

Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007

Glenn Indrajaya
Mahasiswa Jurusan Akuntansi-UKM

Herlina
Dosen Program Magister Manajemen dan Magister Akuntansi-UKM

Rini Setiadi
Mahasiswa Program Magister Manajemen-UKM

ABSTRACT

The main purpose of this study was to determine whether the variables are considered to affect the company's capital structure by a variety of literature and previous research, is able to explain the company's capital structure policy in the mining sector enterprises. In addition this study also aims to determine where the greatest variable in explaining variations in leverage (capital structure). The variables analyzed in this study is the asset structure, firm size, growth rate, profitability, and business risk. The mining sector enterprises are listed on the Stock Exchange became the study sample, where the period of observations were made from 2004 to 2007. The samples taken using a purposive sampling method. Multiple linear regression model by pooling the data used in this study as a method of analysis of research. The results showed that the structure of assets and firm size has a positive and significant influence on capital structure, while profitability has a negative and significant influence on capital structure. Meanwhile, two other variables, the rate of growth and business risk does not significantly influence capital structure. The results show that profitability has the most impact on capital structure. The five independent variables simultaneously significant effect on capital structure, with adjusted R-square value of regression models for the study 46.4%.

Key words: Capital Structure, Leverage, Asset Structure, Size, Company, Profitability.

PENDAHULUAN

Dari sisi sumber dana ekuitas di pasar modal, sumber dana dari penerbitan saham kepada publik dalam satu dekade terakhir di Indonesia mengalami peningkatan yang semakin berarti. Keadaan ini ditandai dengan meningkatnya emiten yang listing di Bursa Efek Indonesia selama satu dekade terakhir serta indeks saham gabungan IHSG di Bursa Efek Indonesia yang pada Desember 2007 mencapai rekor tertinggi selama sejarah pasar modal Indonesia, dimana IHSG saat itu mencapai level 2745,83, meskipun pada pertengahan tahun 2008 ini, indeks IHSG anjlok ke kisaran level 2100-an akibat kenaikan harga BBM dan

inflasi, serta menurunnya harga saham-saham perusahaan komoditas. Terlepas dari keadaan pasar modal yang bullish maupun bearish, minat perusahaan untuk menyerap dana dari pasar modal masih cukup tinggi.

Semakin terbukanya akses terhadap sumber dana bagi perusahaan, selain menciptakan kemudahan juga menciptakan konsekuensi dan dampak finansial yang berbeda pula. Oleh karena itu seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan secara cermat manfaat maupun biaya dari sumber dana yang akan dipilih.

Masalah aktivitas pendanaan pada kenyataannya juga tidak terlepas dari keadaan ekonomi global dan domestik yang akhir-akhir ini semakin berfluktuasi dan cenderung menurun. Pada bulan juli 2008, harga minyak mentah dunia menembus hingga ke level \$140/barel, hampir naik tujuh kali lipat dibandingkan pada tahun 2000, dimana harga minyak dunia hanya \$27/barel. Kenaikan harga minyak dunia dipicu oleh adanya ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran. Pada kuartal ketiga 2007, total suplai minyak dunia diperkirakan mencapai 85,57 juta barel per hari (bph), dengan kontribusi produksi minyak mentah negara anggota OPEC sebesar 30,48 juta bph atau sekitar 36%. Selain itu, laju konsumsi di China dan India yang terus meroket dan melemahnya dolar AS ikut memicu kenaikan harga (Kuncoro, 2007).

Kenaikan harga BBM pada akhir Mei 2008, secara cepat meningkatkan tingkat inflasi tahunan (year on year) pada bulan Juli 2008 hingga mencapai 11,03 persen (BPS). Tingkat harga komoditas yang tinggi akibat kenaikan harga BBM ditambah ancaman krisis pangan global menyebabkan tingginya angka inflasi di Indonesia. Inflasi yang tinggi dapat menyebabkan menurunnya daya beli masyarakat. Kenaikan tingkat inflasi juga telah memicu Bank Indonesia untuk menaikkan tingkat suku bunga acuan, BI Rate bulan Agustus 2008 menjadi 9,5% guna meredam laju inflasi yang semakin tinggi. Naiknya BI Rate ini juga menyebabkan meningkatnya tingkat bunga kredit pinjaman, yang pada akhirnya akan menyebabkan sektor riil terkena dampaknya sehingga dapat menyebabkan peningkatan biaya produksi akibat tingginya biaya produksi dan beban bunga kredit. Naiknya biaya produksi dan beban bunga serta melemahnya daya beli masyarakat akan meningkatkan risiko perusahaan terhadap ancaman kebangkrutan. Oleh karena itu, perusahaan dalam keadaan seperti sekarang ini harus semakin bijak dalam menentukan keputusan pendanaan yang akan dilakukan terutama dalam penggunaan utang.

Pada dasarnya secara teoritis (teori MM dengan efek pajak), penggunaan utang dapat menyebabkan nilai suatu perusahaan meningkat, walaupun pada kenyataannya pengaruh utang terhadap harga saham sulit untuk diukur. Penggunaan utang memiliki keuntungan dan kelemahan. Keuntungan dari penggunaan utang adalah bunga yang dibayarkan dapat mengurangi pajak yang dibayarkan dan dengan demikian menurunkan biaya efektif dari utang. Di sisi lain, penggunaan utang juga memiliki kelemahan. Pertama, penggunaan utang yang semakin tinggi akan menyebabkan kenaikan risiko perusahaan, kenaikan risiko yang tinggi akan menyebabkan pihak debtholder/kreditur juga menetapkan suku bunga yang tinggi pada pinjamannya kepada perusahaan. Kedua, pada keadaan ekonomi yang menurun seperti sekarang ini, kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan menjadi semakin besar dan apabila ternyata laba operasinya tidak mampu menutup beban bunga, maka pemegang sahamlah yang harus menutup kekurangannya, dan perusahaan dapat bangkrut jika tidak mampu membayarnya (Brigham dan Houston, 1998:4). Dengan

demikian jika terlalu banyak memiliki utang, maka perusahaan akan sulit untuk berkembang dan dapat membuat pemegang saham untuk berpikir dua kali untuk tetap menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut (Brigham dan Houston, 1998: 4).

Penggunaan sumber ekuitas yang tinggi juga dapat menyebabkan kontrol yang berlebihan dari para pemegang saham terhadap pihak manajemen (Paramu, 2007). Situasi yang pada tingkat tertentu tidak disukai oleh pihak manajemen. Tarik menarik akan konsekuensi pendanaan seperti ini terkadang menjadi permasalahan dalam memutuskan penggunaan sumber dana yang akan digunakan, meskipun sebetulnya perusahaan semakin leluasa dalam menentukan sumber dana yang akan digunakan.

Kebijakan struktur modal pada dasarnya melibatkan perimbangan (trade – off) antara risiko yang ditanggung oleh pemegang saham dan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham. Di satu sisi penggunaan sumber dana seperti utang atau penerbitan obligasi untuk memenuhi kebutuhan dana, dapat meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham, namun di sisi lain, penggunaan lebih banyak utang juga akan memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham. Risiko yang tinggi akan cenderung menurunkan harga saham, tetapi juga dapat meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan sehingga akan menaikkan harga saham (Brigham dan Houston, 1999: 5). Oleh karena itu perusahaan harus dapat menemukan proporsi utang dan ekuitas yang tepat yang dapat memaksimumkan harga saham. Struktur modal yang optimal harus berada pada keseimbangan antara risiko dan pengembalian yang dapat memaksimumkan harga saham. Dikarenakan usaha untuk memaksimumkan nilai perusahaan dan kekayaan investor merupakan tujuan utama suatu perusahaan, maka sudah seharusnya pihak manajemen, dalam hal ini manajer keuangan untuk memutuskan bauran sumber – sumber dana yang efisien, yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan. Yang menjadi permasalahan adalah apakah tingkat pengembalian yang diharapkan, dalam kaitannya dengan penggunaan utang cukup untuk mengkompensasi kenaikan risiko yang harus dihadapi pemegang saham, dan seberapa besar proporsi utang dan ekuitas yang optimal.

