

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada industri hotel, restoran dan pariwisata

Agustinus Kismet Nugroho Jati¹

^{1, 2} STIE Perbanas Surabaya, Jalan Nginden Semolo 34-36 Surabaya 60118, Jawa Timur, Indonesia

ABSTRACT

The determination of the optimal capital structure policy becomes crucial matters faced by each company. This problem appears especially from the industries with their characteristics of capital intensive and high business risk. In addition, the issue in this study is the different implications of the theory of capital structure. The purpose of this study is to examine the factors that affect capital structure and at the same time is to know the capital structure used, based on the theory. This study uses the companies of hotels, restaurants, and tourisms listed in the Indonesia Stock Exchange, and there were 18 companies and retrieved data for 4 years. They were taken by pooling data. The analysis was done by using multiple regression analysis with SPSS 18.0 software. The results showed, simultaneously the factors did not have significant effects on the capital structure of the company, but partially there was one factor that is profitability, showing a significant and negative effect on the capital structure. This means there is a propensity of firms in the industrial sector of hotels, restaurants, and tourisms to use funding from internal resources to finance their business expansion.

ABSTRAK

Penentuan kebijakan struktur modal yang optimal menjadi hal krusial yang dalam perusahaan. Masalah ini muncul salah satunya bagi industri yang memiliki padat modal dan risiko bisnis tinggi. Selain itu, permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini adalah adanya implikasi yang berbeda atas teori struktur modal yang digunakan. Tujuan dilakukannya penelitian ini adalah untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal sekaligus mengetahui struktur modal yang digunakan yang berbasis pada teori. Penelitian ini menggunakan perusahaan yang bergerak dalam industri hotel, restoran dan pariwisata yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia, sehingga dengan demikian ada sekitar 18 perusahaan yang digunakan dengan mengambil data selama 4 tahun. Pengolahan data dilakukan dengan pooling data. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda dengan menggunakan software SPSS 18.0. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan faktor-faktor struktur tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan, sementara secara parsial hanya faktor profitabilitas yang menunjukkan pengaruh signifikan dan berhubungan negatif terhadap struktur modal. Hal ini berarti terjadi kecenderungan perusahaan-perusahaan pada sektor industri hotel, restoran dan pariwisata untuk menggunakan pendanaan dari sumber internalnya untuk membiayai ekspansi bisnisnya.

Keywords:

Capital Structure, Hotel, Restaurant, and Tourism Industry.

1. PENDAHULUAN

Menurut Linawati dan Widodo (2010), fungsi keuangan berperan pent-

JBB
6, 1

1

Received 14 November 2016
Revised 23 December 2016
Accepted 18 January 2017

JEL Classification:
E2, E22

DOI:
10.14414/jbb.v6i1.733

**Journal of
Business and Banking**

ISSN 2088-7841

Volume 6 Number 1
May – October 2016

pp. 1– 14

© STIE Perbanas Press
2016

ing dalam operasional perusahaan. Oleh karena itu, pihak perusahaan harus mampu mengetahui dan merencanakan kebutuhan dana yang akan mereka gunakan dalam operasionalnya. Agar kebutuhan dana tersebut dapat terpenuhi, perusahaan bisa memperoleh dana yang bersumber dari modal sendiri, yaitu baik penerbitan saham maupun bersumber dari hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang.

Dalam menentukan besarnya porsi modal yang digunakan, struktur kepemilikan dalam sebuah perusahaan bisa berpengaruh. Salah satu unsur yang ada dalam struktur kepemilikan ini adalah kepemilikan manajerial. Menurut Sujoko dan Soebianto (2007) kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen. Semakin besar kepemilikan manajerial, semakin mempengaruhi keputusan untuk menggunakan hutang yang lebih sedikit, karena penggunaan hutang yang lebih besar akan meningkatkan *cost of equity* dan juga *cost of debt*, yang mengakibatkan WACC juga akan meningkat. Maka dengan demikian semakin tinggi rasio hutang maka akan semakin meningkatkan risiko kebangkrutan (Xuan-Quang dan Zhong-Xin 2013). Hal tersebut sesuai dengan *trade off theory*.

Penelitian empiris yang dilakukan oleh Badhuri (2002) menunjukkan semakin besar aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan, semakin besar pula aktiva tetap yang dapat dijadikan agunan hutang oleh perusahaan tersebut. Hal ini juga berarti perusahaan memiliki kesempatan yang lebih besar untuk menggunakan hutang. Hasil penelitian empiris tersebut didasarkan atas pendapat Weston dan Brigham (1998: 713) dalam Linawati dan Widodo (2010), bahwa perusahaan yang memiliki aktiva sebagai agunan hutang cenderung akan menggunakan hutang dalam jumlah yang lebih besar. Aktiva yang dimaksud sebagai jaminan atas hutang adalah aktiva tetap (*fixed assets*). Dengan demikian, penjelasan di atas sesuai dengan *trade off theory*.

