

## STRUKTUR MODAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Masdar Mas'ud

Fakultas Ekonomi Universitas Muslim Indonesia, email: Masdar\_mas'ud@yahoo.com

### *Abstract*

The study attempts to analyze the factors of capital structure determiner and its impact on company value. The research aims at examining and analyzing the effect of profitability, size, growth opportunity, asset structure, cost of financial distress, and tax shields effects as the capital structure determiners on the manufacturing companies registered at Indonesia Stock Exchange. The differences between the factors of capital structure determiners (consisting of profitability, size, growth opportunity, asset structure, cost of financial distress, and tax shields effects) and the value of manufacturing companies registered at Indonesia Stock Exchange. The sample includes 59 companies registered at Indonesia Stock Exchange the data analysis instrument employed was Structural Equation Modeling (SEM) and t-test. The results of the research indicate that the factors of capital structure determiners, which have significant effect on capital structures, are profitability, size, growth opportunity, asset structure and cost of financial distress. The exception may be tax shields effects, which do not give significant effect at all on capital structure. The latter becomes evident because the depreciation and amortization rates of the registered Indonesia manufacturing company do not seem significant to contribute to company cash flow so that it stands out of company debt proportion. The factors of capital structure determiners with significant effect on capital structures involve profitability, size, asset structure, and cost of financial distress and tax shields effects. Size and growth opportunity do not have significant effect on the capital structure because manufacturing companies consider financing their investment using equity financing to deal with little financial risk regardless the size of company. It shows that there is a similarity on these factors of capital structure determiner between manufacturing companies registered at Indonesia Stock Exchange the insignificantly different determiner factors pertain to growth opportunity, asset structure and company value. Meanwhile, the difference also develops between the factors of capital structure determiner in the manufacturing companies registered at Indonesia Stock Exchange. The significantly different determiner factors will be profitability, size, cost of financial distress; tax shields effects and capital structure.

Keywords: struktur modal, trade-off, pecking order, signaling

### *Abstrak*

Studi ini melakukan analisa tentang faktor-faktor penentu struktur modal serta dampaknya terhadap nilai perusahaan. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *profitability, size, growth opportunity, asset structure, cost of financial distress, tax shields effects*, struktur modal terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan perbedaan faktor-faktor penentu struktur modal (yang terdiri dari *profitability, size, growth opportunity, asset structure, cost of financial distress, dan tax shields effects*) dan nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jumlah sampel yang ditetapkan adalah 59 perusahaan terdaftar

di Bursa Efek Indonesia. Alat analisis data yang digunakan adalah *Structural Equation Modeling* (SEM) dan *t-test*. Temuan penelitian menunjukkan bahwa: Faktor-faktor penentu struktur modal yang memberikan pengaruh signifikan terhadap struktur modal adalah *profitability*, *size*, *growth opportunity*, *asset structure* dan *cost of financial distress*, sedangkan faktor *tax shield effect* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Faktor *tax shield effect* yang tidak signifikan pengaruhnya terhadap struktur modal. Faktor-faktor penentu struktur modal yang memberikan pengaruh signifikan terhadap struktur modal adalah *profitability*, *asset structure*, *cost of financial distress* dan *tax shield effects*, sedangkan faktor *size* dan *growth opportunity* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Faktor *size* dan *growth opportunity* yang tidak signifikan pengaruhnya terhadap struktur modal. Adapun faktor penentu yang tidak berbeda secara signifikan adalah *growth opportunity*, *asset structure* dan nilai perusahaan. Terdapatnya perbedaan faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Untuk Indonesia variabel faktor penentu yang berbeda secara signifikan adalah *profitability*, *size*, *cost of financial distress*, *tax shield effects* dan struktur modal.

Kata kunci: struktur modal, *trade-off*, *pecking order*, *signaling*

## 1. Latar Belakang

Krisis keuangan Asia Timur yang bermula sejak pertengahan tahun 1997, berpengaruh sangat parah terhadap perekonomian negara-negara yang terkena, dan mengakibatkan jatuhnya nilai mata uang dan saham-saham, krisis terjadi pada saat perekonomian di pasar negara-negara yang sedang berkembang baru berusaha beradaptasi dengan aliran modal global, dan mulai membangun kebijakan ekonomi yang lebih berorientasi pasar. Krisis ini mempertanyakan manfaat liberalisasi sebagai resep yang bagus untuk pembangunan yang berkesinambungan dan pertumbuhan ekonomi global.

Menurut Brigham dan Houston (2004) struktur modal (*capital structure*) merupakan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Dalam studi-studi empiris, *leverage* didefinisikan sebagai sebuah ukuran yang menunjukkan seberapa besar tingkat penggunaan utang dalam membiayai aktiva perusahaan. Ada tiga ukuran *leverage* yang sering digunakan sebagai *proxy* dari struktur modal yaitu rasio *total debt to total asset*, rasio *long-term debt to total asset* dan *short-term debt to total asset*. Pengukuran ini sesuai penelitian seperti Deesomsaak et al. (2004), Chen (2004), Delcoure (2006). Hasilnya bahwa *profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Kebijakan struktur modal ini sesuai dengan *pecking order theory*, artinya perusahaan akan menggunakan dana internal terlebih dahulu, utang lalu menerbitkan saham.

Sumber-sumber untuk struktur modal terdiri dari: *long-term debt*, *short-term debt*, *preffered stock*, *common stock*, *earned surplus*. Selain itu penggunaan modal pinjaman yang biasa disebut *leverage* atau *trading on the equity*, dimaksudkan untuk meningkatkan kekayaan pemilik. Hal ini

dikarenakan, penggunaan *leverage* mempunyai implikasi penting dan memberikan manfaat, yaitu: a) Pembayaran bunga adalah *tax deductible*, yang menurunkan biaya efektif utang; b) *Debtholder* memperoleh *return* yang pasti; c) Melalui *financial leverage* dimungkinkan laba per lembar saham / EPS akan meningkat; d) Kendali terhadap operasi perusahaan oleh pemegang saham yang ada tidak berubah (Brigham dan Joel, 1998). Dilain pihak ada kerugian yang timbul dari penggunaan *leverage*: a) Semakin tinggi *debt ratio*, semakin beresiko perusahaan karena semakin tinggi beban tetap; b) Jika sewaktu-waktu perusahaan kesulitan keuangan dan *operating income* tidak cukup menutup beban bunga, maka akan menyebabkan kebangkrutan (Brigham dan Joel, 1998); c) Munculnya *agency problem* (Van Horne, 1992). Utang bisa berpengaruh positif maupun negatif terhadap nilai perusahaan, walaupun tidak dimasukkan pajak perusahaan dan biaya kebangkrutan, dengan asumsi bahwa manajer tidak mempunyai saham dalam perusahaan.

Myers (1991) menyatakan bahwa penggunaan utang dalam perusahaan perlu mempertimbangkan target rasio utang atau *leverage* tertentu untuk meningkatkan kekayaan pemilik. Teori-teori struktur modal konvensional (Myers, 1977) menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan berhubungan dengan biaya dan manfaat yang dikaitkan dengan pendanaan utang dan ekuitas. Dengan bauran utang terhadap ekuitas yang optimal, perusahaan-perusahaan dapat mencapai biaya pendanaan terendah dan sebagai akibatnya meningkatkan nilai dari para pemegang saham. *Trade-off theory*, menyatakan bahwa suatu perusahaan yang dikenai pajak seharusnya meningkatkan tingkat utangnya sampai nilai marjinal dari batas pajak dari biaya atas adanya kesulitan keuangan yang mungkin terjadi. Teori *trade-off* dalam struktur modal secara teoritis menyeimbangkan keuntungan pajak dari peminjaman untuk menutup biaya-biaya kesulitan keuangan. Penelitian lain yang dilakukan Myers dan Majluf (1984) dalam *pecking order theory* didasarkan pada masalah-masalah informasi yang asimetris. Myers dan Majluf memprediksi bahwa perusahaan-perusahaan akan lebih menyukai pendanaan internal untuk membiayai investasi dan jika akan mempergunakan pendanaan eksternal maka akan menggunakan utang terlebih dahulu daripada ekuitas. Model ini menjelaskan banyak perusahaan memiliki kecenderungan untuk tidak mengeluarkan saham dan cenderung untuk memegang cadangan kas yang besar.