Dilihat secara matematis, maka untuk menentukan struktur modal yang optimal adalah dengan menghitung pengaruh berbagai penggunaan tingkat hutang terhadap harga saham dan biaya modal (Brigham dan Houston, 1998: 28). Secara matematis, struktur modal yang optimal adalah proporsi utang dan ekuitas yang menyebabkan biaya modal perusahaan/WACC (Weighted Average Cost of Capital) berada pada tingkat minimal. Dimana WACC yang minimum akan memaksimumkan harga saham. Namun menurut Brigham dan Houston (1998: 27), dalam analisis ini terdapat sejumlah kesulitan praktis, diantaranya suatu manajer perusahaan mungkin dapat bersikap lebih konservatif dalam melakukan pendanaan terkait tanggung jawab perusahaan pada kegiatan usaha yang bersifat memberikan pelayanan vital kepada publik seperti listrik atau telepon sehingga mereka akan membatasi penggunaan utang yang dapat membahayakan kelangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang, meskipun tindakan ini akan bertentangan dengan usaha memaksimumkan harga saham. Sehingga dalam praktiknya menentukan struktur modal memerlukan banyak faktor yang bersifat judgemental yang perlu dipertimbangkan oleh perusahaan, dan terlebih di dalam realitas ekonomi yang sangat berfluktuasi seperti yang telah dibahas diatas, maka penentuan struktur modal oleh perusahaan membutuhkan lebih dari sekedar perhitungan matematis saja.

Dalam usaha para akademisi untuk menjelaskan bagaimana perusahaan seharusnya melakukan pendanaan, maka muncullah teori-teori struktur modal. Teori mengenai struktur modal modern bermula pada tahun 1958, dimana Professor Franco Modigliani dan Professor Merton Miller mempublikasikan teori struktur modal pada serangkaian asumsi-asumsi yang dipandang tidak realistis. Teori ini dikenal dengan teori MM tanpa efek pajak, dimana kesimpulan dari teori ini adalah bahwa struktur modal tidak relevan terhadap nilai perusahaan. Namun pada tahun-tahun berikutnya teori-teori mereka mulai diperbaiki dengan melakukan perbaikan pada kondisi yang lebih realistis (Teori MM dengan efek pajak). Teori struktur modal pada perkembangannya terus mengalami perbaikan-perbaikan sebagai usaha untuk dapat lebih menjelaskan secara teoritis dan realistis mengenai penentuan struktur modal yang dilakukan oleh perusahaan. Teori-teori selanjutnya adalah teori Trade-Off yang dikemukakan oleh Stiglitz (1969), Haugen dan Papas (1971), dan Rubenstein, dimana teori ini didasarkan pada teori MM dengan efek pajak ditambah dengan faktor agency Cost dan Financial Distress yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Teori-teori struktur modal lainnya lebih mengarah kepada teori yang bersifat psikologis yang berusaha menjelaskan bagaimana sikap manajemen (Management behaviour) terhadap keputusan penentuan struktur modal. Teori-teori tersebut antara lain agency approach theory, dan teori Pecking Order yang dikembangkan oleh Donald Donaldson (1961) yang merupakan teori berdasarkan penelitian dengan mengamati perilaku struktur modal perusahaan-perusahaan Amerika. Teori Pecking Order tidak membahas bagaimana menemukan struktur modal yang optimal, namun hanya menjelaskan urutan pendanaan (Hanafi, 2004). Dikarenakan teori Pecking Order kurang menjelaskan secara teoritis mengapa urutan itu terjadi, maka Myers dan Majluf (1977), memberikan justifikasi teoritis, teori ini dikenal dengan teori Asimetri Informasi. Teori struktur modal lainnya yang cukup luas dikenal adalah teori signaling.

Penelitian-penelitian empiris yang secara khusus dilakukan menguji kebenaran teori-teori struktur modal maupun faktor-faktor yang dianggap akan mempengaruhi struktur modal, telah banyak dilakukan oleh banyak kaum akademisi di dunia. Penelitian empiris terhadap teori struktur modal di Indonesia salah satunya dilakukan oleh Adrianto dan Wibowo (2007), dimana mereka melakukan pengujian mengenai kebenaran Pecking Order Theory. Hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa Pecking Order Theory belum dapat dibuktikan pada seluruh kondisi perusahaan. Penentuan teori struktur modal mana yang sesuai, sangat bergantung pada kondisi perusahaan tersebut (Adrianto dan Wibowo, 2007). Myers (2001) dalam (Adrianto dan Wibowo, 2007) juga mengemukakan pendapat bahwa tidak ada satu teori universal yang berkaitan dengan penentuan struktur modal perusahaan. Dengan demikian kesimpulannya adalah tidak ada satupun teori struktur modal yang mampu menggambarkan secara luas dan konsisten bagaimana seharusnya perusahaan melakukan pendanaan atau membentuk struktur modalnya.

Penelitian ini lebih dimaksudkan untuk menemukan bukti empiris dari faktor-faktor yang dianggap mempengaruhi struktur modal perusahaan, meski demikian faktor-faktor tersebut merupakan proxy dari teori-teori struktur modal yang sudah ada seperti pecking order theory dan trade-off theory. Variabel-variabel yang sering diteliti diantaranya adalah tingkat pertumbuhan (growth), struktur aktiva (tangibility assets), profitabilitas (profitability), risiko bisnis (business risk), dan ukuran perusahaan (firm Size).

Beberapa penelitian awal terkait faktor-faktor diatas sudah dilakukan oleh Bowen et al. (1982), Bradley et al. (1984), Long dan Malitz (1985), Titman dan Wessels (1988), Friend dan Hasbrouch (1988), Mackie-Mason (1990), Rajan dan Zingales (1995), yang hampir semuanya mengukur perilaku keputusan pendanaan dengan menggunakan leverage, dan faktor-faktor dalam teori struktur modal seperti, assets tangibility, firm size, growth, profitability, earning volatility, flexibility, dan lain-lain.

Beberapa penelitian serupa yang dilakukan di Indonesia juga menggunakan variabel-variabel yang hampir serupa, seperti yang dilakukan oleh Christianti (2006), dimana penelitiannya menyimpulkan bahwa atribut assets tangibility, growth, profitability mempunyai pengaruh terhadap leverage perusahaan dalam penentuan keputusan pendanaan untuk perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta pada periode 2000-2003, sementara menurut penelitian yang dilakukan Susetyo (2006), risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Lebih lanjut pula, penelitian yang dilakukan Paramu (2006) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat penggunaan hutang (leverage) perusahaan yang Go Public di Indonesia. Oleh karena itu penelitian ini, merupakan penelitian yang menguji kembali faktor-faktor yang dianggap sebagai determinan terhadap keputusan struktur modal perusahaan.

Sektor pertambangan menjadi objek penelitian ini, dikarenakan dewasa ini sektor pertambangan menjadi sektor primadona di kalangan investor. Fenomena ini tidak mengherankan, sebab perusahaan-perusahaan pertambangan Indonesia dianggap memiliki keunggulan kompetitif untuk memanfaatkan peluang pertumbuhan yang relatif tinggi. Oleh karenanya menarik untuk dikaji bagaimana perusahaan-perusahaan pertambangan melakukan kebijakan pendanaan, serta faktor apa yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan. Perusahaan-perusahaan pertambangan Indonesia memiliki keunggulan kompetitif di pasar global, sebab Indonesia masuk kedalam jajaran produsen terbesar dunia untuk beberapa komoditas tambang. Indonesia juga dinilai sebagai negara yang memiliki sumber daya alam yang sangat menjanjikan. Posisi Indonesia dalam hal potensi sumber daya komoditas tambang, mengalahkan Peru, Australia, Mexico, dan Afrika Selatan (Asteria, 2008).

Sektor pertambangan dinilai memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi dikarenakan melonjaknya permintaan akan komoditas tambang seperti nikel dan timah dengan tajam, akibat tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi di kawasan asia terutama China dan India, selain itu dari sektor energi, peningkatan kebutuhan energi dunia seperti minyak bumi, gas alam, dan batu bara, telah menyebabkan jumlah permintaan yang tinggi pula di dunia.