Di samping data di atas, penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008) mengenai hubungan antara struktur modal dan struktur kepemilikan, menunjukkan bahwa likuiditas memainkan peranan yang penting dalam menentukan struktur modal perusahaan. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut semakin siap dalam memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya. Selain itu, likuiditas yang tinggi akan memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan tersebut likuid sehingga investor akan percaya untuk memberikan modalnya kepada perusahaan tersebut. Dalam penelitian Al-Najjar dan Taylor (2008) juga menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara likuiditas dengan *leverage*. Dengan demikian, hal tersebut sesuai dengan *trade off theory*.

Aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan, baik aktivitas operasional maupun aktivitas investasi, tidak terlepas dari sebuah risiko bisnis karena risiko bisnis dianggap sebagai salah satu faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal. Perusahaan dengan risiko bisnis tinggi lebih baik menggunakan hutang yang lebih rendah agar total risikonya tidak terlalu tinggi. Hal tersebut sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008) yang menyatakan bahwa adanya

hubungan yang negatif antara risiko bisnis dengan struktur modal. Hal tersebut juga sesuai dengan *trade off theory*.

Keputusan untuk memberikan dividen yang besar, yang berarti menahan sedikit laba; padahal laba ditahan merupakan cara pendanaan internal. Dengan pembagian dividen yang besar, berarti perusahaan menjadi semakin bergantung terhadap pendanaan eksternal. Sebaliknya, pembagian dividen yang rendah berarti menahan laba lebih banyak, sehingga meningkatkan sumber pendanaan internal. Dengan demikian sesuai dengan *pecking order theory*, maka semakin perusahaan tumbuh akan semakin besar *external financing* dan *external financing* ini berasal dari hutang. Oleh karena itu penggunaan hutang akan meningkat.

Ukuran perusahaan merupakan salah satu alat untuk mengukur besar kecilnya perusahaan. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar memiliki akses yang lebih besar untuk mendapat sumber pendanaan dari berbagai sumber, sehingga untuk memperoleh pinjaman dari kreditur juga akan lebih mudah karena perusahaan dengan ukuran yang lebih besar memiliki probabilitas yang lebih besar untuk memenangkan persaingan (Linawati dan Widodo 2010). Maka dengan demikian perusahaan dengan skala besar akan memiliki *leverage* yang lebih besar. Hal tersebut sesuai dengan *trade off theory*.

Faktor lain, yaitu profitabilitas, juga penting sebagai salah satu kunci untuk mengukur kinerja perusahaan. Menurut Horne dan Wachowicz (2012), profitabilitas adalah suatu hubungan yang terjadi antara laba dengan penjualan dan laba dengan investasi yang secara bersama-sama keduanya menunjukkan efektifitas keseluruhan operasi perusahaan. Menurut Xuan-Quang dan Zhong-Xin (2013) dalam *pecking-order theory*, perusahaan yang *profitable* cenderung lebih memilih menggunakan sumber dana internal dibandingkan dari sumber eksternal. Oleh karena itu, perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi akan cenderung untuk menggunakan sumber dana eksternal (utang) yang relatif kecil. Hal ini dikarenakan laba ditahan yang dimiliki sudah cukup memadai untuk digunakan dalam membiayai kebutuhan pendanaan perusahaan (Linawati dan Widodo 2010). Hal tersebut sesuai dengan *pecking order theory*.

Berbagai variabel di atas diterapkan pada sub sektor industri hotel, restoran dan pariwisata. Industri hotel, restoran dan pariwisata memiliki karakteristik padat modal (*capital intensive*) sehingga perusahaan yang bergerak dalam industri hotel, restoran dan pariwisata selain memiliki aset tetap yang besar, juga memiliki ukuran perusahaan dalam skala besar. Dari awal berdirinya hingga saat ini, perusahaan yang bergerak dalam industri hotel, restoran dan pariwisata telah mengalami pertumbuhan yang cukup tinggi.

2. RERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

Struktur Modal (*Capital Structure*)

Menurut Gitman (2000), struktur modal adalah "*Capital Structure is the mix of long term debt and equity maintained by the firm*". Struktur modal menjelaskan perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal adalah permasalahan yang penting bagi perusahaan karena struktur modal akan memiliki efek langsung terhadap

JBB

6, 1

3

posisi keuangan perusahaan.

Menurut Gitman (2000), tipe modal terbagi menjadi dua, yaitu modal utang (*debt capital*) dan modal sendiri (*equity capital*). Kebutuhan dana yang berasal dari pinjaman yang dilakukan oleh perusahaan memiliki berbagai alasan. Misalnya, tidak terpenuhinya kebutuhan dana yang berasal dari pendanaan internal yang berupa laba ditahan. Baik pendanaan yang bersumber dari internal maupun eksternal, sama-sama memiliki biaya. Biaya yang berasal dari akibat penggunaan utang misalnya, berupa beban bunga. Semakin tinggi penggunaan utang, maka semakin tinggi beban bunganya.

