

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Muhammad Syahril Ferdiansya¹
Isnurhadi²

Abstract

The purpose of this research is to investigate the factors (i.e profitability, free cash flow, business risk and liquidity) effecting the capital structure companies in mining sector listed in Indonesian Stock Exchange. The population of mining sector is 30 companies. Due to data availability only 13 companies are selected as a sample. Using multiple regression method, data are analyzed and interpreted. The result shows that simultaneously profitability, free cash flow, business risk and liquidity have significant effect on the capital structure. Partially, free cash flow, business risk and liquidity have significant effect on capital structure, while profitability does not. The model is able to explain the variability of dependent variable as much as 13,7% whereas the remaining 86,3% can be explained by other factors which is not included in the model.

Keywords: Capital structure, profitability, free cash flow, business risk and liquidity

PENDAHULUAN

Kondisi perekonomian saat ini sangat tergantung dengan masalah pendanaan, apalagi pada perusahaan yang sedang tumbuh senantiasa berhadapan dengan persoalan penambahan modal yang tujuannya mengembangkan skala produksi dan memperluas pasar untuk mencapai tingkat operasional yang lebih efisien. Pada saat krisis ekonomi global terjadi pada tahun 2008 memperlambat pertumbuhan perusahaan di Indonesia karena adanya penurunan permintaan ekspor dari negara-negara yang mengalami perlambatan pertumbuhan ekonomi akibat krisis ekonomi yang terjadi. Pengamat ekonomi dari Universitas Hasanuddin, Prof. DR. Halide pada Dialog Akhir Tahun bertema 'Krisis Finansial Global dan Prospek Ekonomi 2009' berpendapat bahwa sektor UMKM harus digerakkan untuk merangsang pertumbuhan ekonomi agar dapat keluar dari krisis ekonomi karena sektor inilah yang mampu bertahan pada saat krisis (antaranews, 2009). Namun demikian, banyak hambatan yang dialami oleh sektor UMKM, salah satunya yang sangat penting adalah masalah pendanaan. Sektor UMKM mengalami kesulitan memperoleh kredit dari perbankan dikarenakan belum mendapatkan kepercayaan dari perbankan. Disisi lain, sektor riil mengalami kemunduran yang diakibatkan oleh kemacetan kredit-kredit yang diberikan ke sektor riil tanpa memperhitungkan batas maksimum pemberian masa kredit dan masalah kelayakan kredit yang disetujui dimasa lalu oleh perbankan.

Fungsi keuangan merupakan salah satu fungsi penting bagi perusahaan dalam kegiatan perusahaan. Dalam mengelola fungsi keuangan, salah satu unsur yang perlu diperhatikan adalah seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana yang akan digunakan untuk beroperasi dan mengembangkan usahanya. Pemenuhan dana ini

¹ Alumni Program Studi Magister Manajemen Universitas Sriwijaya

² Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya | email : isnurhadi2020@gmail.com

bisa bersumber dari dana sendiri, modal saham maupun dengan utang, baik utang jangka pendek dan jangka panjang (Sriwardany, 2006).

Kelemahan pemenuhan dana bersumber dari utang yaitu bila semakin tinggi rasio utang (*debt ratio*), semakin tinggi pula risiko perusahaan sehingga suku bunga makin tinggi. Apabila perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutupi beban bunga maka pemegang saham harus dapat menutupi kekurangan tersebut, dan jika perusahaan tidak sanggup maka perusahaan akan bangkrut. Utang seperti dua sisi mata uang yaitu mendatangkan keuntungan dan kerugian. Keuntungan yang diperoleh yaitu pembayaran utang dapat mengurangi jumlah pajak yang dibayarkan kepada pemerintah dan salah satu kerugiannya adalah apabila operasional perusahaan tidak berjalan seperti yang diharapkan maka bunga utang akan membebani perusahaan dan dapat mengakibatkan kebangkrutan usaha (Marlin, 2007:73).

Menurut Brigham dan Houston (2010), struktur modal yang optimum adalah struktur yang memaksimalkan harga dari saham perusahaan. Oleh karena itu, manajemen dalam menetapkan struktur modal tidak bersifat kaku tetapi disesuaikan dengan keadaan perusahaan. Dengan demikian, tujuan pihak manajemen untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat tercapai.

Dengan mengetahui apa dan bagaimana faktor-faktor yang paling mempengaruhi struktur modal perusahaan pertambangan di Bursa Efek Indonesia, dapat membantu khususnya pihak manajemen perusahaan yang ada dalam perusahaan tersebut dalam menentukan bagaimana seharusnya pemenuhan dana untuk mencapai struktur modal yang optimum. Struktur modal yang optimum adalah struktur modal yang dapat meminimumkan biaya penggunaan rata-rata (Hasa, 2008:74).