Secara umum, bahwa faktor-faktor yang perlu diperhatikan dalam struktur modal optimal meliputi: a) *sales stability*; b) *asset structure*; c) *operating leverage*; d) *growth rate*; e) *profitability*; f) *taxes*; g) *control*; h) *management attitudes*; i) *lender and rating agency attitudes*; j) *market condition*; k) *the firms's internal condition* dan l) *financial flexibility* (Brigham, 1994)

Pada penelitian ini selain menguji pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, juga akan dilakukan penelitian mengenai anteseden dari faktor-faktor utama yang mempengaruhi struktur modal, diambil dari hasil kajian studi teoritis dan empiris seperti *profitability*, *size*, *growth opportunity*, *assets structure*, *cost of financial distress* dan *tax shields effects*.

Keputusan pendanaan sangat penting, oleh karena itu perusahaan harus mampu menentukan tingkat struktur modal yang optimal, Struktur modal yang

optimal adalah tingkat bauran utang dan ekuitas yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Upaya mengoptimalkan struktur modal untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, pihak manajemen perlu mempertimbangkan beberapa faktor. Berdasarkan penelitian terdahulu dan studi literatur, bahwa faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal adalah *profitability*, *size*, *growth opportunity*, *assets structure*, *cost of financial distress* dan *tax shields effects*.

Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah dilakukan di atas, maka dapat diidentifikasi beberapa masalah yang perlu mendapatkan penelaahan yang lebih mendalam yaitu:

- a) Apakah *profitability* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
- b) Apakah *size* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
- c) Apakah *growth opportunity* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
- d) Apakah *asset structure* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
- e) Apakah *cost of financial distress* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
- f) Apakah *tax shields effects* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
- g) Apakah struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

## 2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Megginson (1997: 306) mengemukakan bahwa kecenderungan perusahaan dalam industri adalah *profitability* berhubungan terbalik dengan *leverage*, karena perusahaan yang *profitable* cenderung untuk mempunyai pinjaman yang lebih sedikit. Menurut *pecking order theory*, *profitability* berpengaruh negatif terhadap utang sebagaimana yang dihasilkan dari penelitian Myers (1999). *Profitability* dengan *ROI* yang tinggi dianjurkan dengan utang yang tinggi (*trade-off theory*).

Secara teoritis, hubungan antara *size* (ukuran perusahaan) dan *leverage* adalah dapat berhubungan positif. Menurut *trade-off theory*, perusahaan-perusahaan besar diharapkan memiliki suatu kapasitas utang yang lebih tinggi dan dapat lebih mudah untuk memperoleh utang. Barclay dan Smith (1995) menyatakan pendapatnya bahwa perusahaan-perusahaan besar, jika dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan kecil, dapat menanggung suatu tingkat utang jangka panjang yang lebih besar karena mereka mengupayakan biaya tetap yang tinggi atas utang jangka panjangnya. Lebih lanjut, perusahaan-perusahaan besar cenderung tidak bangkrut dan akibatnya, lebih mudah mengamankan utangnya dengan biaya yang lebih rendah. Sementara menurut *pecking order theory*, dimana *size* berhubungan negatif terhadap *leverage*.

*Growth opportunity* dan utang memiliki hubungan positif, dimana hubungan yang sama juga ditemukan di negara-negara maju kecuali Amerika Serikat. Model *Signalling* pada umumnya memprediksikan bahwa perusahaan-

perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang cerah akan menggunakan hampir semua *leverage* untuk membiayai investasinya. Hubungan positif *growth opportunity* dan utang adalah sejalan dengan *pecking order theory*. Sementara itu, lebih jauh berpendapat bahwa *leverage* berhubungan negatif terhadap peluang pertumbuhan hanya untuk perusahaan-perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tidak diakui oleh pasar modal. Terdapat pengaruh negatif yang signifikan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modalnya, ini sejalan dengan *trade-off theory* yaitu perusahaan-perusahaan yang mempunyai peluang pertumbuhan dimasa depan yang memiliki suatu aktiva tak berwujud, cenderung meminjam lebih sedikit.

**Tabel 1. Ringkasan Implikasi Teori dan Empiris Struktur Modal serta Hubungannya Determinan Struktur Modal**

<i>Determinants</i>	<i>Predicted Sign By The Theories</i>	<i>Sample Empirical Evidence</i>
<i>Profitability</i>	- ( <i>Pecking order</i> )	Friend dan Lang (1988); Griner dan Gordon (1995); Shyam-Sunder dan Myers (1999)
	+ ( <i>trade-off signalling</i> )	Bowen et al. (1982); Dumnum dan Sembet (1988); Givoly et al. (1992)
	- ( <i>Pecking order</i> )	
	+ ( <i>trade-off signalling</i> )	Marsh (1982); Rajan dan Zingles (1995); Chittenden et al. (1996)
<i>Opportunities</i>	- ( <i>trade-off</i> )	Long dan Malitz (1985)
	± ( <i>signaling, pecking order</i> )	Lang et. al (1996)
<i>Structure</i>	+ ( <i>trade-off</i> )	Long dan Malitz (1985);
	+ ( <i>pecking order</i> )	Chung (1993); Walsh dan Ryan (1997)
<i>Financial distress</i>	- ( <i>trade-off</i> )	Bradly et al. (1984); Fried dan Lang (1988); Walsh dan Ryan (1997)
<i>Effects</i>	+ ( <i>trade-off</i> )	

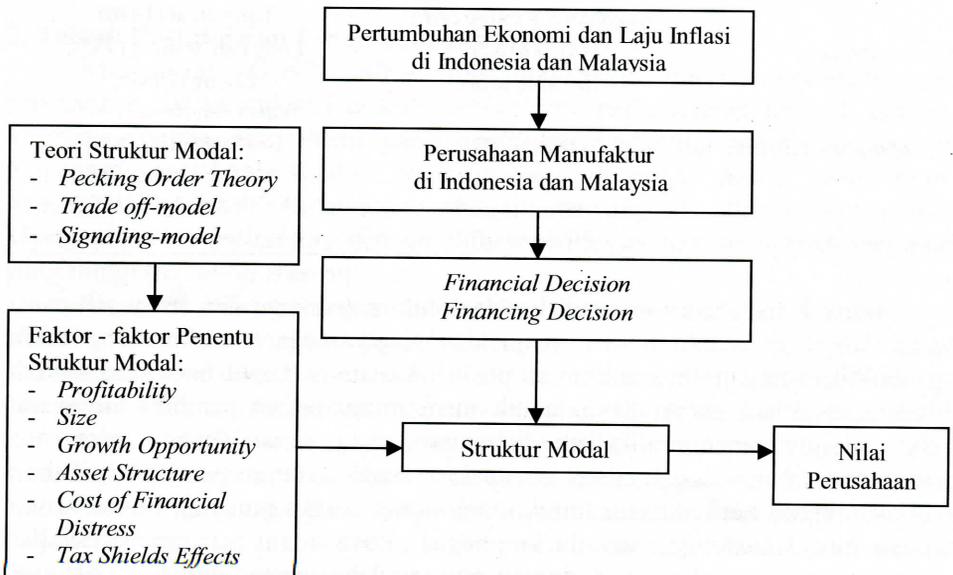
nyak riset yang menguji korelasi antara *leverage* dan *asset structure* (*liquidity*) di negara-negara maju dan negara-negara berkembang telah menunjukkan terdapatnya hubungan positif, karena aset-aset berwujud mudah dialokasikan untuk utang, untuk mengurangi resiko pemberi pinjaman. Riset juga memprediksikan hubungan yang sama dengan *asymetric tangibility asset* merupakan suatu kriteria penting di dalam kredit bank, khusus untuk utang-utang jangka panjang. Ini konsisten dengan model *trade-off*. Apabila komposisi aktiva suatu perusahaan bersifat *intensive*, maka yang diutamakan adalah *equity-financing*. Artinya, pinjaman hanya merupakan pelengkap, terutama untuk memenuhi dana bagi modal kerja. Penelitian yang dilakukan Chen (2004) menunjukkan hubungan positif antara *tangibility* dengan *leverage*. *Trade-off of financial distress* adalah *variabilitas earnings* dan dapat menjadi resiko bisnis suatu perusahaan, maka calon kreditor cenderung