Teori dalam Struktur Modal

Trade-off Theory

Brealey dkk. (2001) mengenai *trade-off theory*, menyebutkan perusahaan akan berhutang sampai tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shield*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*).

Menurut Atmaja (2008) dalam *trade off theory*, struktur modal adalah asumsi dari hasil *trade off* antara keuntungan pajak dengan menggunakan utang dan biaya agensi yang akan terjadi. Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai pada titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan utang akan justru akan menurunkan nilai perusahaan. Dengan begitu, struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan keuntungan penggunaan hutang dengan biaya *financial distress* dan *agency problem*.

Pecking Order Theory

Ross dkk. (2008) mengemukakan bahwa "*The pecking-order theories implies that managers prefer internal to external financing. If external financing is required, managers tend to choose the safest securities, such as debt*". Mayangsari (2001) menyatakan bahwa *pecking order theory* cenderung memilih pendanaan sesuai urutan risiko, yaitu laba ditahan, utang dan terakhir penerbitan ekuitas.

Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Struktur Kepemilikan Manajerial (Managerial Ownership Structure)

Menurut Hartaro dan Atahau (2007), kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen perusahaan. Sujoko dan Soebiantoro (2007), menyatakan kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen. Menurut Mehran dkk. (1992), dalam Aida (2004), kepemilikan saham manajerial adalah proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen.

Kepemilikan manajerial dengan penggunaan hutang memiliki hubungan timbal balik. Artinya, peningkatan persentase kepemilikan manajerial akan mengurangi penggunaan hutang dan sebaliknya penurunan kepemilikan manajerial akan meningkatkan penggunaan hutang. Dalam *trade-off theory* dijelaskan, bahwa penggunaan hutang yang tinggi akan menyebabkan beban perusahaan semakin tinggi. Beban

perusahaan yang semakin tinggi disebabkan karena meningkatnya biaya keagenan (*agency cost*) dan biaya kebangkrutan (*financial distress*). Sebagai implikasinya, perusahaan dapat berhutang hanya pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shield*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan.

JBB
6, 1

Struktur Asset (*Asset Structure*)

Menurut Brigham dan Houston (2011) struktur aktiva adalah penentuan seberapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva secara garis besar dalam komposisinya yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap. Struktur aset menggambarkan sebagian jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*). Penelitian yang dilakukan oleh Viviani (2008) menunjukkan bahwa struktur aset yang diproksikan dengan aktiva tetap mempunyai pengaruh positif terhadap tingkat *leverage*. Dengan menjadikan asetnya sebagai jaminan, perusahaan lebih mudah dalam mendapatkan hutang pada bank, karena bank mempunyai interpretasi bahwa aktiva tetap tersebut sebagai garansi.

Dalam implikasi pada *trade-off theory*, perusahaan yang memiliki struktur aset yang besar maka porsi penggunaan hutangnya juga akan semakin besar karena semakin banyak aset tetap yang dapat digunakan sebagai jaminan. Akan tetapi dalam *trade-off theory* dijelaskan bahwa penggunaan hutang yang semakin besar akan meningkatkan biaya keagenan dan juga biaya kesulitan keuangan.

Likuiditas (*Liquidity*)

Menurut Horne dan Wachowicz (2012), tingkat likuiditas adalah alat untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek. Perusahaan yang dapat segera mengembalikan hutang jangka pendeknya akan mendapatkan kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah yang lebih besar.

Menurut Munawir (2001) likuiditas menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya yang harus segera dipenuhi, atau kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan pada saat ditagih. Oleh karena itu, dampak dari *trade-off theory*, semakin cepat perusahaan membayar utang, maka kreditur akan memberikan kepercayaan sehingga kreditur bersedia memberikan utang dengan jumlah yang lebih besar.

Risiko Bisnis (*Business Risk*)

Menurut Sawir (2004) risiko bisnis berkaitan dengan ketidakpastian tingkat pengembalian atas aktiva suatu perusahaan di masa mendatang, yang mengacu pada variabilitas keuntungan yang diharapkan sebelum bunga dan pajak (EBIT). Risiko bisnis merupakan akibat langsung dari keputusan investasi perusahaan, yang tercermin dalam struktur aktiva.

Seperti yang telah dijabarkan dalam *Trade-off Theory*, apabila perusahaan berutang dalam jumlah besar, maka akan semakin besar juga risikonya. Risiko ini diantaranya seperti biaya keagenan dan biaya kebangkrutan, serta ketidakmauan kreditur memberikan pinjaman dengan jumlah yang cukup besar.

Faktor-faktor yang

6

Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki risiko bisnis tinggi seharusnya menggunakan utang yang relatif rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki risiko bisnis rendah. Hal ini dikarenakan, perusahaan akan kesulitan untuk membayar utang apabila perusahaan menggunakan utang besar. (Mutaminah 2003).

Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*)

Keown dkk. (2005) menjelaskan bahwa kebijakan dividen perusahaan terkait dengan dua hal. Yang pertama adalah rasio pembagian dividen (*Dividend Payout Ratio*), yang menggambarkan jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap laba perusahaan. Yang kedua adalah stabilitas dari pembagian dividen tersebut. Stabilitas ini bisa menjadi sama pentingnya dengan seberapa besar dividen yang dibagikan.