Selain pertumbuhan yang tinggi, perusahaan pertambangan juga memiliki tingkat risiko yang tinggi pula. Risiko yang dihadapi perusahaan pertambangan adalah risiko fluktuasi harga komoditas barang tambang di pasar komoditas dunia, serta risiko dalam kegiatan eksplorasi yang dilakukan oleh perusahaan pertambangan (Qomariyah, 2008).

Adanya peluang tingkat pertumbuhannya relatif tinggi serta dapat memberikan return yang sangat tinggi, menyebabkan harga saham-saham perusahaan pertambangan naik cukup signifikan beberapa tahun terakhir. Pergerakan saham-saham sektor pertambangan memberikan kontribusi yang cukup besar bagi perubahan posisi IHSG. Sektor pertambangan dan perkebunan memiliki total kapitalisasi pasar hampir 25 persen dari total kapitalisasi pasar seluruh saham di BEI. Sebanyak 75 persen lagi tersebar di delapan sektor lain,

seperti sektor keuangan, aneka industri, dan infrastruktur. Komposisi ini menunjukkan naik turunnya harga saham di sektor pertambangan dan perkebunan akan memberikan pengaruh sebesar 25 persen terhadap pergerakan IHSG (Marulitua, 2008).

PERMASALAHAN

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas, maka permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah kebijakan struktur modal perusahaan pertambangan yang Go Public (2004-2007) dipengaruhi baik secara parsial maupun simultan oleh faktor-faktor seperti struktur aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, dan risiko bisnis?
2. Dari seluruh faktor-faktor penentu kebijakan struktur modal yang diteliti, faktor mana yang memberi pengaruh paling besar terhadap kebijakan pendanaan / struktur modal dari perusahaan pertambangan?

Batasan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan sebaik-baiknya, namun dikarenakan satu dan lain hal terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, yaitu:

1. Keterbatasan dalam mengambil variabel dalam melakukan penelitian. Kebijakan struktur modal / pendanaan yang dilakukan perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor-faktor yang diteliti saja, namun juga sangat dimungkinkan oleh beberapa faktor-faktor lain.
2. Keterbatasan dalam menggunakan sampel dari perusahaan-perusahaan Go Public yang berada pada industri pertambangan saja, ini terkait dengan latar belakang dan tujuan penelitian. Oleh karena itu, hasil penelitian ini tidak mencerminkan keseluruhan industri dalam melakukan kebijakan struktur modal / pendanaan.
3. Pengamatan penelitian hanya dilakukan selama empat tahun, dimulai dari periode 2004 hingga periode 2007.
4. Dalam penelitian ini setiap variabel dependen dan variabel independen, hanya akan diwakili oleh satu *proxy*.
5. Setiap hipotesis penelitian dikembangkan berdasarkan pada dua teori struktur modal, yaitu *pecking order theory* atau *trade-off theory*. Teori-teori lain hanya bersifat mendukung.

Teori Struktur Modal

Salah satu isu penting yang dihadapi oleh para manajer keuangan adalah hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Menurut Martono dan Harjito (2004:240), struktur modal adalah perbandingan atau imbang pendanaan jangka panjang terhadap modal sendiri. Menurut Husnan (1996), teori struktur modal pada awalnya ingin menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan

struktur modal terhadap nilai perusahaan, seandainya keputusan investasi dan kebijakan dividen dipegang konstan. Jika dengan merubah struktur modalnya ternyata nilai perusahaan berubah, maka perusahaan dapat menetapkan kebijakan struktur modal yang terbaik. Struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham adalah struktur modal yang optimal / terbaik. Oleh karena itu setiap keputusan pendanaan mengharuskan manajer

keuangan untuk dapat mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber-sumber dana yang akan dipilih karena masing-masing sumber dana mempunyai konsekuensi finansial

yang berbeda. Teori struktur modal pada perkembangannya terus mengalami perbaikan-perbaikan sebagai usaha untuk dapat lebih menjelaskan secara teoritis dan realistis mengenai penentuan struktur modal yang dilakukan oleh perusahaan. Pada perkembangannya teori perkembangannya teori struktur modal tidak lagi membicarakan mengenai bagaimana perusahaan menemukan struktur modal optimal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan, namun lebih menjelaskan mengenai perilaku pendanaan yang dilakukan pihak manajemen dalam memenuhi kebutuhan dananya. Struktur modal pada kenyataannya dianggap sangat sulit untuk diukur pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, sehingga sulit menentukan struktur modal yang optimal. Pada pertemuan tahunan Financial Management Association (FMA) yang diadakan tahun 1989, disimpulkan beberapa hal mengenai struktur modal perusahaan: struktur modal perusahaan:

1. Dalam praktik sangat sulit menentukan titik struktur modal yang optimal. Bahkan untuk membuat suatu range untuk struktur modal yang optimal pun sangat sulit. Oleh karena itu, kebanyakan perusahaan hanya memperhatikan apakah perusahaan terlalu banyak menggunakan utang atau tidak.
2. Ada kenyataan bahwa walaupun struktur modal perusahaan dianggap jauh dari optimal, tapi dampaknya pada nilai perusahaan tidak terlalu besar. Dengan kata lain keputusan tentang struktur modal tidak sepenting keputusan investasi, yang memiliki dampak yang lebih besar terhadap nilai perusahaan.

Meski demikian menurut Sartono (2001: 225) pemahaman mengenai teori struktur modal akan membantu manajer keuangan untuk mengidentifikasi faktor utama yang mempengaruhi struktur modal yang optimal.

Teori-teori struktur modal yang akan dibahas lebih lanjut dalam penelitian ini antara lain adalah : net profit approach, net operating income approach, traditional approach, teori MM (Modigliani-Miller) tanpa pajak perusahaan, teori MM (Modigliani-Miller) dengan pajak perusahaan, trade – off theory, pecking order theory, teori asimetri informasi, signaling theory, agency approach theory, dan model market timing.

