tidak terjadi Heteroskedastisitas (Ghozali, 2011).

Salah satu cara untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas, yaitu dengan menggunakan analisis grafik *scatterplot*. Pada pengujian *scatterplot*, pedoman yang digunakan untuk pengambilan keputusan ada tidaknya heteroskedastisitas adalah sebagai berikut:

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

3.5.3 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dengan regresi berganda yang melibatkan variabel moderating dapat dilakukan dengan tiga cara yaitu uji interaksi, uji selisih mutlak, dan uji residual. Uji residual dipilih apabila data yang akan diuji mengalami

masalah multikolinearitas, sehingga tidak dapat dilakukan analisis regresi. Sedangkan untuk pengujian pada hubungan langsung menggunakan analisis regresi linier berganda.

3.5.3.1 Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi bertujuan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih. Hubungan yang dimaksud adalah ketergantungan variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen. Selain untuk mengetahui hubungan antar variabel, analisis regresi juga menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen. Model regresi yang digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dalam penelitian ini (hipotesis 1-5), adalah:

Persamaan Regresi Model I:

$$DER = \alpha + \beta_1(ROA) + \beta_2(Growth) + \beta_3(Tang) + \beta_4(RISK) + \beta_5(NDTS) + \varepsilon \quad (3.9)$$

Keterangan:

DER	= <i>Debt to Equity Ratio</i> , Proksi untuk Struktur Modal
ROA	= <i>Return on Assets</i> , Proksi untuk Profitabilitas
Growth	= Peluang Pertumbuhan
Tang	= <i>Tangibility</i> , Proksi untuk Struktur Aset
RISK	= <i>Resiko Bisnis</i> , Proksi untuk <i>Cost of Financial Distress</i>
NDTS	= <i>Non Debt Tax Shield</i>
α	= Konstanta
β	= Koefisien Regresi
ε	= <i>Error</i>

Analisis regresi linier berganda meliputi uji signifikansi parameter individual (uji t), uji simultan (uji F) dan, *goodness of-fit* model (Adj. R²).

A. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Pengujian ini pada dasarnya bertujuan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen secara individu terhadap variabel dependen. Hipotesis nol yang hendak diuji adalah apakah suatu parameter sama dengan nol. Hipotesis alternatifnya adalah apakah parameter suatu variabel tidak sama dengan nol. Tahap-tahap pengujiannya adalah sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis
2. Menentukan tingkat signifikansi yaitu 0,05 atau 5 %
3. Menentukan keputusan dengan membandingkan t hitung dengan t tabel dengan kriteria sebagai berikut:
 - a. Jika tingkat signifikansi $< 0,05$ dan nilai t hitung $> t$ tabel, maka H_0 ditolak
 - b. Jika tingkat signifikansi $> 0,05$ dan nilai t hitung $< t$ tabel, maka H_0 diterima.

B. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji Signifikansi Simultan (Uji statistik F) dilakukan untuk menguji apakah model regresi yang digunakan adalah fit. Menurut Ghozali (2011), uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimaksudkan dalam model mempunyai pengaruh secara simultan atau bersama-sama terhadap variabel dependen. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai signifikansi F pada output regresi menggunakan SPSS dengan *significance level* 0,05 ($\alpha=5\%$). Jika nilai signifikansi lebih besar dari α maka hipotesis ditolak, yang berarti model

regresi tidak fit. Jika nilai signifikan lebih kecil dari α maka hipotesis diterima, yang berarti bahwa model regresi fit.

C. Uji Koefisien Determinasi (Uji Statistik R^2)

Pengujian koefisien determinasi (R^2) dimaksudkan untuk mengukur kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Semakin kecil nilai (R^2) menunjukkan bahwa semakin terbatas kemampuan variabel bebas dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Sebaliknya, apabila nilai (R^2) mendekati satu mengindikasikan bahwa variabel independen dipastikan hampir memberikan semua informasi yang dibutuhkan dalam memprediksi variasi variabel dependen.

3.5.3.2 Uji Residual (Residual Test)

Pengujian variabel moderating dengan *Moderated Regression Analysis* mempunyai kecenderungan akan terjadi multikolinieritas yang tinggi antar variabel independen, dan hal ini akan menyalahi asumsi klasik dalam regresi. Untuk mengatasi multikolinieritas ini, maka dikembangkan metode lain yang disebut uji residual (Ghozali, 2011). Dalam *Modeling and Multivariate Method* (2011, p 197-199), Uji residual dilakukan dengan meregresikan nilai absolut dari nilai residual, terhadap variabel dependen. Apabila hasilnya signifikan, dan koefisien parameternya negatif, maka variabel moderating dianggap dapat memoderasi hubungan variabel dependen terhadap variabel independen. Model regresi yang digunakan dalam Uji Residual (Hipotesis 6) adalah sebagai berikut:

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

$$SIZE = \alpha + \beta_1(ROA) + \varepsilon \quad (3.10)$$

$$|\varepsilon| = \alpha + \beta_1(DER) \quad (3.11)$$

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

$$SIZE = \alpha + \beta_1(GROWTH) + \varepsilon \quad (3.12)$$

$$|\varepsilon| = \alpha + \beta_1(DER) \quad (3.13)$$

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

$$SIZE = \alpha + \beta_1(TANG) + \varepsilon \quad (3.14)$$

$$|\varepsilon| = \alpha + \beta_1(DER) \quad (3.15)$$

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

$$SIZE = \alpha + \beta_1(RISK) + \varepsilon \quad (3.16)$$

$$|\varepsilon| = \alpha + \beta_1(DER) \quad (3.17)$$

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

$$SIZE = \alpha + \beta_1(NDTS) + \varepsilon \quad (3.18)$$

$$|\varepsilon| = \alpha + \beta_1(DER) \quad (3.19)$$