Di dalam memformulasikan kebijakan dividen, manajer menghadapi *trade-off*. Ketika manajemen sudah menetapkan seberapa banyak harus berinvestasi, keputusan untuk memberikan dividen yang besar secara relatif menahan sedikit laba; padahal laba ditahan merupakan cara pendanaan internal, demikian sebaliknya.

Besarnya dividen yang akan dibagikan ini dapat diukur dengan menggunakan rasio pembagian dividen (*Dividend Payout Ratio*). Menurut Brigham dan Houston (2006) *Dividend Payout Ratio* adalah persentase dari laba bersih yang akan dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham. Jika dividen tunai meningkat maka dana perusahaan untuk *reinvestment* akan semakin berkurang sehingga perusahaan cenderung akan mencari sumber dana eksternal untuk mencukupi kebutuhannya (Brigham dan Houston 2001).

Dalam *pecking order theory* dijelaskan urutan pendanaan perusahaan. Untuk mendanai kebutuhan operasionalnya perusahaan akan menggunakan *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berupa laba ditahan) terlebih dahulu. Apabila pendanaan dari luar (*eksternal financing*) diperlukan, maka penerbitan sekuritas akan dilakukan berdasarkan sekuritas yang paling aman dahulu, yaitu dimulai dengan hutang hingga penerbitan saham baru.

Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Menurut Brigham dan Houston (2011), ukuran perusahaan adalah gambaran dari besar kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan yang berukuran besar cenderung memiliki kemampuan dan fleksibilitas yang lebih untuk mengakses sumber dana sehingga cenderung untuk meningkatkan hutangnya. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar dan kompleks tidak memiliki kendala untuk mendapatkan dana eksternal (hutang). Hal ini disebabkan perusahaan dengan ukuran besar memiliki risiko kebangkrutan yang kecil dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki level lebih kecil.

Seperti yang telah dijelaskan dalam *trade-off theory* bahwa ada beberapa dampak yang ditimbulkan akibat penggunaan hutang, seperti biaya keagenan dan biaya kebangkrutan. Semakin besar penggunaan hutang maka semakin besar pula biaya keagenan dan biaya kebangkrutan yang harus ditanggung oleh perusahaan. Oleh karena itu dalam hubungannya dengan *trade off theory*, meskipun dengan ukuran

perusahaan yang besar dapat memperoleh hutang yang lebih besar, akan tetapi besarnya hutang yang diperoleh sama dengan biaya kesulitan keuangan.

JBB
6, 1

Profitabilitas (*Profitability*)

Menurut Sartono (2001: 122) profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Menurut Linawati dan Widodo (2010) perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi atau profitabilitas yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang relatif kecil karena laba ditahan yang tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

Menurut Al-Najjar dan Taylor (2008), menurut teori pecking order dengan adanya informasi asimetris, perusahaan akan lebih memilih pembiayaan yang berasal dari internal dibandingkan pembiayaan yang berasal dari eksternal. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung memiliki laba ditahan yang besar.

Hipotesis

Struktur Kepemilikan dengan Struktur Modal

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen, Solberg dan Zorn (1992) mengenai penentuan secara simultan kepemilikan insider, hutang dan kebijakan dividen, menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil serupa sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Xuan-Quang dan Zhong-Xin (2013) mengenai dampak dari struktur kepemilikan terhadap struktur modal menyebutkan kepemilikan memiliki hubungan yang negatif terhadap struktur modal pada perusahaan. Berdasarkan bukti eksperimental diatas, menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan yang negatif.

H₁: Struktur kepemilikan berpengaruh negatif pada financial leverage.

Struktur Aktiva dengan Struktur Modal

Menurut Jensen dan Meckling (1976), Jensen (1986) dalam Al-Najjar dan Taylor (2008) teori keagenan menunjukkan bahwa modal dan struktur kepemilikan yang optimal dapat digunakan untuk meminimalkan biaya agensi. Oleh karena itu, antara aset yang berwujud dengan struktur kepemilikan memiliki hubungan yang negatif, karena aset yang berwujud dapat digunakan sebagai jaminan untuk mendapatkan hutang dalam skala yang lebih besar.

Penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008) mengenai hubungan antara struktur modal dan struktur kepemilikan menunjukkan bahwa terdapat bukti kuat dari hubungan yang positif antara aset berwujud dengan *leverage*. Ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan aset tetap yang besar dapat menggunakan aset tersebut sebagai jaminan untuk mendapatkan dana yang berasal dari hutang. Hal yang sama juga ditunjukkan dengan penelitian yang dilakukan oleh Viviani (2008) mengenai faktor-faktor yang menentukan struktur modal, yang juga menunjukkan adanya hubungan yang positif antara

Faktor-faktor yang

8

struktur asset dengan *leverage*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Gaud dkk. (2005), Booth dkk. (2001), Voulgaris dkk. (2004), Akhtar (2005) juga menunjukkan hasil yang sama. Hasil tersebut juga sesuai dengan teori keagenan tentang struktur modal.