Pada saat terjadi krisis global, negara adidaya Amerika Serikat mengalami resesi yang serius, sehingga terjadi perlambatan pertumbuhan ekonomi yang selanjutnya menggerus daya beli masyarakat Amerika. Hal ini sangat mempengaruhi negara-negara lain karena Amerika Serikat merupakan pangsa pasar yang besar bagi negara-negara lain termasuk Indonesia. Penurunan daya beli masyarakat di Amerika menyebabkan penurunan permintaan impor dari Indonesia. Dengan demikian, Indonesia mengalami penurunan permintaan ekspor. Inilah yang menyebabkan terjadinya defisit Neraca Pembayaran Indonesia (NPI). Bank Indonesia memperkirakan secara keseluruhan NPI mencatatkan defisit sebesar US\$ 2,2 miliar pada tahun 2008 (Ibnu Purna, Hamidi dan Prima, 2009).

Nilai tukar rupiah bergerak relatif stabil sampai pertengahan September 2008. Hal ini disebabkan oleh kinerja transaksi berjalan yang masih mencatat *surplus* serta kebijakan makroekonomi yang berhati-hati. Namun sejak pertengahan September 2008, krisis global yang semakin dalam telah memberi efek depresiasi terhadap nilai tukar rupiah. Kurs rupiah melemah menjadi Rp. 11.711,- per USD pada bulan November 2008 yang merupakan depresiasi yang cukup tajam. Hal ini karena pada bulan Oktober 2008 dan September 2008, rupiah berada di posisi Rp. 10.048 dan Rp. 9.341,-.

Salah satu sektor perusahaan yang terkena dampak akibat dari krisis global adalah sektor perusahaan pertambangan. Hal ini dikarenakan produk ekspor perusahaan pertambangan Indonesia sangat bergantung pada negara-negara tujuan ekspor seperti Amerika, Kanada, Inggris, Belanda, Perancis, Spanyol dan Italia serta negara eropa lainnya yang sedang mengalami perlambatan pertumbuhan ekonomi. Dampak krisis global menyebabkan perlambatan pertumbuhan pada perusahaan pertambangan

Indonesia dimana tahun 2006 tumbuh sebesar 73,6%, tahun 2007 tumbuh sebesar 85,9% sedangkan tahun 2008 hanya tumbuh sebesar 22,9%.

Didalam melakukan kegiatan operasional terutama dimasa krisis, perusahaan dihadapkan adanya suatu variasi dalam pembelanjaan, dalam arti kadang-kadang perusahaan lebih baik menggunakan dana yang bersumber dari utang (*debt*), tetapi terkadang perusahaan lebih baik jika menggunakan dana yang berasal dari modal sendiri (*equity*). Oleh karena itu, manajer keuangan dalam menjalankan kegiatan bisnis perlu berusaha untuk memenuhi suatu sasaran tertentu mengenai perimbangan antara besarnya utang dan jumlah modal sendiri untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan perusahaan yang tercermin dalam struktur modal perusahaan. Dalam menentukan struktur modal perusahaan, maka perusahaan perlu memperhitungkan adanya berbagai faktor yang mempengaruhi *debt to equity ratio* (DER). Faktor-faktor yang mempengaruhi DER yang akan dibahas pada penelitian ini adalah profitabilitas, arus kas bebas, risiko bisnis dan likuiditas.

Adanya *fenomena gap* serta *research gap* pada pengaruh variabel profitabilitas, arus kas bebas, risiko bisnis dan likuiditas terhadap struktur modal maka yang menjadi pertanyaan penelitian (*research question*) adalah:

Apakah profitabilitas, arus kas bebas (*free cash flow*), risiko bisnis, dan likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI?

Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI.
2. Untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI.
3. Untuk mengetahui pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI.
4. Untuk mengetahui pengaruh likuiditas terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI.

LANDASAN TEORI

Struktur Modal

Struktur Modal (DER) adalah proporsi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan (Ahmad Rodoni dan Herni Ali, 2010). Dengan demikian maka struktur modal hanya merupakan sebagian saja dari struktur *financial*. Struktur *financial* mencerminkan perimbangan baik dalam artian absolut maupun relatif antara keseluruhan modal asing (baik jangka pendek maupun jangka panjang) dengan jumlah modal sendiri (Riyanto, 2008:65).