memberikan pinjaman kepada perusahaan yang mempunyai *earning* yang relatif stabil. Dengan demikian semakin tinggi variabilitas *earning* suatu perusahaan, maka semakin rendah pemanfaatan utang oleh perusahaan tersebut. Sementara itu, penelitian Chen (2004) menemukan hubungan yang tidak signifikan antara *financial distress* dengan *leverage*.

*Tax shields effects*, menunjukkan besarnya biaya non kas yang menyebabkan penghematan pajak dan dapat digunakan sebagai modal untuk mengurangi utang. Penghematan pajak dapat berasal dari adanya depresiasi dan amortisasi. *Debt-financing* akan lebih menarik daripada *equity-financing*. Dengan demikian, tarif pajak dan rasio *debt to equity* dihipotesiskan mempunyai hubungan yang positif, hal ini sejalan dengan *trade-off theory*. Sementara itu, penelitian Chen (2004) menunjukkan hubungan yang tidak signifikan antara *tax shield* terhadap *leverage*.

Implikasi dan bukti empiris dari berbagai teori struktur modal dapat dilihat pada Tabel 1. Temuan-temuan oleh Chen et al. umumnya konsisten dengan studi empirik, determinan struktur modal dari pasar baru di Asia Timur (Deesomsak, 2004; Pandey, 2001).

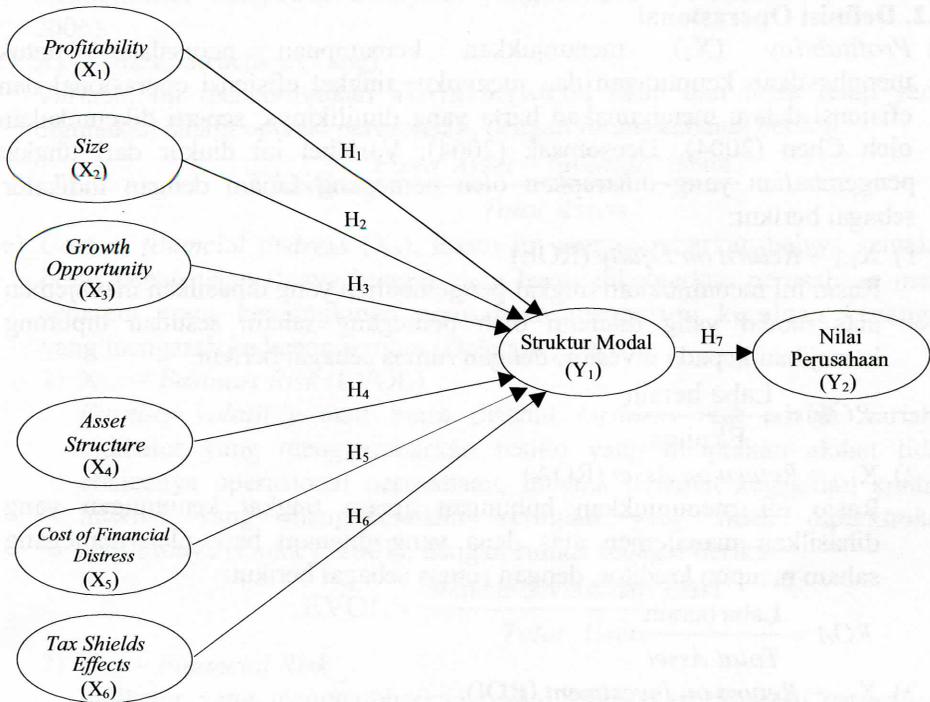
Dari berbagai studi tersebut dapat disimpulkan bahwa pengamatan terhadap faktor-faktor penentu struktur modal perusahaan telah banyak dilakukan baik di negara-negara maju maupun di negara sedang berkembang (*emerging market*). Berdasarkan pemikiran yang diuraikan pada bagian sebelumnya, maka model konseptual yang dikembangkan dalam penelitian ini diikhtisarkan dalam Gambar 1.



**Gambar 1. Skema Kerangka Konseptual**

Dalam penelitian ini, dikembangkan hipotesis yang didasarkan pada masalah, tinjauan pustaka, serta kerangka konseptual yang telah dijelaskan sebelumnya, maka dapat dirumuskan beberapa hipotesis sebagai berikut:

- H<sub>1</sub>:** *Profitability* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H<sub>2</sub>:** *Size* (ukuran perusahaan) berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H<sub>3</sub>:** *Growth opportunity* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H<sub>4</sub>:** *Asset structure* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H<sub>5</sub>:** *Cost of financial distress* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H<sub>6</sub>:** *Tax shields effects* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H<sub>7</sub>:** Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.



**Gambar 2. Hipotesis Penelitian**

### 3. Metode Penelitian

#### 3.1. Data dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2001 s/d tahun 2005, yaitu sebanyak 147 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel adalah *purposive sampling* yaitu teknik pengambilan sampel non-probabilitas berdasarkan pengalaman individu atau pertimbangan sampel sesuai karakteristik yang dibutuhkan dalam penelitian

dengan menggunakan teknik penggabungan data antara *cross sectional* dengan *time series*. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2001 s/d tahun 2005 adalah sebesar 147 perusahaan. Kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel adalah:

- a) Perusahaan tetap aktif dalam perdagangan di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan berturut-turut dari tahun 2001, 2002, 2003, 2004, 2005. Perusahaan harus berjenis industri manufaktur, sesuai dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Directory*. Hal ini dilakukan dengan tujuan untuk menghindari adanya bias yang disebabkan oleh perbedaan industri (*industry effect*).
- b) Perusahaan harus tidak menunjukkan adanya saldo total ekuitas dan laba yang negatif pada laporan keuangannya pada tahun 2001, 2002, 2003, 2004 dan 2005. Karena saldo ekuitas dan laba yang negatif sebagai penyebut dalam perhitungan rasio menjadi tidak bermakna dalam perhitungan rasio keuangan.