H₂: Struktur aktiva berpengaruh positif pada *financial leverage*.

Likuiditas dengan Struktur Modal

Penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008) menunjukkan bahwa likuiditas memainkan peranan yang penting dalam menentukan struktur modal perusahaan. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut semakin siap dalam memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya. Selain itu, likuiditas yang tinggi akan memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan tersebut likuid sehingga investor akan percaya untuk memberikan modalnya kepada perusahaan tersebut. Maka dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan likuiditas yang tinggi akan cenderung untuk menggunakan hutang yang lebih besar. Dalam penelitian Al-Najjar dan Taylor (2008) serta Sabir dan Malik (2012) juga menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara likuiditas dengan leverage.

H₃: Likuiditas berpengaruh positif pada *financial leverage*.

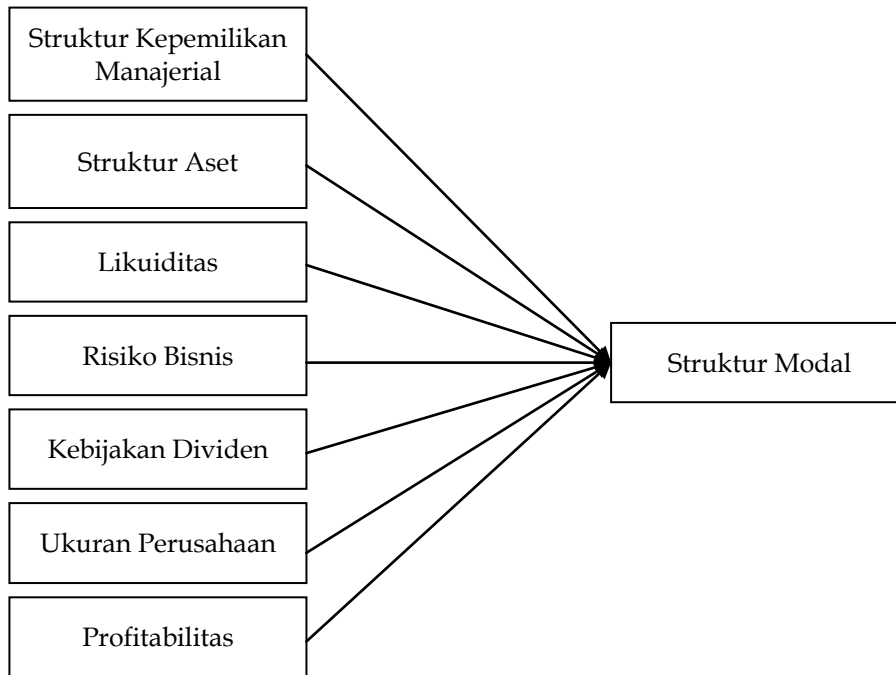
Risiko Bisnis dengan Struktur Modal

Menurut teori kebangkrutan yang ditulis dalam Al-Najjar dan Taylor (2008), ada hubungan yang negatif antara risiko bisnis dan struktur modal. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008) mengenai hubungan antara struktur modal dan struktur kepemilikan, bahwa risiko bisnis memiliki hubungan yang negatif dengan rasio hutang. Pendanaan yang berasal dari hutang akan membutuhkan komitmen karena pembayaran yang dilakukan secara periodik. Perusahaan dengan rasio yang tinggi cenderung akan menghadapi kesulitan keuangan yang tinggi. Penelitian selanjutnya akan melihat bagaimana hubungan antara risiko bisnis dengan struktur modal perusahaan.

H₄: Risiko bisnis berpengaruh negatif pada *financial leverage*.

Kebijakan Dividen dengan Struktur Modal

Menurut Sartono (2001), kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Keown dkk. (2005) menjelaskan bahwa kebijakan dividen perusahaan terkait dengan dua hal. Yang pertama adalah rasio pembagian dividen (*Dividend Payout Ratio*), yang menggambarkan jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap laba perusahaan. Yang kedua adalah stabilitas dari pembagian dividen tersebut. Stabilitas ini bisa menjadi sama pentingnya dengan seberapa besar dividen yang dibagikan. Dalam penelitian Al-Najjar dan Taylor (2008) mengemukakan bahwa kebijakan dividen yang diukur dengan proxy *dividend payout ratio* tidak memiliki hubungan yang signifikan antara kebijakan dividen dengan *leverage*.



Gambar 1
Rerangka Pemikiran

Tabel 1
Variabel dan Pengukuran

No.	Variable	Measurement
1.	Capital Structure (Dependent Variable)	$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$
2.	Ownership Structure	$\frac{\text{Total of Management's Stock}}{\text{Total of Stock}}$
3.	Assets Structure	$\frac{\text{Fixed assets}}{\text{Total assets}}$
4.	Liquidity	$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}}$
5.	Business Risk	$\sigma \text{BEP} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total assets}}$
6.	Dividend Policy	$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earnings per share}}$
7.	Firm Size	$\log (\text{Total assets})$
8.	Profitability	$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}}$

H₅: Kebijakan dividen berpengaruh negatif pada *financial leverage*.