Teori Modigliani-Miller (MM)

Teori MM terbagi menjadi 2 kondisi, yaitu (Brigham dan Houston, 2010):

- a. Tanpa pajak

Dengan mengasumsikan bahwa tidak ada pajak perusahaan maupun pajak serta dengan mendasarkan asumsi yang telah disebutkan sebelumnya, MM menggunakan preposisi sebagai berikut:

- Preposisi I Modigliani dan Miller (MM) menjelaskan bahwa tidak ada pengaruh *financial leverage* terhadap nilai perusahaan. Menurut teori MM 1, perubahan struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan atau dengan kata lain tidak ada struktur modal yang optimal bagi perusahaan.
- Preposisi MM II yang menyatakan bahwa nilai pengharapan (*expected value*) tingkat pengembalian hasil terhadap modal/*Return on Equity (ROE)* bertambah seiring dengan meningkatnya rasio utang terhadap modal/*debt to equity (DER)*. Kenaikan ekspektasi *ROE* ini didorong oleh adanya peningkatan risiko keuangan yang akan ditanggung investor perusahaan akibat bertambahnya utang (*DER*), sehingga apabila *financial leverage* naik maka biaya modal/ekuitas secara linier juga naik, karena pemegang saham dihadapkan pada risiko yang semakin besar.

b. Dengan pajak perusahaan

- Preposisi I menyatakan bahwa nilai perusahaan yang memiliki utang akan lebih besar daripada nilai perusahaan tanpa utang. Nilai perusahaan akan memiliki utang tersebut sama dengan nilai perusahaan tanpa utang ditambah dengan penghematan pajak. Teori MM Preposisi I ini mengalami perubahan dengan dimasukkannya unsur pajak oleh Miller. MM mengakui bahwa peningkatan jumlah utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- Preposisi II menyatakan bahwa biaya ekuitas pada perusahaan yang memiliki utang sama dengan biaya ekuitas perusahaan tanpa utang ditambah dengan premi risiko.

Jadi teori MM dengan pajak perusahaan menyatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat sejalan dengan meningkatnya penggunaan utang. Biaya bunga utang dapat mengurangi pajak sehingga makin besar porsi pendapatan perusahaan yang menjadi bagian investor.

Trade-Off Theory (TOT)

Wetson (2005: 219) Teori *Trade-Off* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berfikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan dalam penentuan struktur modal.

Menurut Suad Husnan (2006: 112) dalam kenyataan, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak banyaknya. Suatu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya utang, akan semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan.

Teori ini memasukkan pengaruh pajak perseorangan, biaya keagenan dan biaya kesulitan keuangan sebagai imbalan dari manfaat penggunaan utang. Menurut *trade off model*, struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan utang dengan biaya kesulitan keuangan akibat penggunaan utang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain (*trade-off*). Tingkat utang optimal tercapai ketika pengaruh *interest tax-shield* mencapai jumlah yang maksimal terhadap ekspektasi *cost of financial distress*. Pada tingkat utang yang optimal diharapkan nilai perusahaan akan mencapai tingkat optimal, dan sebaliknya

terjadi tingkat perubahan utang sampai melewati tingkat optimal atau biaya kebangkrutan dan biaya kesulitan keuangan financial *distress cost* lebih besar daripada efek *interest tax shield*, utang akan mempunyai efek negatif terhadap nilai perusahaan. Teori *trade off* ini mengakui adanya tingkat utang yang ditargetkan.

Teori *Pecking Order*

Teori *Pecking Order* menetapkan urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir.

Urutan dalam teori *Pecking Order* adalah sebagai berikut :

- a. Perusahaan memilih pandangan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
- b. Perusahaan menyesuaikan target *dividen payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
- c. Karena kebijakan dividen yang konstan, digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat tertentu dan akan lebih kecil pada saat yang lain.
- d. Jika pandangan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dulu. Perusahaan akan memulai dengan utang, kemudian dengan surat berharga campuran seperti obligasi konvertibel, dan kemudian saham sebagai pilihan terakhir.

Teori *Pecking Order* ini bisa menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang lebih tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil.

Teori keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) dalam Moeljadi (2006) menyatakan teori keagenan pada awalnya berkaitan dengan masalah kepemilikan perusahaan melalui pembelian saham. Pada perkembangannya, teori ini digunakan untuk menjelaskan hubungan antara dua pihak yang bersifat kontraktual (Eisenhardt, 1988). Teori keagenan dalam manajemen keuangan membahas adanya hubungan *agency*, yaitu hubungan mengenai adanya pemisahan antara pemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer.