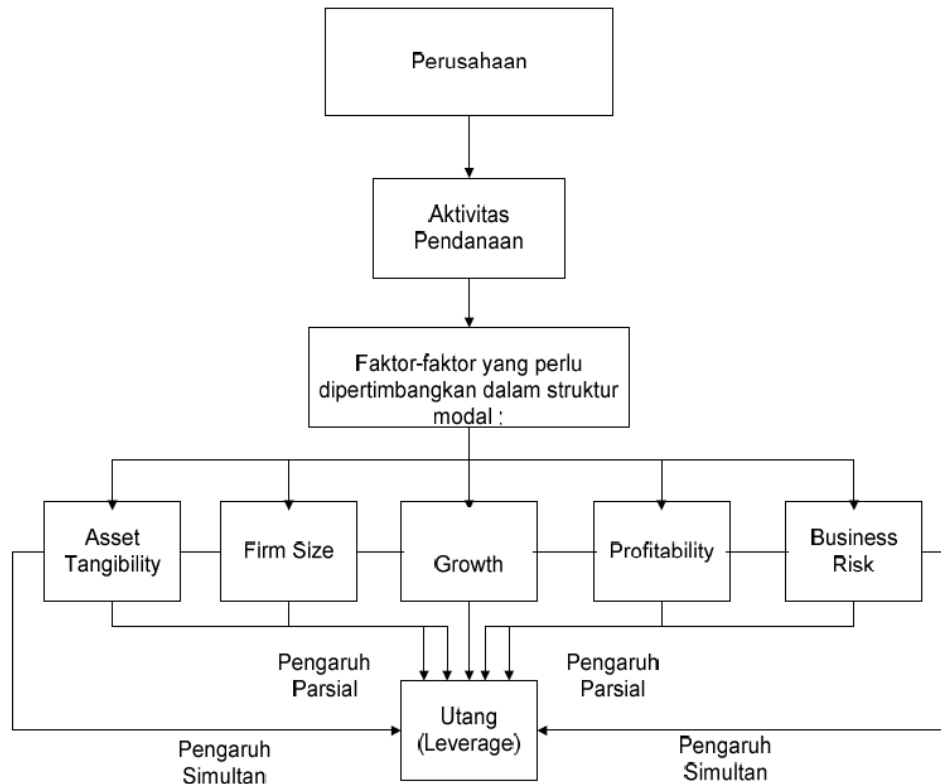
Kerangka Pemikiran

Manajer keuangan suatu perusahaan melakukan aktivitas pendanaan untuk memenuhi kebutuhan dana dari aktivitas operasi dan investasi. Pendanaan jangka pendek biasanya terkait dengan aktivitas operasi sedangkan pendanaan jangka panjang terkait dengan aktivitas investasi pada aktiva tidak lancar. Dalam penelitian ini pendanaan akan terfokus pada pendanaan akan kebutuhan investasi perusahaan. Dalam melakukan pendanaan, perusahaan dapat menggunakan utang dan juga ekuitas (laba ditahan, saham biasa, maupun saham preferen). Utang juga dapat diklasifikasikan berdasarkan subjeknya seperti utang bank, penerbitan obligasi kepada perusahaan lain, atau penerbitan obligasi kepada publik.

Perusahaan dalam mencari kebutuhan dana selain mempertimbangkan jenis sumber dana juga perlu mempertimbangkan apakah akan menggunakan dana internal (laba ditahan) atau mencari dana kepada pihak luar (seperti penerbitan obligasi atau penerbitan saham baru). Dikarenakan tujuan utama manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan, maka perusahaan harus mencari sumber dana dengan biaya paling murah (Hanafi, 2004: 3). Sehingga perusahaan

harus menentukan bauran struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Meskipun sulit diukur pengaruh struktur modal pada nilai perusahaan, namun sedikit banyak struktur modal akan mempengaruhi biaya modal dan selanjutnya akan mempengaruhi nilai perusahaan (seperti yang dikemukakan dalam teori MM). Dalam penelitian ini, pengertian struktur modal akan mengacu kepada *financial leverage (leverage)*. Dengan melihat seberapa besar proporsi penggunaan utang jangka panjang terhadap keseluruhan aktiva, maka penggunaan utang jangka panjang dianggap dapat menggambarkan struktur modal perusahaan. Oleh karena kebijakan struktur modal menjadi penting bagi perusahaan, maka manajer keuangan perusahaan perlu mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal. Dalam penelitian ini, ada lima faktor yang dianggap dapat mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan dalam penggunaan *leverage*. Faktor-faktor tersebut adalah struktur aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, dan risiko bisnis.

Kelima faktor tersebut akan diuji secara parsial maupun simultan melalui model regresi berganda untuk dapat diketahui pengaruhnya terhadap kebijakan penggunaan utang oleh perusahaan- perusahaan sektor pertambangan.



Tabel 2.4
Diagram Kerangka Pemikiran

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan teori-teori struktur modal serta berbagai penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, berikut hipotesis penelitian yang dapat dikembangkan:

1. Struktur Aktiva (*Asset Tangibility*)

Menurut Elsas dan Florysiak (2008), aktiva tetap dapat dijadikan jaminan /*collateral* dalam melakukan pinjaman utang, dan karenanya dapat mereduksi biaya dari kesulitan keuangan (*cost of financial distress*) dan ini akan semakin meningkatkan kapasitas tingkat utang yang dapat menguntungkan perusahaan. Hipotesis ini sesuai dengan teori *trade-off*, dimana perusahaan perlu menyeimbangkan antara manfaat dan biaya dari penggunaan utang. Menurut Gaud et al. (2003) nilai likuidasi aktiva tetap biasanya akan lebih tinggi daripada aktiva tidak berwujud (*intangible asset*), sehingga ketika perusahaan mengalami kebangkrutan, biaya kesulitan keuangan (*cost of financial distress*) yang ditanggung oleh perusahaan lebih kecil dibandingkan jika perusahaan tersebut memiliki aktiva tidak berwujud lebih tinggi. Selain itu menurut Adrianto dan Wibowo (2007), aktiva berwujud yang semakin besar akan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memberikan jaminan yang lebih tinggi, sehingga dengan mengasumsikan semua faktor lain konstan, perusahaan akan meningkatkan utang untuk mendapatkan keuntungan dari penggunaan utang. Berdasarkan hasil penelitian Rajan dan Zingales (1995), Song (2005), dan Adrianto dan Wibowo (2007), maka struktur aktiva diduga memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *leverage*. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha-1 : Struktur Aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*.

2. Ukuran perusahaan (*Firm Size*)

Hasil dari banyak studi menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan menjadi faktor penting dalam penentu struktur modal, dan banyak studi menemukan bahwa perusahaan yang besar lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan kecil (Chen dan Strange, 2006). Ini dikarenakan semakin besar perusahaan, maka lebih memiliki arus kas yang lebih stabil, yang dapat mengurangi risiko dari penggunaan utang (Chen dan Strange, 2006). Selain itu perusahaan besar memiliki *default risk* yang lebih rendah dan memiliki probabilitas kebangkrutan yang lebih rendah daripada perusahaan kecil (Elsas dan Florysiak, 2008), sehingga menurut hipotesis *trade-off theory*, semakin besar perusahaan maka perusahaan dapat memakai utang lebih banyak, ini terkait dengan risikonya perusahaan besar. Rendahnya risiko perusahaan juga akan menyebabkan biaya utang perusahaan besar juga lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil, sehingga mendorong akan perusahaan untuk menggunakan utang lebih banyak lagi (Song, 2005). Berdasarkan berbagai penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha-2 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*

3. Tingkat Pertumbuhan (*Growth*)

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mengimplikasikan adanya permintaan yang lebih tinggi akan kebutuhan dana eksternal (Song, 2005). Ketika dibutuhkan dana eksternal untuk memenuhi kebutuhan investasi maka menurut hipotesis *Pecking Order Theory*, perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan utang terlebih dahulu dibandingkan menerbitkan saham baru. Ini dikarenakan semakin tinggi peluang pertumbuhan akan menyebabkan semakin tinggi pula asimetri informasi yang terjadi. Sehingga menurut

Myers dan Majluf (1977), perusahaan akan lebih memilih menggunakan utang untuk menekan asimetri informasi yang dapat terjadi. Selain itu menurut teori *signaling*, perusahaan dapat mengkomunikasikan prospek pertumbuhan yang baik bagi perusahaan di masa depan dengan menggunakan utang. Sebab utang dapat menjadi sinyal positif bagi investor luar, sehingga investor luar dapat yakin dan percaya bahwa prospek perusahaan dimasa depan akan baik. Berdasarkan berbagai penjelasan diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha-3 : Tingkat pertumbuhan berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*

4. Profitabilitas (*Profitability*)

Teori *Pecking order* yang lebih lanjut dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa perusahaan akan lebih memilih pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal ketika perusahaan membutuhkan dana untuk keperluan investasi. Semakin *profitable* suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula kemampuan perusahaan untuk mendanai kebutuhan investasi dari sumber internal seperti laba ditahan (*retained earning*). Prioritas penggunaan dana internal dalam *Pecking Order Theory* disebabkan penggunaan sumber dana internal terbebas dari adanya asimetri informasi (Hanafi, 2004: 315). Berdasarkan berbagai penjelasan diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha-4 : Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*

5. Risiko Bisnis (*Business Risk*)

Risiko bisnis merupakan risiko dasar yang dimiliki perusahaan selain *financial risk* sebagai tambahan risiko perusahaan akibat penggunaan utang.

Menurut Brigham dan Houston (1998: 8), risiko bisnis dipengaruhi oleh:

- variabilitas permintaan (unit yang terjual).
- variabilitas harga jual.
- variabilitas harga masukan.
- kemampuan untuk menyesuaikan harga keluaran terhadap perubahan harga masukan.
- sejauh mana biaya-biaya bersifat tetap : *Leverage Operasi*.