Ukuran Perusahaan dengan Struktur Modal

Semakin banyaknya perusahaan maka semakin beragam pula ukuran perusahaan tersebut. Linawati dan Widodo (2010) mengatakan bahwa sebuah perusahaan dengan ukuran yang besar akan memiliki akses akses yang lebih besar untuk mendapatkan sumber pendanaan dari berbagai sumber, sehingga untuk memperoleh pinjaman dari kreditur juga akan lebih mudah karena perusahaan dengan ukuran yang lebih besar memiliki probabilitas yang lebih besar untuk memenangkan persaingan. Oleh karena itu, memungkinkan perusahaan besar dengan tingkat *leverage* akan lebih besar dari perusahaan yang berukuran lebih kecil.

Tabel 2
Ringkasan Statistik Deskriptif Variabel-variabel Penelitian

	N	Min.	Maks.	Mean	Std. Dev.
Leverage	72	0,0000	1,9736	0,3260	0,3724
Managerial Ownership (%)	72	0,0000	26,0300	3,5454	6,1221
Fixed Asset Ratio	72	0,1600	0,9700	0,6738	0,2076
Liquidity	72	0,1300	15,5300	1,6010	1,7643
Business Risk	72	0,0005	0,0443	0,0140	0,0113
Dividend	72	0,0000	0,4700	0,0342	0,0974
Size	72	10,0600	12,7100	11,5303	0,7109
Profitability	72	-1,5840	0,6414	0,0765	0,2380
Valid N (listwise)	72				

Sumber: Output SPSS, diolah penulis, 2015.

Tabel 3
Hasil Uji Asumsi Klasik

No.	Nama Uji	Hasil
1.	Uji Normalitas	Data berdistribusi normal
2.	Uji Autokorelasi	Tidak ada autokorelasi
3.	Uji Multikolinearitas	Tidak ada multikolinearitas
4.	Uji Heterokedastisitas	Tidak ada heterokedastisitas

Penelitian Al-Najjar dan Taylor (2008) menunjukkan, bahwa terdapat hubungan yang positif signifikan yang kuat antara ukuran perusahaan dan *leverage*. Hal tersebut juga dinyatakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Alzomaia (2014) mengenai faktor-faktor yang menentukan struktur modal pada perusahaan yang sudah *go-public*, yang menyebutkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang positif terhadap *leverage*. Penelitian lain seperti Sabir dan All Malik (2012) juga menyebutkan hal yang serupa. Artinya adalah semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil risiko kebangkrutannya jika dibandingkan dengan perusahaan kecil.

H₆: Ukuran perusahaan berpengaruh positif pada *financial leverage*.

Profitabilitas dengan Struktur Modal

Menurut Xuan-Quang dan Zhong-Xin (2013) dalam *pecking-order theory*, perusahaan yang *profitable* cenderung lebih memilih menggunakan sumber dana internal dibandingkan dari sumber eksternal. Oleh karena itu, perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi akan cenderung untuk menggunakan sumber dana eksternal (utang) yang relatif kecil. Hal ini dikarenakan laba ditahan yang dimiliki sudah cukup memadai untuk digunakan dalam membiayai kebutuhan pendanaan perusahaan (Linawati dan Widodo 2010).

Penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008), Xuan-Quang dan Zhong-Xin (2013), Huang dan Song (2006), serta Kesuma (2009) menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap *financial leverage*. Artinya, semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka akan semakin kecil penggunaan hutangnya.

H₇: Profitabilitas berpengaruh negatif pada *financial leverage*.

Rerangka pemikiran penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 1.

Tabel 4
Hasil Regresi Linear Berganda Variabel-Variabel Penelitian

Variabel	Koefisien Regresi	Signifikansi
Konstanta	-0,241	0,763
Struktur Kepemilikan Manajerial (MaOW)	-0,003	0,731
Struktur Aset (ASSETS)	-0,124	0,594
Likuiditas (LIQUI)	-0,012	0,633
Risiko Bisnis (BR)	4,303	0,310
Kebijakan Dividen (DIV)	-0,482	0,330
Ukuran Perusahaan (SIZE)	0,053	0,427
Profitabilitas (PROFT)	-0,385	0,049
R = 0,329	F = 1,113	
R Square = 0,109	Sig. = 0,366	
Adjusted R Square = 0,011		

Notes:

a. Variabel Dependen: LEV.

b. Variabel Independen: MaOW, ASSETS, LIQUI, BR, DIV, SIZE, PROFT.

3. METODE PENELITIAN

Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan yang ada dalam industri hotel, restoran dan pariwisata. Sampel diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Selain itu, penelitian ini mencakup pengujian hipotesis dan pengujian validitas asumsi regresi linear. Penelitian ini menggunakan data *pooling (pooled time series)*, yang merupakan kombinasi dari data runtut waktu (*time series*) dan data silang tempat (*cross section*).