Brigham dan Houston (2010) menyatakan masalah keagenan (*agency problem*) yang potensial ini muncul ketika manajer perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham perusahaan. Masalah keagenan (*agency problem*) yaitu konflik kepentingan yang potensial antara agen (manajer) dan pemegang saham pihak luar atau pemberi utang (kreditur). Konflik keagenan juga terjadi antara kreditur dan pemegang saham.

Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat juga terjadi pada saat manajer menggunakan kas perusahaan secara berlebihan dengan biaya pemegang saham. Penggunaan utang merupakan suatu mekanisme lain yang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Jensen (2007), berpendapat bahwa dengan utang maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan *principal*. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan aliran kas

bebas atau *free cash flow*. Teori keagenan ini bisa menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai arus kas bebas yang besar seharusnya mempunyai tingkat utang yang lebih besar.

Profitabilitas dan Struktur Modal

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu, profitabilitas diukur dengan kesuksesan perusahaan dan kemampuannya menggunakan aktivasinya secara produktif (S. Munawir, 2007).

Analisis rasio *Return On Investment* (ROI) dalam analisis keuangan mempunyai arti yang sangat penting karena merupakan salah satu teknik analisis yang bersifat menyeluruh (*comprehensive*). Analisis rasio *Return On Investment* (ROI) merupakan teknik analisis yang lazim digunakan untuk mengukur tingkat efektivitas dari keseluruhan operasi perusahaan. *Return On Investment* (ROI) merupakan salah satu rasio profitabilitas yang mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan investasi yang ditanamkan dalam total aset yang digunakan untuk memperoleh keuntungan.

Brigham and Houston (2010) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan utang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Perusahaan yang mempunyai profit tinggi akan menggunakan utang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Hal ini sejalan dengan *Pecking Order Theory* yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan sumber pendanaan internal sebanyak mungkin sebelum memutuskan untuk berutang.

Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*) dan Struktur Modal

Arus kas bebas (*Free Cash Flow-FCF*) yang berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham dan Houston, 2010). Nilai dari operasi perusahaan akan sangat bergantung pada seluruh arus kas yang diharapkan di masa mendatang, yang didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak minus sejumlah investasi pada modal kerja dan aktiva tetap yang dibutuhkan untuk dapat mempertahankan bisnis. Jadi arus kas bebas akan mencerminkan kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada para investor. Karenanya, salah satu cara bagi para manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah dengan meningkatkan arus kas bebas. Rumus yang digunakan untuk mencari *Free Cash Flow* adalah arus kas dari operasional – pengeluaran modal (Jensen, 2002: 36).

Menurut *Pecking Order Theory*, perusahaan yang mempunyai arus kas bebas yang tinggi cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari utang. Hal ini disebabkan perusahaan dengan arus kas bebas tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan lebih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui utang.

Risiko Bisnis dan Struktur Modal

Risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan yang tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya (Gitman, 2009). Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan utang dibandingkan dengan perusahaan dengan risiko bisnis lebih rendah. Dunia investasi mengenal risiko bisnis sebagai bagian dari *risk premium* yang diartikan sebagai ketidakpastian aliran pendapatan yang disebabkan oleh sifat alami dari bisnis itu sendiri seperti produk, pelanggan dan cara penghasilan produknya (Brown dan Reilly, 2009:57).

Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi risiko bisnis antara lain (Brigham dan Houston, 2010):

1. Variabilitas permintaan
2. Variabilitas harga jual
3. Variabilitas harga input
4. Kemampuan untuk menyesuaikan harga output terhadap perubahan harga input
5. Proporsi biaya tetap

Dengan demikian, suatu perusahaan memiliki risiko bisnis yang kecil apabila perusahaan menghadapi permintaan produk yang stabil, harga-harga *input* dan produknya yang relatif konstan, harga produknya dapat segera disesuaikan dengan kenaikan biaya, dan sebagian besar biayanya bersifat variabel sehingga apabila permintaan menurun maka biaya operasional juga menurun.