Semakin tinggi risiko bisnis, maka probabilitas terjadinya *financial distress* juga semakin tinggi (apalagi ketika perusahaan menggunakan banyak utang) (Krishnan dan Moyers,1996). Ini dikarenakan *earning* yang tidak menentu akan menyebabkan arus kas masuk yang tidak menentu pula. Dan jika ternyata perusahaan rugi atau arus kas yang masuk tidak mencukupi untuk membayar beban bunga, maka perusahaan dapat bangkrut. Dan menurut teori *trade-off*, semakin tinggi kemungkinan *financial distress*, akan semakin tinggi pula kemungkinan *financial distress costs* yang harus ditanggung oleh perusahaan. Hal ini akan menyebabkan tingkat penggunaan utang yang optimum semakin rendah, sehingga perusahaan seharusnya menggunakan lebih sedikit utang.

Berdasarkan berbagai penjelasan diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha-5 : Risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*

Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang dilakukan dalam studi ini adalah jenis penelitian verifikatif dengan menggunakan data sekunder. Menurut Herlina dan Hadiano (2007) dalam Herlina dan Magdalena (2008), menyatakan bahwa analisis verifikatif dilakukan untuk mengetahui hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis. Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini merupakan hipotesis kausal. Menurut Hartono (2004:43) dalam Herlina dan Magdalena (2008), hipotesis kausal merupakan hipotesis hubungan satu variabel yang menyebabkan perubahan variabel lainnya.

Operasionalisasi Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini, terdapat satu variabel terikat (*dependent variable*) dan lima variabel bebas (*independent variable*). Variabel terikat dalam penelitian ini adalah *leverage*. Sedangkan variabel bebas dalam penelitian ini adalah *Asset Tangibility* (struktur aktiva), *Firm Size* (ukuran perusahaan), *Growth* (tingkat pertumbuhan), *Profitability* (profitabilitas), dan *Business Risk* (risiko bisnis). Masing-masing variabel akan diwakili oleh satu proxy (wakil pengukur).

Variabel Terikat

Leverage

Variabel *leverage* dalam penelitian ini mengacu pada *financial leverage*, dimana *financial leverage* dapat diartikan sebagai besarnya beban tetap keuangan (finansial) yang digunakan oleh perusahaan, dan beban tetap tersebut biasanya berasal dari pembayaran bunga untuk utang yang digunakan oleh perusahaan (Hanafi, 2004:332). Proporsi penggunaan utang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva dianggap dapat menggambarkan kebijakan struktur modal yang dilakukan oleh perusahaan. Secara garis besar perhitungan *leverage* dibagi dua, yaitu berdasarkan nilai buku dan nilai pasar (Song, 2005). Dalam penelitian ini variabel *leverage* dihitung berdasarkan nilai buku. Menurut Song (2005) penggunaan nilai buku dibandingkan nilai pasar tidak terlalu menjadi masalah. Lebih jauh lagi, studi yang dilakukan oleh Titman dan Wessels (1988) yang dikutip dalam Song (2005), menunjukkan adanya korelasi yang tinggi antara nilai buku dan nilai pasar. Variabel *leverage* yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan rasio hutang jangka panjang dibagi dengan total aktiva. Proxy ini digunakan juga oleh Paramu (2006) dalam penelitiannya sebagai proxy dari struktur modal. Secara matematis proxy dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Total Assets}}$$

Variabel Bebas

1. Struktur aktiva (TANGB)

Struktur aktiva (*Assets Tangibility*) dalam penelitian ini, menggunakan rasio aktiva tetap dibagi dengan total aktiva, sebagai proxy dari struktur aktiva. Rasio ini juga digunakan

dalam penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995), Khrisnan dan Moyer (1996), Song (2005), dan Wijaya dan Hadianto (2008). Secara matematis proxy dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Tangibility asset ratio} = \frac{\text{Fixed assets}}{\text{Total assets}}$$

2. Ukuran Perusahaan (FSIZE)

Ukuran perusahaan (Firm Size), dalam penelitian ini menggunakan nilai buku dari total asset, sebagai proxy Firm Size. Rasio ini juga digunakan dalam penelitian oleh Paramu (2006). Mengingat nilai aktiva perusahaan yang besar, maka dalam proses penghitungan, nilai total aktiva dihitung dalam jutaan rupiah serta ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural (Ln). Secara matematis proxy dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Firm Size} = \text{Ln Total assets}$$

3. Tingkat Pertumbuhan (GROW)

Tingkat pertumbuhan (Growth), dalam penelitian ini menggunakan persentase perubahan pada total aktiva dari tahun (t-1) terhadap tahun sekarang (t), sebagai proxy. Persentase tingkat pertumbuhan ini juga digunakan sebagai proxy Growth dalam penelitian yang dilakukan oleh Song (2005). Secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Percentage change in total asset} = \frac{\text{Total asset (t)} - \text{Total asset (t-1)}}{\text{Total asset (t-1)}}$$

Dimana :

Total asset (t) = Nilai total asset pada tahun bersangkutan

Total asset (t-1) = Nilai total asset satu tahun sebelum tahun yang bersangkutan

4. Profitabilitas (PROF)

Profitabilitas (Profitability), dalam penelitian ini menggunakan menggunakan ratio of operating income to sales sebagai proxy. Proxy ini juga digunakan oleh Khrisnan dan Moyer (1996), Christianti (2006), Soejoko dan Soebiantoro (2007), Wijaya dan Hadianto (2008) sebagai proxy profitabilitas dalam studi yang mereka lakukan. Secara matematis proxy ini dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Ratio of Operating Income to Sales} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}}$$

5. Risiko bisnis (BRISK)

Risiko bisnis (Business Risk) sebagai faktor penentu kebijakan struktur modal perusahaan, menggunakan standar deviasi dari Ratio of Operating Income to Sales sebagai proxy. Paramu (2006) menggunakan proxy ini dalam penelitiannya sebagai proxy dari variabel risiko bisnis. Proxy ini diukur selama 3 tahun terakhir mulai periode (t-2) hingga periode (t).

$$\text{Business Risk} = \sigma \frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}}$$

Metode Pengumpulan Data

Satuan analisis dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan go public yang berada pada sektor pertambangan (mining) dengan unit waktu analisis yang dinyatakan dalam tahun. Jangka waktu pengamatan dimulai dari tahun 2004 – 2007. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode purposive sampling yaitu menetapkan kriteria sampel (Sekaran, 2003:127 dalam Herlina dan Magdalena, 2008). Adapun pemilihan kriteria sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang masuk dalam sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan pertambangan yang listing di Bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan harus tercatat di papan Bursa Efek Indonesia selama jangka waktu pengamatan yaitu tahun 2004-2007, dan perusahaan tidak pernah delisting dari BEI selama periode tersebut.
3. Perusahaan sampel telah menerbitkan laporan keuangan selama 4 (empat) tahun, yaitu mulai tahun 2004 sampai dengan 2007.

Berdasarkan kriteria diatas, maka jumlah perusahaan yang memenuhi kualifikasi sebagai sampel penelitian sebanyak 11 perusahaan. Selanjutnya agar data yang diolah benar-benar layak untuk diproses, maka terlebih dahulu dilakukan screening data yang meliputi pembuangan data outlier dengan mengeluarkan data-data ekstrim (Christanti, 2006). Hal ini dilakukan mengingat data dalam penelitian ini banyak terdapat data outlier sehingga setelah dilakukan cleaning data, jumlah sampel dalam penelitian ini berkurang dari 11 perusahaan perusahaan menjadi 9 perusahaan. Berikut perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam sampel penelitian:

Tabel 3.1
Daftar Perusahaan Sampel

No	Nama Perusahaan	Tanggal Didirikan	Tanggal Listing
1	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk	05 Juli 1968	27 Nopember 1997
2	PT Apexindo Pratama Duta Tbk	20 Juni 1984	10 Juli 2002
3	PT Bumi Resources Tbk	26 Juni 1973	30 Juli 1990
4	PT Central Korporindo Internasional Tbk	13 September 1999	21 Nopember 2001
5	PT Citatah Industri Marmer Tbk	26 September 1974	03 Juli 1996
6	PT International Nickel Indonesia Tbk	25 Juli 1968	16 Mei 1990
7	PT Medco Energi Internasional Tbk	9 Juni 1980	12 Oktober 1994
8	PT Timah (Persero) Tbk	17 April 1961	19 Oktober 1995
9	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	02 Maret 1981	23 Desember 2002

Sumber: www. Idx.co.id

Metode Analisis Data

Metode statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi.