Metode Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

Penelitian ini menggunakan persamaan regresi linear berganda dan sebagai alat pengolahan data digunakan program SPSS versi 18.0. Diasumsikan bahwa variabel dependen (struktur modal) memiliki hubungan yang linear dengan variabel-variabel independen. Pengukuran masing-masing variabel dapat dilihat pada Tabel 1.

Adapun model umum regresi yang akan dibentuk berdasarkan asumsi tersebut diatas adalah:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 MaOW_{it} + \beta_2 ASSETS + \beta_3 LIQUI_{it} + \beta_4 BR_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 PROFT_{it} + \epsilon_{it}, \quad (1)$$

dengan $i = 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18$ dan $t = 1, 2, 3, 4$.

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan menguji koefisien regresi dari model di atas. Pengujian hipotesis ini terdiri dari uji statistik dan uji statistik F.

4. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik

Hasil analisis statistik deskriptif dan regresi secara ringkas dapat dilihat pada Tabel 2, 3 dan 4.

Pengujian Hipotesis

Dari tujuh hipotesis, hanya satu hipotesis yang terdukung, yaitu hipotesis ke tujuh. Hasil regresi menunjukkan adanya pengaruh yang nega-

tif dan signifikan dari variabel profitabilitas terhadap *leverage*. Hal tersebut mendukung *pecking order theory*. Ada tiga variabel dalam penelitian ini yang meskipun hasilnya tidak signifikan, akan tetapi arahnya sama dengan yang diharapkan. Tiga variabel tersebut adalah struktur kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan.

Tidak signifikannya hasil pengujian di atas, untuk struktur kepemilikan disebabkan sebagian besar perusahaan, tidak memiliki prosentase kepemilikan manajerial dan sedikit perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan manajerial prosentasenya sangat kecil. Kemudian, kebijakan dividen pun demikian, data menunjukkan bahwa, perusahaan tidak selalu membagikan dividen setiap tahunnya. Oleh karena itu, hasil pengujian tidak maksimal. Adapun untuk ukuran perusahaan didapat hasil yang sangat fluktuasi, artinya ukuran perusahaan yang satu dengan yang lainnya sangat berbeda jauh sehingga hal ini dapat mempengaruhi hasil penelitian.

Nilai F dalam Tabel 4, juga menunjukkan nilai yang tidak signifikan. Tidak signifikannya nilai tersebut ditunjukkan dengan besarnya nilai signifikansi F sebesar 0,366. Hal tersebut berarti variabel struktur kepemilikan, struktur aset, likuiditas, risiko bisnis, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan profitabilitas secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel *financial leverage*.

5. SIMPULAN, IMPLIKASI, SARAN DAN KETERBATASAN

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang telah dilakukan, dapat ditarik simpulan. Pertama, perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri hotel, restoran dan pariwisata yang ada di Indonesia dan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia lebih cenderung menggunakan modal sendiri untuk membiayai ekspansi usahanya. Hal ini terlihat dari sebagian besar perusahaan-perusahaan tersebut tidak membagikan dividen yang tercermin dalam angka-angka yang ada pada Tabel 4. Hal tersebut juga berarti bahwa perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri hotel, restoran dan pariwisata lebih cenderung menganut *pecking order theory*. Kedua, sebagian besar manajemen pada perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri hotel, restoran dan pariwisata tidak memiliki kepemilikan saham. Dengan kata lain, kepemilikan manajerial dalam perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri hotel, restoran dan pariwisata sangat kecil.

Saran untuk calon peneliti selanjutnya yang akan mengembangkan penelitian ini adalah untuk penelitian selanjutnya, berkaitan dengan *pecking order theory*, sebaiknya melihat apakah perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam bidang hotel, restoran dan pariwisata menggunakan teori kebijakan dividen, yaitu *residual theory*.

DAFTAR RUJUKAN

- Ainul, Aida M 2004, 'Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Utang', *Jurnal Studi Bisnis*, 2 (1), 19-30.
- Akhtar, S 2005, 'The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporation', *Australian Journal of Management*, Vol. 30, No. 2, hal. 321-341.
- Al-Najjar, Basil dan Peter Taylor, 2008, 'The Relationship Between Cap-