Perusahaan dengan *cash flow* yang sangat fluktuatif akan menyadari bahwa penggunaan utang yang penuh risiko akan kurang menguntungkan dibanding dengan ekuitas, sehingga perusahaan dipaksa untuk menggunakan ekuitas untuk memenuhi pendanaan perusahaan guna menghindari *financial distress* (Setiawan, 2006:78). Artinya pada saat risiko usaha turun, maka perusahaan dianjurkan dapat memanfaatkan utang sebagai sumber pembiayaan. Hal ini sesuai dengan teori *trade off* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis kecil dapat memanfaatkan penggunaan utang untuk memperbesar nilai perusahaan sampai dengan titik tertentu dikarenakan adanya penghematan pajak. Dan sebaliknya, perusahaan dengan risiko bisnis yang besar akan menanggung *financial distress cost* yang besar sehingga keuntungan dari penghematan pajak tidak dapat mengimbangi kerugian yang diakibatkan *financial distress cost*. Oleh karena itu, penggunaan utang pada perusahaan dengan risiko tinggi akan menurunkan nilai perusahaan. Sehingga pada perusahaan yang mempunyai risiko tinggi akan mempunyai struktur modal yang kecil.

Likuiditas dan Struktur Modal

Likuiditas yaitu kemampuan suatu perusahaan untuk membayar utang-utangnya pada waktunya, yang disoroti adalah kemampuan perusahaan untuk membayar utang jangka pendek (Harnanto, 2007).

Bambang Riyanto (2008:38) menyatakan bahwa pengertian likuiditas dimaksudkan sebagai perbandingan antara jumlah uang tunai dan aktiva lain yang dapat disamakan dengan uang tunai dengan jumlah utang lancar.

Dari kedua pendapat di atas maka dapatlah dikatakan bahwa suatu perusahaan dalam melakukan aktivitas usahanya juga harus memperhitungkan kewajiban-kewajibannya.

Current Ratio merupakan salah satu rasio yang paling umum digunakan untuk mengukur likuiditas atau kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek tanpa menghadapi kesulitan. Semakin besar *current ratio* menunjukkan semakin

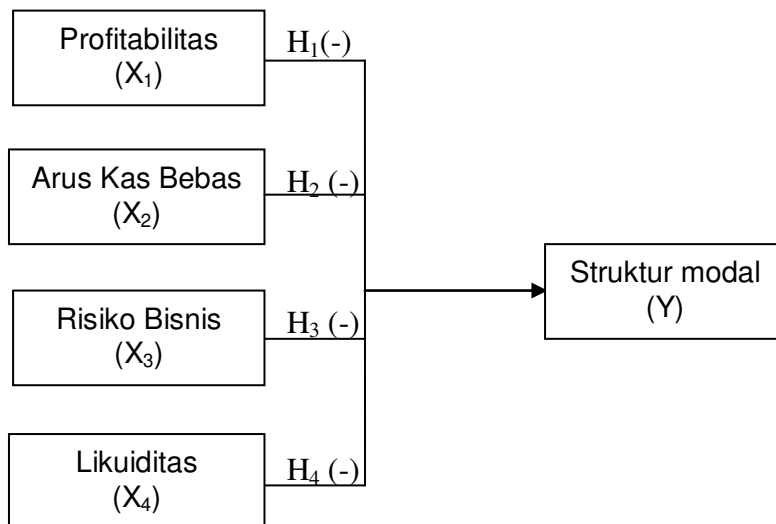
tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya (termasuk di dalamnya kewajiban membayar dividen kas yang terutang).

Menurut *Pecking Order Theory*, perusahaan yang mempunyai likuiditas yang tinggi cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari utang. Hal ini disebabkan perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan lebih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui utang.

Kerangka Pemikiran

Tujuan manajemen struktur modal adalah memadukan sumber-sumber dana permanen yang digunakan perusahaan untuk operasionalnya yang akan memaksimalkan nilai perusahaan itu sendiri. Pencarian struktur modal yang optimal merupakan pekerjaan yang sangat sulit, karena adanya konflik yang mengarah kepada biaya agensi. Konflik lama antara pemegang saham dan pemegang obligasi dalam penetapan struktur modal optimal suatu perusahaan. Untuk mengurangi kemungkinan manajemen menanggung risiko berlebihan atas nama pemegang saham, perlu memasukkan beberapa batasan *protektif* dalam kontrak obligasi yang bertujuan membatasi pengambilan keputusan manajemen. Dalam kebijakan pembelanjaan, manajer keuangan dihadapkan pada sejumlah alternatif dalam menentukan dana yang dibutuhkan untuk pembiayaan perusahaannya. Alternatif pembiayaan tersebut dapat diperoleh melalui pasar modal maupun pasar uang, namun manajer keuangan kemudian dihadapkan pada persoalan bagaimana memilih alternatif pembiayaan yang tepat yang dapat memberikan hasil yang optimal bagi perusahaan dan tentu saja pemilik. Dalam penelitian ini, penulis mencoba mencari dan menganalisis pengaruh profitabilitas, arus kas bebas dan risiko bisnis serta likuiditas terhadap struktur modal.