### 3.2. Definisi Operasional

- a) *Profitability* ( $X_1$ ), menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dan efisiensi dalam menggunakan harta yang dimilikinya, seperti dikemukakan oleh Chen (2004), Deesomsak (2004). Variabel ini diukur dari tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham dengan indikator sebagai berikut:

- 1)  $X_{1.1} = \text{Return on Equity (ROE)}$

Rasio ini menunjukkan tingkat pengembalian yang dihasilkan manajemen atas modal yang ditanam oleh pemegang saham sesudah dipotong kewajiban kepada investor, dengan rumus sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Ekuitas}}$$

- 2)  $X_{1.2} = \text{Return on Asset (ROA)}$

Rasio ini menunjukkan hubungan antara tingkat keuntungan yang dihasilkan manajemen atas dana yang ditanam baik oleh pemegang saham maupun kreditor, dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Asset}}$$

- 3)  $X_{1.3} = \text{Return on Investment (ROI)}$

Rasio ini menunjukkan besarnya keuntungan yang diperoleh perusahaan atas aktiva, dengan rumus sebagai berikut:

$$ROI = \frac{\text{EBIT} + \text{DEP}}{\text{Total Asset}}$$

- b) *Size* ( $X_2$ ), merupakan ukuran perusahaan, variabel ini merupakan cerminan dari besarnya kekayaan perusahaan (Fraser, 2005) dengan rumus:

$$\text{Size} = \text{Logarithm natural (Ln) of total assets } (X_{2.1})$$

- c) *Growth opportunity* ( $X_3$ ) adalah pada dasarnya mencerminkan produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak

internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor). Hal ini sesuai yang diuraikan (Huang, 2005), yang indikatornya sebagai berikut:

1)  $X_{3.1} = \text{Sales Growth (Growsa)}$

Rasio ini menggambarkan kenaikan atau penurunan (pertumbuhan) penjualan setiap tahun, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{GROWSA} = \frac{\text{Sales tahun}_{t+1} - \text{Sales tahun}_t}{\text{Sales tahun}_t}$$

2)  $X_{3.2} = \text{Assets Growth (Growta)}$

Rasio ini menggambarkan kenaikan atau penurunan (pertumbuhan) aktiva setiap tahun, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{GROWTA} = \frac{\text{Total Asset tahun}_{t+1} - \text{Total Asset tahun}_t}{\text{Total Asset tahun}_t}$$

d)  $\text{Asset Structure (X}_4\text{)}$ , yang mencerminkan seberapa besar aktiva tetap mendominasi komposisi kekayaan yang dimiliki perusahaan (Delcoure, 2006).

$X_{4.1} = \text{Asset Structure (Tang)}$

Variabel ini mencerminkan aktiva berwujud tetap dan tidak tetap yang digunakan dalam operasi perusahaan, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{TANG} = \frac{\text{Fixed Asset} - \text{Inventory tahun}}{\text{Total Assets}}$$

e)  $\text{Cost of financial distress (X}_5\text{)}$ , Rasio ini menggambarkan bahwa semakin besar beban tetap (biaya bunga) yang harus dikeluarkan perusahaan maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang mengarah ke kebangkrutan (Delcoure, 2006).

1)  $X_{5.1} = \text{Business Risk (EVOL)}$

*Earning volatility* atau biasa disebut *business risk* adalah variabel indikator yang menggambarkan resiko yang diciptakan akibat tidak efisiennya operasional perusahaan, dimana terdapat kegagalan kontrol internal yang mengakibatkan kerugian yang tidak diperkirakan sebelumnya (Pandey, 2001), dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{EVOL} = \frac{\text{Standar deviasi dari EBIT}}{\text{Total Assets}}$$

2)  $X_{5.2} = \text{Financial Risk}$

Indikator yang menggambarkan resiko yang akan dihadapi perusahaan akibat variabilitas laba perlembar saham terhadap laba bersih sebelum bunga dan pajak, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{FinRisk} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Earning before tax}}$$

f)  $\text{Tax Shields Effects (X}_6\text{)}$ , Rasio ini menunjukkan besarnya biaya non kas yang menyebabkan penghematan pajak dan dapat digunakan sebagai modal untuk mengurangi utang (Deesomsak, 2004), dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{NDTS} = \frac{\text{DEP}}{\text{Total Assets}}$$

g) Struktur Modal ( $Y_1$ ), merupakan keputusan pendanaan dalam membiayai kegiatan perusahaan (Chen, 2003), yang indikatornya sebagai berikut:

1)  $Y_{1,1} = \text{Overall Leverage (LEV)}$

Rasio ini menggambarkan besarnya total utang atas aktiva, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{LEV} = \frac{\text{Book Value of Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

2)  $Y_{1,2} = \text{Long-term Leverage}$

Rasio ini menggambarkan besarnya utang jangka panjang atas aktiva, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{LLEV} = \frac{\text{Book Value of Long - term Leverage}}{\text{Total Assets}}$$

h) Nilai Perusahaan ( $Y_2$ ), Nilai perusahaan merupakan ukuran keberhasilan manajemen dalam operasi dimasa lalu dan prospek dimasa yang akan datang untuk meyakinkan pemegang saham (Ratnawati, 2001), yang diindikatori sebagai berikut:

1)  $Y_{2,1} = \text{Market to Book Value of Assets Ratio}$

Rasio ini digunakan untuk memprediksi nilai buku perusahaan, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{MBV} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Book Value per share}}$$

2)  $Y_{2,2} = \text{Price Earning Ratio}$

Yaitu perbandingan harga pasar per lembar saham dengan laba per lembar saham, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga Penutupan Saham}}{\text{Laba per lembar saham beredar}}$$

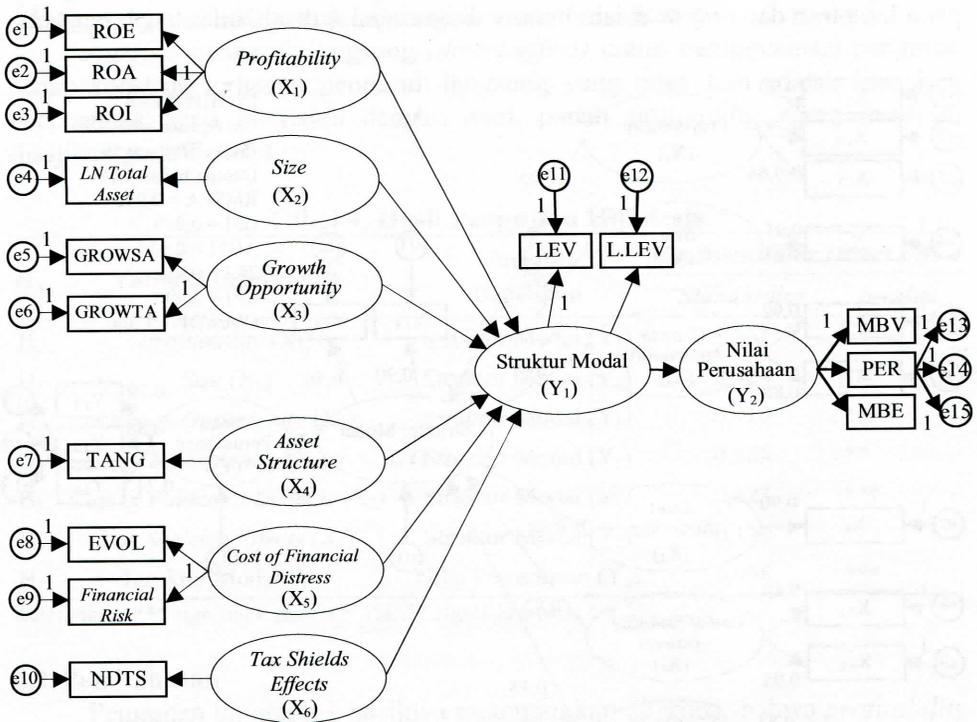
3)  $Y_{2,3} = \text{Market to Book Value of Equity Ratio}$

Rasio ini mencerminkan nilai *return* pasar dari investasi perusahaan di masa akan datang yang lebih besar dari *return* yang diharapkan dari ekuitas, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{SP} = \frac{\text{Close price per share}_{t+1} - \text{Close price per share}_t}{\text{Close price per share}_t}$$

### 3.3. Model Analisis

Pendekatan penelitian ini adalah kuantitatif, dengan demikian statistik inferensial digunakan sebagai teknik analisis data dalam menguji penolakan atau penerimaan hipotesis penelitian. Berdasarkan rancangan penelitian yang ada, maka penelitian ini menggunakan model analisis SEM (*Structural Equation Modelling*). Model SEM ini memungkinkan untuk menguji beberapa variabel dependen sekaligus, dengan beberapa variabel independen (Ferdinand, 2003: 5). Adapun model penelitian ini seperti yang tampak pada Gambar 3.