- ital Structure and Ownership Structure', *Managerial Finance*, Vol. 34, No. 12, hal. 919-933.
- Alzomaia, Turki SF 2014, 'Capital Structure Determinants of Publicly Listed Companies in Saudi Arabia', *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 8, No. 2, hal. 53-67.
- Atmaja, Lukas Setia, 2008, *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama Yogyakarta: Andi.
- Badhuri, S 2002, 'Determinants of corporate borrowing: some evidence from the Indian corporate structure', *Journal of Economics and Finance*, Vol. 26, hal. 200-15.
- Booth.L, Aivazian, V, Demirguc-Kunt, A dan Maksimovic, V 2001, 'Capital structure in developing countries', *The Journal of Finance*, Vol. 56, hal. 87-130.
- Brealey, Richard A Stewart C, Myers, Alan J dan Marcus, 2001, *Fundamentals of Corporate Finance*, Third Edition, Singapore: Mc Graw-Hill.
- Brigham, Eugene F dan Joel F Houston, 2001, *Manajemen Keuangan*, diterjemahkan oleh Herman Wilbowo, Edisi Kedelapan, Buku Kedua, Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F dan Joel F Houston, 2006, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, diterjemahkan oleh Ali Akbar Yulianto, Edisi Kesepuluh, Buku Kedua, Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F dan Joel F Houston, 2011, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi 11, Jakarta: Salemba Empat.
- Gaud,P, Jani, E, Hoesli, M dan Bender, A 2005, 'The Capital Structure of Swiss Companies: an empirical analysis using dynamic panel data', *European Financial Management*, Vol. 11, No. 1, hal. 51-69.
- Gitman, Lawrence J 2000, *Principle of Managerial Finance*, Seventeenth Edition, Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company.
- Gujarati, DN 1995, *Basic Econometrics*, New York: Mc Graw-Hill.
- Hartaro dan Atahau, 2007, 'Analisis Interdependensi Insider Ownership, Tingkat Hutang, Dividen Perusahaan secara Simultan di Indonesia Periode 1990-1992 dan 2000-2003', *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. XIII, No. 1, Maret: 1-19.
- Horne, James C Van dan Wachowicz, John M 2012, *Fundamentals of Financial Management*, Jakarta: Salemba Empat.
- Huang, G dan Song, FM 2006, 'The Determinants of Capital Structure: Evidence From China', *China Economic Review*, 17, 14-16.
- Jensen, Gerald R, Donald P Soulberg dan Thomas S Zorn, 1992, 'Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies', *The Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2 (Juli 1992), hal. 247-263.
- Jensen, M and Meckling, W 1976, 'The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, hal. 305-60.
- Keown, Arhur J, David F Scott, Jr, John D Martin, J William Petty, 2005, *Manajemen Keuangan; Prinsip-Prinsip Dasar dan Aplikasi*, Jilid 2, PT Index kelompok Gramedia, Jakarta.
- Kesuma, Ali, 2009, 'Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal serta Pengaruhnya terhadap Harga Saham Perusahaan Real

- Estate yang Go Public di Bursa Efek Indonesia', *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 11, No. 1, hal. 38-45.
- Linawati, Ari dan Agus Widodo, 2010, 'Analisis Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal', *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, Vol. 10, No. 2, 2010: 129-140.
- Mayangsari, Sekar, 2001, 'Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypotesis', *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, 1(3), hal. 1-26.
- Munawir, S 2001, *Analisis Laporan Keuangan*, Edisi Keempat, Yogyakarta: Liberty.
- Mutaminah, 2003, 'Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial yang Go Public di Pasar Modal Indonesia', *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, hal. 187-221.
- Riyanto, Bambang, 1997, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat, Yogyakarta: BPFE.
- Ross, Stephen A, Westerfield, Randolph W, Jaffe, Jeffrey dan Jordan, Bradford D 2008, *Modern Financial Management*, Eight Edition, New York: McGraw-Hill Companies Inc.
- Sabir, Mahvish dan All Malik, Qalsar, 2012, 'Determinants of capital structure – A study of oil and gas sector of Pakistan', *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 3, No. 10, hal. 395-400.
- Sartono, Agus, 2001, *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat, Yogyakarta: BPFE.
- Sawir, Agnes, 2004, *Kebijakan Pendanaan dan Restrukturisasi Perusahaan*, Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Sujoko dan Soebianto, Ugy, 2007, 'Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan', *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 9, No. 1, Universitas Kristen Petra, Surabaya.
- Viviani, Jean Laurent, 2008, 'Capital Structure Determinants: an empirical study of French companies in the wine Industry', *International Journal of Business Research*, Vol. 20, No. 2, hal. 171-194.
- Voulgaris, F, Asteriou, D dan Agiomirgianakis, G 2004, 'Size and Determinants of Capital Structure in The Greek Manufacturing Sector', *International Review of Applied Economics*, Vol. 18, No. 2, hal. 247-62.
- Weston, J Fred dan Eugene F Brigham, 1998, *Manajemen Keuangan*, Terjemahan Wasana, Jaka A Jilid 1, Jakarta: Binarupa Aksara.
- Xuang-Quang, Do dan Wu Zhong-Xin, 2013, 'Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure: The Case of Vietnamese Firms', *Australian Journal of Business and Management Research*, Vol. 3, No. 03, hal. 11-19.

ACKNOWLEDGEMENT

Artikel ini pernah dipresentasikan pada 4th International Conference on Business and Banking di Lombok tanggal 24-26 Agustus 2016.

Koresponden Penulis

Agustinus Kismet Nugroho Jati dapat dikontak pada e-mail: agustinus@perbanas.ac.id.