Gambar Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal



Sumber: Berbagai macam penelitian dan jurnal

Hipotesis

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- H₁ : Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.
- H₂ : Arus kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.
- H₃ : Risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.
- H₄ : Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah data sekunder perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) antara tahun 2002-2011, yang tercatat dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) sebanyak 30 perusahaan.

Sampel

Teknik pengambilan sampel berdasarkan *purposive sampling* untuk sampel bersyarat yang ditentukan dengan kriteria-kriteria tertentu. Adapun kriterianya antara lain perusahaan pertambangan yang laporan keuangannya lengkap tersedia di BEI selama 10 tahun dalam periode 2002-2011. Berdasarkan kriteria tersebut, maka sampel penelitian berjumlah 13 perusahaan.

Jenis data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa laporan keuangan perusahaan periode tahun 2002 sampai dengan 2011.

Metode Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah observasi, yaitu dengan mempelajari laporan keuangan perusahaan yang penulis teliti serta menggunakan riset kepustakaan. Penulis mendaftarkan sumber-sumber tertulis antara lain dengan mempelajari dan mengumpulkan data-data dari buku-buku, literatur yang membahas tentang struktur modal serta melalui media internet dengan situs www.idx.co.id serta www.bi.go.id.

Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian untuk menganalisa hasil penelitian adalah regresi berganda. Untuk melakukan uji regresi berganda maka dilakukan dulu uji asumsi klasik yang terdiri dari uji multikolinieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Juga dilakukan uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk mendeteksi normalitas dapat dilakukan dengan uji statistik. Test statistik yang digunakan antara lain adalah analisis grafik histogram, *normal probability plots* dan *kolmogorov-smirnov test* (Imam, 2006).

Metode Analisis Regresi

Pada penelitian ini untuk mencapai tujuan penelitian digunakan analisis regresi dimana sebelumnya perlu dilakukan uji asumsi klasik. Persamaan regresi dalam penelitian dapat dijelaskan sebagai berikut (Singgih, 2009):

$$Y = a + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4 + e$$

Keterangan :

- α = Koefisien konstanta
- \square = Koefisien regresi
- X_1 = Profitabilitas
- X_2 = Arus kas bebas
- X_3 = Risiko bisnis
- X_4 = Likuiditas
- Y = Struktur modal
- E = Error

HASIL PENELITIAN

Uji Hipotesis H_1 : Pengaruh Profitabilitas (ROI) Terhadap DER

Hipotesis pertama (H_1) yang diajukan dalam penelitian ini adalah profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Berdasarkan hasil uji statistik t pada Tabel 4.7, diperoleh dengan nilai t_{hitung} sebesar 0,994 dan nilai sig.t sebesar 0,322. Karena nilai t_{hitung} ($0,994$) < t_{tabel} ($1,979$), probabilitas ($0,322$) > α ($0,05$), maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Dengan demikian hipotesis H_1 yaitu profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER, secara statistik tidak terbukti maka hipotesis ditolak.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa profitabilitas (ROI) perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI pada periode 2002-2011 berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DER. Artinya profitabilitas tidak berpengaruh terhadap DER perusahaan.

Uji Hipotesis H_2 : Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap DER

Hipotesis kedua (H_2) yang diajukan adalah arus kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Berdasarkan hasil uji statistik t pada Tabel 4.7, diperoleh nilai t_{hitung} sebesar -2,002 dan nilai sig.t sebesar 0,047. Karena nilai t_{hitung} ($-2,002$) > t_{tabel} ($1,979$) dan probabilitas ($0,047$) < α ($0,05$), maka H_0 ditolak dan H_2 diterima. Dengan demikian hipotesis H_2 yaitu arus kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER, secara statistik terbukti dan hipotesis dapat diterima.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa arus kas bebas (*Free Cash Flow*) perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER selama periode 2002-2011. Dengan demikian, dapat dijelaskan bahwa semakin besar arus kas bebas maka DER perusahaan akan semakin menurun .