Gambar 3. Diagram Path

#### 4. Hasil dan Pembahasan

##### 4.1. Hasil Penelitian

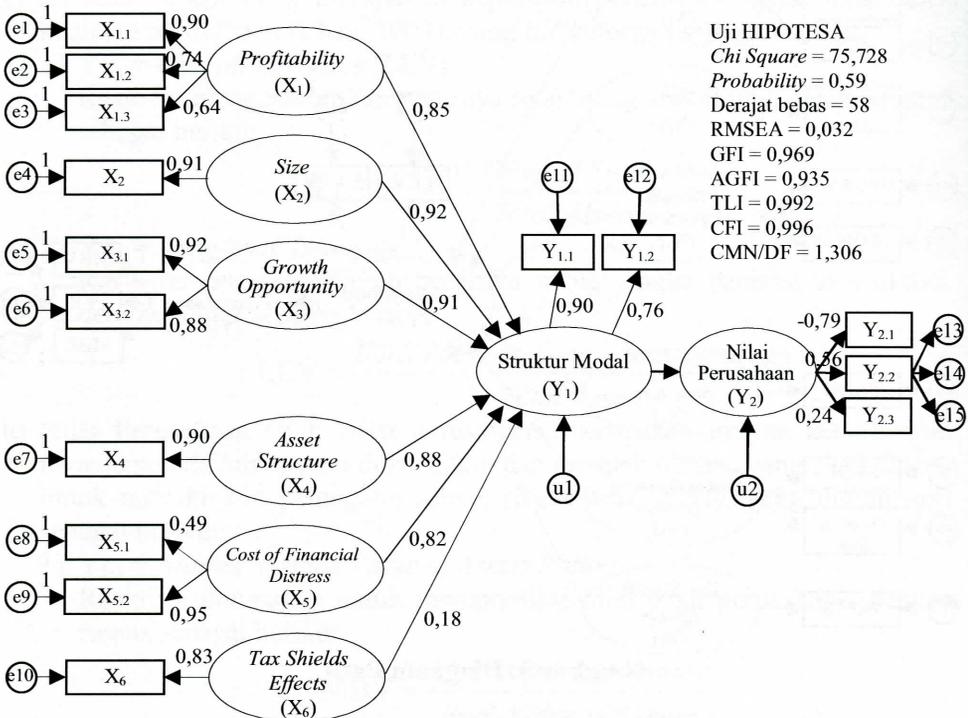
Berdasarkan kriteria sampel maka yang memenuhi persyaratan untuk dijadikan sampel dalam penelitian ini terdapat 59 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Lebih jelasnya dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Jumlah Sampel Penelitian Indonesia Tahun 2001-2005

Keterangan	Jumlah	Persentase
Perusahaan yang listing tahun 2001 – 2005 (Indonesia)	153	100%
Perusahaan yang delisting	(6)	3,92%
	147	96,08%
Retain earning negatif (-)	88	57,52%
Jumlah Sampel	59	38,56%

Dalam penelitian ini variabel *profitability*, *size*, *growth opportunities*, *assets structure*, *cost of financial distress*, *tax shield effects*, struktur modal dan nilai perusahaan diukur berdasarkan beberapa indikator. Untuk memperoleh data dari variabel-variabel tersebut, maka dilakukan analisis faktor konfirmatori. *Confirmatory Factor Analysis* digunakan untuk meneliti variabel-variabel yang mendefinisikan sebuah konstruk yang tidak dapat diukur secara langsung. Analisis atas indikator-indikator yang digunakan itu memberi makna atas label yang diberikan pada variabel-variabel laten atau konstruk-konstruk lain yang

dikonfirmasikan. Hasil analisis SEM pada tahap akhir selengkapnya disajikan pada lampiran dan *output* dalam bentuk diagram *path* disajikan sebagai berikut:



**Gambar 4. Hasil Uji Tahap Akhir**

Hasil uji model akhir yang disajikan pada Gambar 4 di atas dievaluasi berdasarkan *goodness of fit indices* pada Tabel 3 berikut dengan disajikan kriteria model serta nilai kritisnya yang memiliki kesesuaian data.

**Tabel 3. Evaluasi Kriteria Goodness of Fit Indices Overall Model Tahap Akhir**

<i>Goodness of fit index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
Chi-square	Diharapkan kecil	75,728	Baik
<i>Probability</i>	$\geq 0,05$	0,059	Baik
RMSEA	$\leq 0,08$	0,032	Baik
GFI	$\geq 0,90$	0,969	Baik
AGFI	$\geq 0,90$	0,935	Baik
TLI	$\geq 0,95$	0,992	Baik
CFI	$\geq 0,95$	0,996	Baik
CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,306	Baik

Dari evaluasi model yang diajukan menunjukkan bahwa evaluasi terhadap model terhadap konstruk secara keseluruhan ternyata dari berbagai kriteria sudah tidak terdapat pelanggaran kritis. Dengan demikian dapat

disimpulkan bahwa model akhir penelitian sesuai dengan data penelitian, sehingga dapat dilakukan uji kesesuaian model selanjutnya.

Analisis pengaruh langsung (*direct effect*) untuk mengevaluasi pengaruh setiap konstruk terhadap pengaruh langsung yang tidak lain adalah koefisien dari semua garis koefisien dengan anak panah satu ujung, yang hasil uji disajikan pada Tabel 4.

**Tabel 4. Hasil Pengujian Hipotesis**

H <sub>A</sub>	Variabel Independen	Variabel Dependen	Koefisien Jalur <i>Direct Effect</i>	
			<i>Standardize</i>	<i>p-value</i>
H <sub>1</sub>	<i>Profitability</i> (X <sub>1</sub> )	Struktur Modal (Y <sub>1</sub> )	0,851	**
H <sub>2</sub>	<i>Size</i> (X <sub>2</sub> )	Struktur Modal (Y <sub>1</sub> )	0,924	***
H <sub>3</sub>	<i>Growth Opportunity</i> (X <sub>3</sub> )	Struktur Modal (Y <sub>1</sub> )	0,910	***
H <sub>4</sub>	<i>Asset Structure</i> (X <sub>4</sub> )	Struktur Modal (Y <sub>1</sub> )	0,885	**
H <sub>5</sub>	<i>Cost of Financial Distress</i> (X <sub>5</sub> )	Struktur Modal (Y <sub>1</sub> )	0,823	***
H <sub>6</sub>	<i>Tax Shields Effects</i> (X <sub>6</sub> )	Struktur Modal (Y <sub>1</sub> )	0,179	
H <sub>7</sub>	Struktur Modal (Y <sub>1</sub> )	Nilai Perusahaan (Y <sub>2</sub> )	0,998	***

Keterangan: \*\*\* signifikan pada  $\alpha = 1\%$ , \*\* signifikan pada  $\alpha = 5\%$

## 4.2. Pembahasan

Pengujian hipotesis 1 hasilnya menunjukkan diterima, bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan yang mempunyai *rate of return on investment* (ROI) sangat tinggi menggunakan relatif lebih kecil pendanaan. Meskipun tidak ada justifikasi teoritis, suatu penjelasan praktis bahwa perusahaan yang sangat *profitable* tidak perlu menggunakan banyak pendanaan utang (*debt financing*). Tingginya *rate of return* memungkinkannya menggunakan pendanaan internal dari laba ditahan (*retained earning*). Hal ini bisa menunjukkan alasan perusahaan-perusahaan besar yang *profitable* lebih cenderung bersifat *konservatif* dalam menggunakan utang untuk operasi perusahaannya. Sementara untuk perusahaan yang kurang *profitable*, akan cenderung tetap menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu baru kemudian menutupi kekurangan dengan melakukan pinjaman dalam bentuk utang. Mereka kurang berminat untuk segera menambah saham baru untuk membiayai perusahaan atas kekurangan dana tersebut.