Menurut Ghozali (2005:7), metode regresi digunakan untuk menguji hubungan antara satu variabel terikat dan satu atau lebih variabel bebas. Dikarenakan pada penelitian ini terdapat satu variabel terikat dan lima variabel bebas, maka metode statistik yang digunakan adalah metode regresi berganda (Multiple Regression). Hubungan antara variabel bebas dan variabel terikat dalam penelitian ini dapat ditulis dalam persamaan sebagai berikut:

$$\text{LEVERAGE} = \beta_0 + \beta_1 \text{TANGB}_{i,t} + \beta_2 \text{FSIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{GROW}_{i,t} + \beta_4 \text{PROF}_{i,t} + \beta_5 \text{BRISK}_{i,t} + \varepsilon \quad (3.7)$$

Dimana :

LEVERAGE = Proporsi penggunaan utang terhadap keseluruhan modal dalam kebijakan struktur modal perusahaan

β_0 = Nilai *Intercept*

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = Koefisien variabel bebas

TANGB = Struktur aktiva (*Assets Tangibility*)

FSIZE = Ukuran perusahaan (*Firm Size*)

GROW = Tingkat pertumbuhan (*Growth*)

PROF = Profitabilitas (*Profitability*)

BRISK = Risiko bisnis (*Business Risk*)

ε = *Error Term*

Model regresi data *pooling* digunakan dalam penelitian ini sebagai model analisis data. Menurut Nachrowi dan Usman (2006 : 311) dalam Herlina dan Magdalena(2008), *pooled data* berarti menggabungkan data *cross-section* dan data *timeseries*. Data *cross section* adalah satu set pengamatan atau lebih variabel yang dikumpulkan pada waktu yang sama (Gujarati, 2003:636). Sedangkan data *timeseries* adalah suatu pengamatan satu atau lebih variabel dalam waktu yang berbeda. Menurut Gujarati (2003:636), estimasi model regresi *pooling data* mengasumsikan

bahwa nilai *intercept* (β_0) dari masing-masing perusahaandianggap sama dan nilai koefisien variabel bebas untuk masing –masing perusahaan adalah identik. Kedua asumsi diatas dinilai tidak realistis apabilaperusahaan yang diteliti berasal dari industri yang berbeda (Nachrowi dan Usman,2006:311 dalam Herlina dan Magdalena, 2008). Dikarenakan dalam penelitian ini,perusahaan-perusahaan yang diteliti berasal dari satu industri yang sama yaitusektor pertambangan, maka pada persamaan (3.7) diatas, nilai *intercept* (β_0) dannilai koefisien variabel bebas untuk setiap perusahaan yang dianalisis dianggap sama atau identik. Dengan kata lain persamaan (3.7) berlaku untuk setiapperusahaan yang berada pada industri/sektor pertambangan yang *listing* di BursaEfek Indonesia. Analisis data pada penelitian ini menggunakan *software* SPSS *version 11.5* sebagai alat untuk membentuk formulasi model regresi.

Pengujian Asumsi Klasik Model Regresi

Untuk menghasilkan suatu model yang baik, maka sebuah model regresi memerlukan pengujian *asumsi klasik*. Serangkaian uji asumsi klasik yang dimaksud adalah sebagai berikut:

1. Uji Multikolinearitas
2. Uji Autokorelasi
3. Uji Heteroskedastisitas
4. Uji Normalitas

Deskripsi Statistik

Tabel 4.1

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LEVERAGE	36	,00080	,60780	,2645111	,18677098
TANGB	36	,09170	,75720	,3893167	,21072702
FSIZE	36	12,100	17,100	15,16833	1,479315
GROW	36	-,15270	,65080	,1656722	,18000509
PROF	36	-,26830	,68300	,2179833	,21012684
BRISK	36	,00350	,15890	,0610472	,03677074
Valid N (listwise)	36				

Sumber: Pengolahan data SPSS 11.5

Uji Asumsi Klasik

1. Uji Multikolinearitas

Tabel 4.2

VARIABEL	Tolerance	VIF
TANGB	0,6266	1,5958
FSIZE	0,3218	3,1079
GROW	0,5208	1,9200
PROF	0,2708	3,6931
BRISK	0,7497	1,3340

Sumber: Pengolahan data SPSS 11.5

2. Uji Autokorelasi

Tabel 4.3

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,109	,403		-,271	,788
	TANGB	,039	,155	,066	,251	,804
	FSIZE	,006	,028	,077	,232	,818
	GROW	-,012	,187	-,017	-,062	,951
	PROF	-,020	,212	-,033	-,093	,927
	BRISK	-,033	,749	-,009	-,044	,965
	RES_2	-,168	,234	-,171	-,719	,478

Sumber: Pengolahan data SPSS 11.5

3. Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4.4

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-9,532	5,481		-1,739	,092
	TANGB	-,844	1,934	-,096	-,436	,666
	FSIZE	,299	,385	,239	,778	,443
	GROW	-1,586	2,484	-,154	-,639	,528
	PROF	-2,527	2,951	-,286	-,856	,399
	BRISK	16,153	10,135	,320	1,594	,121

Sumber: Pengolahan data SPSS 11.5

4. Uji Normalitas Data

Tabel 4.5

		Unstandardized Residual
N		36
Normal Parameters(a,b)	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,12656618
Most Extreme Differences	Absolute	,089
	Positive	,089
	Negative	-,087
Kolmogorov-Smirnov Z		,534
Asymp. Sig. (2-tailed)		,938

Sumber: Pengolahan data SPSS 11.5

Estimasi Model Regresi

Tabel 4.6

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-1,568	0,392	n/a	-3,996	0,000
TANGB	0,558	0,139	0,630	4,032	0,000
FSIZE	0,116	0,028	0,922	4,228	0,000
GROW	0,178	0,178	0,172	1,003	0,324
PROF	-1,068	0,211	-1,202	-5,055	0,000
BRISK	0,864	0,726	0,170	1,191	0,243
R		0,735	F-Statistic		7,066
R-Squared		0,541	Prob. (F-Statistic)		0,000
Adj. R Squared		0,464			

Sumber: Pengolahan data SPSS 11.5

Dari hasil estimasi model regresi diatas, maka model regresi penelitian ini dapat diformulasikan menjadi :

$$\text{LEVERAGE} = -1,568 + 0,558 \text{ TANG} + 0,116 \text{ FSIZE} + 0,178 \text{ GROW} - 1,068 \text{ PROF} + 0,864 \text{ BRISK}$$

Pengujian Hipotesis dan Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis Parsial (uji t)

Tabel 4.7
Hasil Uji t

Model	Unstandardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients	t	Sig.	Keterangan
	B		Beta			
(Constant)	-1,568	0,392	n/a	-3,996	0,000	
TANGB	0,558	0,139	0,630	4,032	0,000	H ₀ ditolak
FSIZE	0,116	0,028	0,922	4,228	0,000	H ₀ ditolak
GROW	0,178	0,178	0,172	1,003	0,324	H ₀ diterima
PROF	-1,068	0,211	-1,202	-5,055	0,000	H ₀ ditolak
BRISK	0,864	0,726	0,170	1,191	0,243	H ₀ diterima

Berikut interpretasi hasil pengujian hipotesis secara parsial dari model regresi Berganda:

1. Pengaruh Struktur Aktiva (*Tangibility assets*) terhadap *Leverage*

Setelah dilakukan pengujian pada hipotesis pertama, maka diperoleh hasil bahwa struktur aktiva memiliki pengaruh parsial yang positif dan signifikan terhadap kebijakan struktur modal perusahaan. Ini dapat dilihat dari tabel diatas (Tabel 4.6) yang menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi dari struktur aktiva bernilai 0,558 dengan nilai *p-value* atau tingkat signifikansi 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan pertambangan cenderung meningkatkan tingkat *leverage* ketika memiliki aktiva tetap yang lebih besar. Hasil ini menunjukkan adanya dukungan terhadap teori *trade off*.