Uji Hipotesis H_3 : Pengaruh Risiko Bisnis (Brisk) Terhadap DER

Hipotesis ketiga (H_3) yang diajukan adalah risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Berdasarkan hasil uji statistik t pada Tabel 4.7, diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 2,031 dan nilai sig.t sebesar 0,044. Dengan demikian nilai t_{hitung} ($2,031$) > t_{tabel} ($1,979$), probabilitas ($0,044$) < α ($0,05$), maka H_0 ditolak dan H_3 diterima. Dengan demikian hipotesis H_3 yaitu risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap DER, secara statistik terbukti dan hipotesis dapat diterima.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa risiko bisnis pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER selama periode 2002-2011. Dengan demikian, dapat dijelaskan bahwa semakin besar risiko bisnis maka semakin besar pula DER perusahaan.

Uji Hipotesis H₄ : Pengaruh Likuiditas (CR) Terhadap DER

Hipotesis keempat (H₄) yang diajukan adalah likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Berdasarkan hasil uji statistik t pada Tabel 4.7, diperoleh nilai t_{hitung} sebesar -1,998 dan nilai sig.t sebesar 0,049. Karena nilai $t_{\text{hitung}} - (1,998) > t_{\text{tabel}} (1,979)$, probabilitas $(0,049) < \alpha (0,05)$, maka H_0 ditolak dan H_4 diterima. Dengan demikian hipotesis H₄ yaitu likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER, secara statistik terbukti dan hipotesis dapat diterima.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa likuiditas (CR) perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER selama periode 2002-2011. Dengan demikian, dapat dijelaskan bahwa semakin besar likuiditas (CR) maka semakin menurun DER perusahaan.

Kesimpulan hasil uji dari setiap hipotesis akan disajikan secara ringkas pada Tabel Ringkasan Hipotesis.

Tabel Ringkasan Hipotesis

Variabel Bebas	Pengaruh Variabel Bebas Terhadap DER		Sig.t	Significancy	Kesimpulan
	Hipotesis	Hasil Uji			
X ₁ : Profitabilitas (ROI)	H ₁ : Negatif	Positif	0,322	Tidak signifikan	H ₁ Ditolak
X ₂ : Arus Kas Bebas (FCF)	H ₂ : Negatif	Negatif	0,047	Signifikan	H ₂ Diterima
X ₃ : Risiko Bisnis (BRISK)	H ₃ : Negatif	Positif	0,044	Signifikan	H ₃ Diterima
X ₄ : Likuiditas (CR)	H ₄ : Negatif	Negatif	0,049	Signifikan	H ₄ Diterima

Sumber: Data yang diolah, 2013

PEMBAHASAN

Pengaruh Profitabilitas terhadap DER

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pertama (H₁) menunjukkan bahwa profitabilitas (ROI) tidak berpengaruh terhadap DER perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan telah menetapkan struktur modalnya berdasarkan besarnya manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat dari penggunaan utang untuk mendukung operasional perusahaan. Sehingga perusahaan tidak memandang besar kecil dari jumlah profit yang dihasilkan dalam menentukan struktur modalnya melainkan besar dari pengorbanan dan keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung teori *Trade Off* yang menyatakan bahwa struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan utang dengan biaya kesulitan keuangan akibat penggunaan utang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain (*trade-off*). Teori *tradeoff* ini mengakui adanya tingkat utang yang ditargetkan (Mamduh, 2004).

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Bram (2008), Nuril Hidayati (2010) dan Yoko Mulviawan (2012) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap DER.

Namun, hasil penelitian ini bertolak belakang dengan teori *Pecking Order* yang didukung oleh penelitian yang dilakukan Ramlall (2009) menyebutkan bahwa profitabilitas (ROI) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Hal ini berarti semakin tinggi profit suatu perusahaan maka penggunaan utang akan lebih kecil karena perusahaan akan menggunakan dana dari dalam perusahaan terlebih dahulu (laba

ditahan) dan tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal.

Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap DER

Hasil pengujian Hipotesis 2 (H_2) menunjukkan arus kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER perusahaan. Dengan demikian, dapat dijelaskan bahwa semakin besar arus kas bebas maka struktur modal pada perusahaan akan semakin menurun.

Hasil penelitian ini mendukung teori *Pecking Order*, dimana perusahaan akan menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk pembiayaan. Perusahaan dengan arus kas bebas tinggi berarti memiliki dana internal besar yang dapat digunakan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tanpa harus melakukan pinjaman dari pihak eksternal (utang).

Hasil penelitian ini juga diperkuat oleh penelitian yang dilakukan oleh Made Pratiwi Dewi (2011) dan Gull dan Jaggi (2005) yang menyatakan variabel arus kas bebas menunjukkan hubungan yang negatif dan signifikan terhadap *leverage*.