Hal ini dilakukan untuk mengurangi tersebarnya informasi *internal* perusahaan kepada khalayak ramai sehingga menjadi sorotan publik jika menerbitkan saham baru. Dari sudut inilah *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa pasar tidak akan efisien atau akan terjadi ketimpangan informasi (*Asymmetric Information*) tentang perusahaan antara manajer perusahaan dengan investor. Hasil penelitian yang mendukung *Pecking Order Theory* antara lain, Deesomsak et al. (2004) dan Pandey (2001). Temuan penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian misal Buferna et al. (2005) yang mendukung *Signaling Theory*. Temuan bahwa *leverage ratio* berkorelasi terbalik dengan profitabilitas bertentangan dengan prediksi dari model *signaling*. Model *signaling* memprediksi perusahaan yang tinggi

profitabilitasnya akan memberi sinyal dengan memakai porsi utang yang besar, berarti korelasi antara *debt ratio* dan profitabilitas adalah positif. Model *signaling* juga telah memberikan penjelasan yang cukup baik berkaitan dengan perbedaan respon pasar atas berbedanya tipe sekuritas yang diterbitkan perusahaan. Penerbitan utang merupakan sinyal adanya '*good news*' yaitu berupa manajer yang lebih yakin atas kinerja perusahaan di masa yang akan datang sehingga harga saham meningkat dengan adanya pengumuman kenaikan utang.

Sementara itu penerbitan saham dianggap sebagai '*bad news*' yaitu berupa kemungkinan turunnya *earning* di masa yang akan datang sehingga harga saham menurun dengan adanya pengumuman penerbitan saham baru. Dalam hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam menjalankan aktivitasnya belum efisien, terlihat dari masih relatif kecilnya keuntungan yang diperoleh terhadap investasi aktiva yang ditanamkan. Dengan demikian perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia mempergunakan pendanaan dengan utang yang besar sedangkan penjualan perusahaan tidak memperlihatkan kenaikan yang besar sehingga margin keuntungan yang diperoleh rendah. Berdasar pada penjelasan di atas berkenaan dengan teori-teori struktur modal, penelitian terdahulu maupun bukti empirik yang dihasilkan dalam penelitian ini maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia konsisten dengan model *signaling theory* dan *pecking order theory* bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

Pengujian hipotesis 2 hasilnya menunjukkan diterima, bahwa variabel ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh signifikan positif terhadap penentuan utang dalam struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Besar kecilnya perusahaan sangat berpengaruh terhadap keputusan penggunaan utang dalam struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar lebih terdiversifikasi, lebih mudah mengakses utang di pasar modal, dan menerima penilaian kredit yang lebih tinggi untuk utang-utang yang diterbitkannya. Berdasarkan hasil analisis dalam penelitian ini, perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia bahwa variabel ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh signifikan positif terhadap penentuan utang dalam struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran suatu perusahaan (*size*) yang diindikatori oleh *total asset*, akan menggunakan utang dalam struktur modal yang semakin besar pula.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang telah dilakukan antara lain oleh Delcoure (2006), Deesomsak at el. (2004), dan Pandey (2001) yang mengkonfirmasi bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki kapasitas meminjam relatif lebih baik dari pada perusahaan-perusahaan yang lebih kecil. Selain itu, kebijakan struktur modal di Indonesia yang menggunakan utang dengan proporsi besar menunjukkan kebijakan struktur modal dengan didasarkan pada teori *pecking-order*. Teori *pecking-order* mengutamakan sumber modal dari laba ditahan sebagai alternatif pertama, utang sebagai alternatif kedua, dan alternatif terakhir adalah penerbitan

saham. Penerbitan saham baru dikhawatirkan akan menimbulkan persepsi negatif pemegang saham terhadap kondisi keuangan perusahaan.

Pengujian hipotesis 3 hasilnya menunjukkan diterima, bahwa variabel *growth opportunity* berpengaruh signifikan positif terhadap penentuan utang dalam struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini dapat dijelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan pada dasarnya mencerminkan produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor). Brigham dan Houston (2001) yang menyatakan bahwa jika hal-hal lain tetap sama (*ceteris paribus*), perusahaan yang tumbuh dengan pesat akan lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Karena biaya penerbitan saham biasa lebih mahal daripada penerbitan surat utang, maka perusahaan dalam menggunakan modal eksternalnya lebih banyak mengandalkan utang daripada *equity* dan hal ini sesuai dengan *pecking order theory*. Oleh karena itu pertumbuhan perusahaan akan berhubungan positif dengan tingkat penggunaan utang dalam keputusan struktur modal, secara empirik hal ini sesuai untuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil analisis dalam penelitian ini bahwa variabel *growth opportunity* berpengaruh signifikan positif terhadap penentuan utang dalam struktur modal. Dimana variabel *growth opportunity* diukur dengan pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aktiva dan hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Hung et al. (2002).

Pengujian hipotesis 4 hasilnya menunjukkan diterima, bahwa untuk penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan signifikan dipengaruhi oleh *asset structure*, hal ini menunjukkan bahwa semakin besar *asset structure* maka akan memperbesar pula penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. *Tangibility* yang merupakan variabel indikator dari *asset structure* adalah menunjukkan seberapa besar nilai aktiva tetap yang dapat dijadikan jaminan kepada kreditor, dengan demikian semakin tinggi *tangibility* maka semakin kecil resiko bagi kreditor. Artinya perusahaan yang mempunyai aktiva berwujud (*tangible assets*) dalam jumlah yang besar akan mempunyai kemampuan yang besar dalam menyediakan jaminan untuk memperoleh pembiayaan dari kreditor. Hasil analisis ini sesuai dengan teori *pecking order* dengan informasi asimetri (*asymmetric information*). Secara empirik, perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang menyatakan bahwa *asset structure* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Delcours (2006), Tang dan Jang (2005).

Pengujian hipotesis 5 hasilnya menunjukkan diterima bahwa kebijakan penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh *cost of financial distress*. Dimana *cost of financial distress* diukur dengan dua indikator yaitu *financial risk* dan *business risk*. *Financial risk* adalah variabel indikator yang menggambarkan kebijakan penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan dimana resiko keuangan diukur dengan rasio variabilitas laba pemegang saham yaitu rasio laba sebelum bunga dan pajak dengan laba sebelum pajak. *Business risk* adalah variabel indikator yang menggambarkan resiko yang diciptakan akibat tidak efisiennya operasional perusahaan, dimana terdapat kegagalan kontrol internal yang mengakibatkan kerugian yang tidak