Menurut Myers (1977) dalam Khrisnan Moyers (1995), semakin besar aktiva tetap maka akan semakin besar pula *collateral*/jaminan perusahaan, yang dapat mereduksi *financial distress cost* perusahaan. Sehingga dengan mengasumsikan hal lain konstan, maka ketika aktiva tetap perusahaan meningkat, penggunaan utang juga akan semakin meningkat pula. Selain itu semakin tinggi jaminan yang diberikan perusahaan kepada kreditur, akan semakin besar pula jumlah utang yang dapat diberikan oleh kreditur kepada perusahaan. Terlebih dalam sektor pertambangan, kondisi ketidakpastian dan risiko yang tinggi yang dihadapi perusahaan pertambangan, menyebabkan pihak kreditur mungkin sangat berhati-hati dalam memberikan utang kepada perusahaan, dan pihak kreditur mungkin hanya akan memberikan utang baru kepada perusahaan ketika kreditur tersebut mendapatkan jaminan/*collateral* yang memberikan kepastian perlindungan bagi kepentingan mereka, dan *collateral* yang dapat memberikan kepastian perlindungan bagi pihak kreditur adalah aktiva tetap yang dimiliki perusahaan, sehingga menurut Khrisnan dan Moyer (1995), aktiva tetap merupakan jenis *collateral*/jaminan yang paling utama bagi para kreditur. Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini konsisten dengan pernyataan hipotesis awal penelitian ini, dan hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Adrianto dan Wibowo (2007), dan Song (2005).

2. Pengaruh Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) terhadap *Leverage*

Pada pengujian hipotesis kedua, maka diperoleh hasil bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh parsial yang positif dan signifikan terhadap penggunaan utang (*leverage*). Ini dapat dilihat dari tabel 4.6. yang menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi dari ukuran perusahaan bernilai 0,116 dengan nilai *p-value* atau tingkat signifikansi 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa dalam sektor pertambangan, semakin besar ukuran perusahaan, maka perusahaan cenderung memiliki tingkat penggunaan utang yang tinggi pula. Hasil ini mendukung pernyataan Khrisnan dan Moyer (1996), yang mengatakan bahwa perusahaan yang lebih besar memiliki potensi untuk mengalami kebangkrutan yang lebih rendah. Rendahnya potensi terjadinya kebangkrutan pada perusahaan besar, disebabkan karena perusahaan besar cenderung memiliki usaha yang lebih terdiversifikasi dan reputasi yang lebih baik (Frank dan Goyal, 2003 dalam Adrianto dan Wibowo, 2007).

Bila risiko kebangkrutan dikaitkan dengan teori *trade off*, maka semakin besar perusahaan akan menyebabkan *financial distress cost* perusahaan semakin rendah (karena risiko kebangkrutan juga semakin rendah), dan hal ini akan menyebabkan kapasitas penggunaan utang yang optimal semakin meningkat. Ini artinya jika hal lain dianggap tetap, maka semakin besar perusahaan semakin tinggi pula tingkat penggunaan utang. Selain itu menurut Frank dan Goyal (2003) dalam Adrianto dan Wibowo (2007), perusahaan besar cenderung memiliki biaya utang yang lebih rendah. Biaya utang yang relatif rendah akan menyebabkan perusahaan besar terdorong untuk menggunakan utang yang lebih besar lagi. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis awal penelitian serta mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Khrisnan dan Moyer (1996), Paramu (2006), serta Adrianto dan Wibowo (2007).

3. Pengaruh Tingkat Pertumbuhan terhadap *Leverage*

Pada pengujian hipotesis ketiga, maka diperoleh hasil bahwa variabel tingkat pertumbuhan memiliki pengaruh parsial yang positif terhadap penggunaan utang (*leverage*). Ini dapat dilihat dari tabel 4.6. yang menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi dari tingkat pertumbuhan bernilai 0,178. Meski demikian pengaruhnya terhadap *leverage* tidak signifikan, dimana nilai *p-value* atau tingkat signifikansinya sebesar 0,324. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pertumbuhan yang dialami perusahaan, maka semakin tinggi pula proporsi penggunaan utang yang digunakan perusahaan.

4. Pengaruh Profitabilitas (*Profitability*) terhadap *Leverage*

Pada pengujian hipotesis keempat, maka diperoleh hasil bahwa variabel profitabilitas memiliki pengaruh parsial yang negatif dan signifikan terhadap penggunaan utang (*leverage*). Ini dapat dilihat dari tabel 4.6. yang menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi dari profitabilitas bernilai - 1,068 dengan nilai *pvalue* atau tingkat signifikansi 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin *profitable* perusahaan pertambangan, maka perusahaan cenderung mengurangi proporsi utangnya. Semakin besar *profit* perusahaan, maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membiayai kebutuhan investasinya dari sumber internal (seperti laba ditahan).

5. Pengaruh Risiko Bisnis (*Business Risk*) terhadap *Leverage*

Pada pengujian hipotesis kelima, maka diperoleh hasil bahwa variabel risiko bisnis memiliki pengaruh parsial yang positif terhadap *leverage*. Meski demikian pengaruh tersebut tidak signifikan. Pada tabel 4.6. terlihat bahwa nilai koefisien regresi dari risiko bisnis bernilai 0,864 dengan nilai *p-value* atau tingkat signifikansi 0,243. Adanya pengaruh positif dari risiko bisnis terhadap *leverage* dikarenakan tingginya peluang pertumbuhan laba di industri

pertambangan. Meskipun risiko bisnis yang dihadapi perusahaan pertambangan cukup besar, dimana rata-rata standar deviasi dari *Operating Profit Margin* selama 3 tahun mencapai 6,1%, namun perusahaan pertambangan Indonesia terlihat sangat optimis dalam meningkatkan investasi dan kapasitas produksinya. Hal ini dilakukan dalam rangka meningkatkan laba perusahaan mereka di tengah lonjakan permintaan komoditas tambang dunia. Sikap optimis ini dikarenakan perusahaan di Indonesia memiliki keunggulan kompetitif dalam hal sumber daya komoditas tambang.

SIMPULAN

Dari hasil penelitian pada bab sebelumnya, maka ada beberapa hal yang dapat disimpulkan:

1. Berdasarkan analisis terhadap sampel saham sektor pertambangan di Bursa Efek Indonesia selama periode 2004-2007, maka hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal (leverage), ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, dan profitabilitas memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan variabel pertumbuhan dan risiko bisnis tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal (leverage).
2. Berdasarkan analisis terhadap sampel saham sektor pertambangan di Bursa Efek Indonesia selama periode 2004-2007, maka hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aktiva, ukuran perusahaan, pertumbuhan, profitabilitas, dan risiko bisnis memiliki pengaruh simultan yang signifikan terhadap struktur modal (leverage). Besarnya pengaruh kelima variabel bebas tersebut terhadap variabel leverage sebesar 46,4%. Sisanya, yaitu 53,6%, dipengaruhi/ diterangkan oleh variabel-variabel lain, yang berada di luar model penelitian.
3. Dari kelima variabel bebas tersebut, variabel profitabilitas memiliki pengaruh atau kekuatan penjelas paling besar terhadap variabel leverage.

Saran

Dari hasil penelitian ini terdapat beberapa saran yang dapat disampaikan, baik kepada emiten maupun peneliti selanjutnya.