diperkirakan sebelumnya diukur dengan deviasi standar dari EBIT dengan total aktiva. Ini berarti bahwa semakin besar proporsi utang pertuan dalam struktur modal maka semakin besar pula beban tetap pembayaran utang perusahaan sehingga akan membawa kepada kesulitan keuangan (*financial distress*), dan akan menyebabkan kebangkrutan. Secara umum perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan *cost of financial distress* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Ini menandakan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan utang dalam struktur modal signdipengaruhi oleh risiko keuangan yang terjadi selama kurun waktu 5 tahun dengan rata-rata 1,7058, hal ini menunjukkan perusahaan di Indonesia menanggung risiko keuangan yang besar, ting variabelitas laba pemegang saham karena besarnya beban bunga yang dapat sangat mempengaruhi penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Dengan hasil analisis ini dapat dikatakan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki sikap terhadap risiko karena dalam melakukan peminjaman kurang memperhatikan *cut-off* antara hasil terhadap risiko. Hasil analisis ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan antara lain oleh; Bradley et al. (1984); dan Lang (1988); Walsh dan Ryan (1997), dengan signifikan positif, menyimpulkan adanya risiko kebangkrutan terhadap perusahaan sampel. Pengujian hipotesis 6 hasilnya menunjukkan ditolak. *Tax shield* dengan indikator *non debt tax shield* menunjukkan besarnya biaya non kadan menyebabkan penghematan pajak yang bukan berasal dari penggunaan dan dapat digunakan sebagai modal untuk mengurangi utang (De Angelis, Masulis, 1980). Penghematan pajak selain dari pembayaran bunga penggunaan utang juga berasal dari adanya depresiasi dan amortisasi. Semakin besar depresiasi dan amortisasi akan menyebabkan semakin besar penghepaajak penghasilan dan semakin besar *cash flow* perusahaan. Dengan demikian perusahaan yang memiliki *non debt tax shield* yang tinggi akan cenderung menggunakan tingkat utang yang lebih rendah dan berarti variabel *non debt tax shield* berhubungan negatif terhadap tingkat penggunaan utang dalam struktur modal. Secara empirik perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia variabel *non-debt tax shield* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Ini menandakan bahwa nilai depresiasi dan amortisasi yang besar akan memperbesar nilai depresiasi dan amortisasi, tetapi besar nilai depresiasi tersebut tidak cukup bermakna dalam *cash flow* perusahaan sehingga dapat dipertimbangkan sebagai pengganti utang. Hasil analisis juga mencerminkan bahwa sebagian besar perusahaan terdaftar di Indonesia adalah perusahaan padat karya, sehingga depresiasi perusahaan kecil dan cukup bermakna menambah *cash flow* perusahaan. Hasil penelitian ini

sesuai hasil penelitian yang dilakukan oleh Bradley et al. (1984) menemukan bukti bahwa *non debt tax shield* berhubungan negatif dengan *leverage*.

Pengujian hipotesis 7 hasilnya menunjukkan diterima, bahwa variabel struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan yang tercermin dalam *market to book value asset ratio*, *price earning ratio* dan pertumbuhan harga saham. Ini menandakan bahwa kebijakan penggunaan utang dalam struktur modal memberikan suatu sinyal atau tanda bagi investor bahwa dengan kebijakan pendanaan oleh perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian menyebabkan kesempatan pertumbuhan (*growth opportunity*) yang tinggi pula. *Growth opportunity* yang tinggi menyebabkan investasi meningkat dan meningkatnya investasi berarti *asset structure* turut meningkat. *Growth opportunity* dan *asset structure* yang tinggi menyebabkan penggunaan utang dalam struktur modal meningkat dan selanjutnya memengaruhi nilai perusahaan. Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, *leverage* (*total liabilities to total assets*) berpengaruh positif terhadap *market to book ratio* (Lee dan Suk (1999). Selanjutnya, perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia berdasarkan informasi asimetris (*asymmetric information*), menggunakan *pecking order* dalam kebijakan struktur modalnya, dan hal ini disambut positif oleh investor. Dengan meningkatnya kepercayaan masyarakat investor terhadap perusahaan terdaftar di bursa (emiten) dapat mengurangi volatilitas harga saham dan pasar.

Temuan dari hasil analisis faktor-faktor penentu struktur modal yang berpengaruh terhadap struktur modal dan nilai perusahaan adalah:

- a) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, faktor-faktor penentu struktur modal yang memberikan pengaruh signifikan terhadap struktur modal adalah *profitability*, *size*, *growth opportunity*, *asset structure*, dan *cost of financial distress*, sedangkan faktor *tax shield effect* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Faktor penentu *tax shield effect* yang tidak signifikan pengaruhnya terhadap struktur modal, pada hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Gardner dan Charles (1992: 88), Noronha, Dilip, dan George (1996:451), menemukan bahwa *non-debt tax shield* tidak signifikan, karena perusahaan padat karya dengan aktiva kecil tidak mempertimbangkan depresiasi dan amortisasi sebagai *cash flow*.
- b) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, terdapatnya keunikan pada variabel *cost of financial distress* yang menunjukkan hasil statistik berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal artinya, apabila *cost of financial distress* tinggi maka penggunaan utang juga tinggi. Hasil statistik tersebut tidak sesuai dengan pendekatan teori *pecking order* maupun teori *trade-off*. Mestinya dengan *cost of financial distress* yang tinggi, tidak menguntungkan pendanaan dengan utang yang tinggi oleh karena dengan utang yang tinggi resiko sangat tinggi pula.
- c) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berdasarkan informasi asimetris (*asymmetric information*), dengan demikian menggunakan *pecking order* dalam kebijakan struktur modalnya, dan hal ini disambut positif oleh investor. Dengan meningkatnya kepercayaan masyarakat investor terhadap perusahaan terdaftar di bursa (emiten) dapat

mengurangi volatilitas harga saham dan pasar. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia bila akan meningkatkan utangnya tidak memperhitungkan manfaat pajak (*tax shield*) dan resiko kesulitan keuangan (*cost of financial distress*). Perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia bila akan meningkatkan utangnya lebih mempertimbangkan ukuran perusahaan besar, kesempatan pertumbuhan di masa datang tinggi dan aktiva tetap tinggi.

### 4.3. Kesimpulan

*Profitability* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan besar yang *profitable* lebih cenderung bersifat konservatif dalam menggunakan utang untuk operasi perusahaannya. Sementara untuk perusahaan yang kurang *profitable*, akan cenderung tetap menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu baru kemudian menutupi kekurangan dengan melakukan peminjaman dalam bentuk utang. *Size* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil untuk perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan besar lebih terdiversifikasi, lebih mudah mengakses pasar, dan menerima penilaian kredit yang lebih tinggi untuk utang-utang yang diterbitkannya. *Growth opportunity* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, pertumbuhan perusahaan telah mencerminkan produktivitas perusahaan dan harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor). *Asset structure* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar *asset structure* maka akan memperbesar pula penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. *Cost of financial distress* berpengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan variabel *cost of financial distress* berpengaruh signifikan positif terhadap terhadap struktur modal, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia menanggung resiko keuangan yang besar, tingginya variabel laba karena besarnya beban bunga yang dibayar perusahaan. Dengan hasil analisis ini dapat pula dikatakan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki sikap gemar terhadap resiko karena dalam melakukan peminjaman kurang memperhitungkan *cut-off* antara hasil terhadap resiko. *Tax shield effect* berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal, hasil ini menunjukkan bahwa dengan *non-debt tax* yang tinggi tidak memberi pengaruh terhadap struktur modal. Nilai perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini menunjukkan bukti bahwa *long term debt to total assets ratio* (struktur modal) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### Daftar Pustaka

Barclay, M.J., M.M. Leslie, W.S. Clifford, 1995, *The Joint Determination of Leverage and Maturity*.

- Brigham E., C.G. Louis, 2001, *Financial Management Theory and Practic*, 6<sup>th</sup> ed, College of Business Administration.
- Brigham E., 2004, *Fundamentals of Financial Management*, 6<sup>th</sup> ed, Harcourt Brace College Publishing.
- Chen L., Z. Xinlei, 2004, *On The Relation Between The Market to Book Ratio, Growth Opportunity and Leverage Ratio*, Department of Finance Michigan State University.
- Dammon, R.M. dan L.W. Senbet, 1988, The Effect of Taxes and Depreciation on Corporate Investment and Financial Leverage, *Journal of Finance* 43, 357-371.
- De Angelo, H dan R.W. Masulis, 1980, Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics* 8, 3-30.
- Deesomsak, R., P. Krisnah, P. Gioia, 2004, The Determinants of Capital Structure: Evidence From the Asia Pacific Region, *Journal of Multinational Financial Management* 14, 387-405.
- Delcoure, N., 2006, The Determinants of Capital Structure in Transitional Economics, *Internasional Review of Economics and Finance*, Article in Press.
- Ferdinand, A., 2003, Structural Equation Modeling Dalam Penelitian Manajemen: *Aplikasi Model-Model Rumit Dalam Penelitian Untuk Tesis Magister dan Disertasi Doktor*, Semarang: UNDIP.
- Fraser, D.R., D. Chek, 2006, Capital Structure and Political Patronage the Case of Malaysia, *Journal of Banking and Finance* 30, 1291-1308.
- Huang G., M.S., Frank, 2005, The Determinants of Capital Structure: Evidence from China, *China Economics Review* 17, 14-36.
- Lee, W.L., V.T. Anjan , V. Gantam, 1999, Screening, Market Signalling, and Capital Structure Theory, *The Journal Of Finance* 38, 1507-1518.
- Megginson W., 1997, *Corporate Finance Theory*, Wesley Educatoinal Publishers, Inc.
- Myers, B., 1991, *Principles of Corporate Finance*, 4<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill, Internasional Editions.
- Pandey, I.M, 2001, Capital Structure and The Firm Characteristics: Evidence From An Emerging Market, *TIMA Working Paper*.
- Ratnawati, K., 2001, Analisis Perbedaan Struktur Modal dan Faktor Intern Perusahaan Industri PMA dan Perusahaan Industri PMDN di Bursa Efek Jakarta, Serta Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan, *Disertasi*, Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya.
- Tang, C.H. dan C.J. Soo, 2005, Revisit to the Determinants of Capital Structure: A Comparison Between Lodging Firm and Software Firms, *Hospitally Management*, Article in Press.
- Van H.J.C., JR. Wachowicz, 1992, *Fundamentals of Financial Managenet*, 8<sup>th</sup> ed, New Jersey: Prentice-Hall International Editions.
- Van H.J.C., 1998, *Financial Management and Policy*, 11<sup>th</sup> ed, New Jersey: Prentice-Hall International, Inc.
- Zingales, 1995, What Determines the Value of Corporate Vetes?, *Cuaerterly Journal of Economics* 110, 1075-1110.

## INDEKS SUBJEK

Subjek	Halaman
<i>innovation</i>	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10
<i>change</i>	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10
<i>exploratory study</i>	1, 2, 3, 8
<i>corporate culture</i>	1, 2, 3, 6, 8, 10
risiko sistematis	13, 14, 15, 16, 21, 22, 23, 24
struktur modal	13, 14, 16, 17, 19, 20, 21, 22, 23, 24
kemampulabaan	13, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24
<i>agency cost</i>	28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 37, 38, 39, 40
<i>institutional ownership</i>	28, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40
<i>price spread</i>	28, 30, 32, 33, 35, 37, 38, 39, 40
<i>business relationship</i>	42, 43, 44, 45, 47, 51, 52, 53
<i>trust</i>	42, 43, 46, 47, 48, 52, 53
<i>commitment</i>	42, 43, 46, 48, 51, 52, 53
<i>satisfaction</i>	42, 43, 46, 50, 51, 52, 53
<i>tunneling</i>	56, 57, 58, 59, 61, 62, 63, 66, 67, 69, 70, 71, 72
<i>value added</i>	56, 57, 58, 60, 66, 70, 71, 72
<i>merger</i>	56, 57, 58, 60, 61, 62, 63, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71
akuisisi	56, 57, 58, 60, 61, 62, 63, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71
mayoritas	56, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 66, 67, 69, 70, 71
minoritas	56, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 66, 67, 69, 70, 71
<i>foreign labor</i>	74, 75
<i>labor export</i>	74, 75, 76, 77, 78, 80, 81, 82
<i>anthropology</i>	74, 75, 76, 77, 78, 80, 81
<i>pecking order</i>	83, 84, 85, 86, 89, 90, 91, 92, 93
<i>leverage</i>	83, 84, 85, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93
<i>asymmetric information</i>	83, 84
<i>dividend yield</i>	83, 84, 88, 89, 90, 91, 92
struktur Modal	95, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 104, 105, 106, 107, 108, 109, 110, 111, 112
<i>trade-off</i>	95, 96, 97, 98, 99, 100, 111
<i>pecking order</i>	95, 96, 97, 98, 99, 100, 107, 108, 109, 111
<i>signaling</i>	95, 96, 99, 100, 107, 108



*bring enlightenment for life*

Program ini telah terakreditasi oleh Badan Akreditasi Nasional - Perguruan Tinggi  
(BAN-PT) nomor 084/BAN-PT/Ak-III/52/XII/2004

# magister manajemen

## Struktur Program

### Trimester Pertama

912334	Manajemen Pemasaran	3 kredit
912335	Manajemen Keuangan	3 kredit
912347	Manajemen Operasional	3 kredit
912348	Sumber Daya Manusia dari Perspektif Organisasi	3 kredit

### Trimester Kedua

912333	Sistem Informasi Manajemen	3 kredit
912349	Lingkung Bisnis	3 kredit
	Mata Kuliah Konsentrasi (1)	3 kredit
	Mata Kuliah Konsentrasi (2)	3 kredit

### Trimester Ketiga

910113	Metode Riset	3 kredit
912339	Manajemen Strategik	3 kredit
	Mata Kuliah Konsentrasi (3)	3 kredit
	Mata Kuliah Konsentrasi (4)	3 kredit

### Trimester Keempat

	Mata Kuliah Elektif	3 kredit
912599	Tesis	6 kredit

### Mata Kuliah Elektif:

911451	Budaya Organisasi	3 kredit
912338	Akuntansi Manajemen	3 kredit
912344	Sistem Pengendalian Manajemen	3 kredit
912331	Ekonomi Manajerial	3 kredit

### Mata Kuliah Wajib Konsentrasi: Konsentrasi *Creative Marketing*

911473	<i>Understanding Customers' Mind</i>	3 kredit
911475	<i>Integrated Marketing Communication</i>	3 kredit
911476	<i>Creative Marketing Strategy</i>	3 kredit
911477	<i>Contemporary Marketing</i>	3 kredit

### Konsentrasi *Human Capital Development* (kolaborasi dengan Fakultas Psikologi Ubaya)

911456	<i>Inception of Human Resources</i>	3 kredit
911457	<i>Training, Development, and Career Management</i>	3 kredit
911458	<i>Performance Management</i>	3 kredit
911459	<i>Quality of Work-life Management</i>	3 kredit

### Konsentrasi *Investment Management*

911465	<i>Global Strategic Finance</i>	3 kredit
911463	<i>Portfolio Management</i>	3 kredit
911469	<i>Professional Financial Planning</i>	3 kredit
911468	<i>Behavioral Finance</i>	3 kredit

Informasi lebih lanjut: Program Pascasarjana Universitas Surabaya  
Jalan Raya Kalirungkut, Surabaya 60293  
T. +62-31-298 1190 F. +62-31-298 1191  
e-mail: [promins2@ubaya.ac.id](mailto:promins2@ubaya.ac.id)  
website: [www.ubaya.ac.id](http://www.ubaya.ac.id)