1. Bagi perusahaan (emiten)

Oleh karena hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel profitabilitas menjadi penentu yang besar dalam penentuan struktur modal, maka perusahaan pertambangan diharapkan terus menjaga tingkat profitabilitasnya untuk meningkatkan sumber dana internal, guna memenuhi kebutuhan pendanaan di masa mendatang. Ini dikarenakan di Indonesia, cukup sulit untuk mendapatkan pembiayaan utang jangka panjang dari perbankan nasional. Hal ini dikarenakan pemerintah tidak memberikan jaminan kepada perbankan, sehingga sektor perbankan tidak leluasa menyalurkan dana ke sektor pertambangan, karena tingginya risiko yang dihadapi. Di samping itu perbankan nasional cenderung memiliki dana jangka pendek, sehingga agak kesulitan melakukan pembiayaan untuk jangka waktu yang panjang, seperti yang dibutuhkan para perusahaan pertambangan. Selain itu adanya gelombang krisis finansial global yang melanda akhir-akhir ini, telah menyebabkan keringnya likuiditas global dan penurunan permintaan komoditas pertambangan. Hal ini membuat semua perusahaan mengalami kesulitan untuk mendapatkan sumber pendanaan eksternal, serta menurunnya penjualan. Oleh karena itu

maka perusahaan disarankan untuk menurunkan jumlah utangnya, guna menghindari risiko kebangkrutan ditengah krisis finansial yang melanda. Untuk mempertahankan profitabilitas di tengah terpaan krisis finansial global saat ini, maka perusahaan dapat meningkatkan efisiensi operasi, penurunan tingkat produksi dan penundaan investasi (hingga krisis finansial mereda), serta melepas unit bisnis perusahaan yang dianggap tidak menguntungkan.

2. Bagi peneliti selanjutnya

- a. Dikarenakan model regresi dalam penelitian ini belum maksimal dalam menjelaskan variasi dari leverage, maka peneliti selanjutnya diharapkan dapat menambah jumlah variabel yang dianggap mempengaruhi struktur modal seperti biaya utang, biaya keagenan, kebijakan dividen, likuiditas, kepemilikan internal, kepemilikan eksternal, kepemilikan institusional, dan pajak perusahaan.
- b. Peneliti selanjutnya juga dapat menambah jumlah sampel penelitian dan periode pengamatan.
- c. Peneliti selanjutnya dapat menggunakan proxy yang berbeda untuk leverage, misal dengan menggunakan total debt/ total assets, short term debt / assets, dan long term debt / total assets. Peneliti selanjutnya juga dapat mengelompokkan perusahaan ke dalam kategori ukuran perusahaan. Dua hal ini disarankan dilakukan, sebab terdapat indikasi adanya perbedaan perilaku pendanaan antara perusahaan besar dan kecil, selain itu pengelompokkan perusahaan berdasarkan ukurannya dapat menekan jumlah data outlier dalam penelitian.

REFERENSI

- Adrianto dan Wibowo, B. (2007). Pengujian Teori Pecking Order Pada Perusahaan-perusahaan Non Keuangan LQ45 Periode 2001-2005. *Manajemen Usahawan Indonesia*, XXXVI, volume 12, hal. 45-53.
- Asteria. (2008). Peluang Tambang Tak Maksimal. *Inilah.com*, 14 Maret 2008, diakses dari <http://www.inilah.com>.
- Brigham, E.F., & Gapenski, L.C. (1995). *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition, The Dryden Press, Florida.
- Brigham, E.F., dan Houston, J.F. (2001). *Manajemen Keuangan*. Edisi kedelapan, Buku Satu, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Brigham, E.F., dan Houston, J.F. (2001). *Manajemen Keuangan*. Edisi kedelapan, Buku dua, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Chen, S., & Strange, R. (2005). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructring*, 38, page 11–35
- Christianti, A. (2006). Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur modal Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta: Hipotesis Static Trade-Off atau Pecking Order Theory. *Simposium Nasional Akuntansi 9*, Padang, 23- 26 agustus 2006, hal. 1-20.
- Elsas, R., & Florysiak, D. (2008). *Empirical Capital Structure Research: New Ideas, Recent Evidence, and Methodological Issues*. Discussion Paper at Munich School of Management, Munich, July 2008.
- Frensidy, B. (2008). Utang Ada Di Tangan Manajemen. *Bisnis Indonesia Online*, 14 September 2008, diakses dari <http://www.bisnis.com>.

- Frensidy, B., dan Setyawan, I.R. (2007). The Effect of Management Ownership Structure, Business Risk and Firm Growth Toward The Capital Structure. *Manajemen Usahawan Indonesia*, XXXVI, volume 7, hal.15-20.
- Gaud., et.al. (2003). The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. University of Geneva (HEC) finance research seminars, Geneva, 21 January.
- Ghozali, Imam. (2005). Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS. Edisi 3, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gujarati, D.N. (2003). Basic Econometric. 4th Edition, McGraw-Hill International Edition, Singapore.
- Hanafi, M.M. (2004). Manajemen Keuangan. Edisi 2004/2005, BPFE-Yogyakarta, Yogyakarta.
- Herlina dan Hadianto, B. (2007). Pengaruh Rasio Fundamental Terhadap Harga Saham Sektor Telekomunikasi Pada Periode 1997-2005 di Bursa Efek Jakarta. *Proceeding Seminar Nasional SMART Membaca Jaman Dalam Perspektif Manajemen*, Bandung, 3 November 2007, hal. 99-116.
- Herlina dan Magdalena, N. (2008). Pengaruh Volume Perdagangan dan Rasio Fundamental Perusahaan Terhadap Harga Saham: Studi Empirik Pada Saham Sektor Perkebunan di Bursa Efek Indonesia. *Prosiding Simposium Nasional Hasil Riset Ekonomi dan Bisnis*, Yogyakarta, hal. 111-122.
- Huang, R., & Ritter, J.R. (2005). Testing the Market Timing Theory of Capital Structure. Working Paper, Kennesaw State University and University of Florida.
- Husnan, S. (1996). Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. Edisi Kedua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Khrisnan, V.S., & Moyer, R.C. (1996). Determinants of Capital Structure: An Empirical Analysis of Firms in Industrialized Countries. *Journal Managerial of finance*, Volume 22, 2, page 39 – 55.
- Kuncoro, M. (2003). Metode Riset Untuk Bisnis & Ekonomi: Bagaimana Meneliti Dan Menulis Tesis. Edisi Pertama, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Kuncoro, M. (2008). Bila Harga Minyak Di Atas \$100. *Harian Seputar Indonesia*, 31 Oktober 2007, diakses dari <http://www.seputar-indonesia.com/edisicetak/opini/bila-harga-minyak-usd100.htm>.
- Martono, A., dan Harjito, D.A. (2004). Manajemen Keuangan. Penerbit FE UII, Yogyakarta.
- Marulitua, R. (2008). Harga Minyak Turun Kenapa IHSG Ikut Turun. *Harian Kompas Cetak*, 13 Agustus 2008, diakses dari <http://www.kompas.com>.
- Paramu, H. (2007). Determinan Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Manajemen Usahawan Indonesia*, XXXV, volume 11, hal. 47-54.
- Qomariyah, N. (2008). Investasi Pertambangan Terimbas Krisis Finansial. *Detik Finance*, diakses dari <http://www.detik-finance.com>
- Rajan, G.R., & L. Zingales. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *Journal of Finance*, 50, page 1421-1460.
- Sartono, R.A. (2001). Manajemen Keuangan:Teori dan Aplikasi. Edisi 4, BPFE-Yogyakarta, Yogyakarta.

- Song, H.S. (2004). Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Swedish Companies. Presented at Conference "Innovation Entrepreneurship and Growth", Stockholm, November 18-20.
- Sujoko dan Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi empirik Pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan, No. 1, Volume. 9, hal. 41-48.
- Supranto, J. (2001). Statistik: Teori dan Aplikasi. Edisi keenam, Jilid Dua, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Susetyo, A. (2006). Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Public Di BEJ Periode 2000-2003. Skripsi Sarjana S-1, Program Akuntansi Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.
- Wijaya, M.S.V., dan Hadiano, B. (2008). Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran, Likuiditas, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel Di Bursa Efek Indonesia : Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order. Jurnal Ilmiah Akuntansi Universitas Kristen Maranatha, Nomor 1, volume 7, hal. 71-84.