Sebaliknya, hasil penelitian ini bertolak belakang dengan teori keagenan yang didukung oleh penelitian yang dilakukan Suhendro (2006) dan Sasongko (2011) yang menyatakan variabel arus kas bebas mempunyai hubungan yang positif dan signifikan terhadap *leverage ratio*. Artinya semakin besar arus kas bebas maka akan meningkatkan jumlah utang.

Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap DER

Hasil pengujian Hipotesis 3 (H_3) menunjukkan bahwa risiko bisnis (*Brisk*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER perusahaan. Dengan demikian, dapat dijelaskan bahwa semakin besar risiko bisnis pada maka semakin besar pula DER perusahaan.

Hal ini mungkin disebabkan perusahaan pertambangan secara alami merupakan perusahaan yang membutuhkan *capital expenditure* yang besar. Tidak semua pembiayaan tersebut dapat dibiayai dengan modal sendiri, maka perlu dilakukan pinjaman utang untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut. Dengan adanya pinjaman tersebut maka akan meningkatkan risiko bisnis akibat kemungkinan gagal bayar. Hal ini ditunjukkan oleh nilai rata-rata DER pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2002-2011 sebesar 106%, yang berarti bahwa perusahaan lebih banyak mengandalkan pembiayaan dari utang dibandingkan modal sendiri dikarenakan *capital expenditure* yang besar tersebut merupakan karakteristik alami dari perusahaan pertambangan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Anwar (2009) dan Yulinda Rachmawardani (2007) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER perusahaan.

Sebaliknya, hasil penelitian ini bertolak belakang dengan teori *trade off* yang didukung oleh penelitian yang dilakukan Nugroho (2009) dan Nuril Hidayati (2010), dimana risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap DER. Hal ini berarti semakin besar risiko bisnis yang dihadapi perusahaan maka DER perusahaan semakin kecil.

Pengaruh Likuiditas Terhadap DER

Hasil pengujian Hipotesis 4 (H_4) menunjukkan bahwa likuiditas (*CR*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER perusahaan. Dengan demikian, dapat

dijelaskan bahwa semakin besar likuiditas (CR) maka semakin menurun struktur modal perusahaan.

Hal ini dimungkinkan karena perusahaan memiliki likuiditas yang besar yang berasal dari dana internal. Dengan adanya likuiditas yang besar, maka perusahaan akan menggunakan likuiditas tersebut untuk pembiayaan tanpa membutuhkan utang. Sehingga semakin besar likuiditas, maka akan memperkecil *leverage* perusahaan. Hasil ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan perusahaan lebih menyukai pendanaan internal terlebih dahulu sebelum menggunakan dana eksternal berupa utang kepada pihak luar.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Setiawan (2006) yang menyatakan bahwa hubungan likuiditas dengan struktur modal yaitu semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin rendah tingkat utang dalam struktur modal.

Sebaliknya, hasil penelitian ini bertolak belakang dengan teori MM yang diperkuat oleh penelitian yang dilakukan Rachmawadani (2007) yang menganalisis pengaruh likuiditas terhadap DER, dimana menunjukkan hasil yang positif dan signifikan terhadap DER.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa:

1. Profitabilitas (ROI) tidak berpengaruh terhadap DER.
2. Arus kas bebas (FCF) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER.
3. Risiko bisnis (Brisk) berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER.
4. Likuiditas (CR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER.

SARAN

Beberapa saran penelitian mendatang yang dapat diberikan dari penelitian ini antara lain, adalah:

1. Bagi Perusahaan disarankan untuk memperhatikan arus kas bebas, likuiditas, risiko bisnis yang diteliti berpengaruh secara signifikan dalam menentukan keputusan pendanaan pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2002-2011.
2. Penelitian mendatang disarankan untuk menambah variabel fundamental lain seperti tingkat penjualan, pertumbuhan perusahaan, skala perusahaan, tingkat bunga, nilai perusahaan dan kebijakan dividen, sehingga akan semakin memperjelas variabel-variabel yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan.
3. Penelitian mendatang hendaknya mengarahkan penelitian pada objek penelitian yang lebih luas dengan menambah sektor perusahaan yang diteliti, sehingga jawaban akan semakin beragam dan hasil semakin akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad Rodoni dan Herni Ali. 2010. **Manajemen Keuangan**. Mitra Wacana Media. Jakarta
- Anwar, Muhadjir. 2009. Jurnal Aplikasi Manajemen, vol 7; **Pengaruh antara Risiko Bisnis, Strategi Pertumbuhan, Struktur Modal terhadap kinerja Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Jakarta**.
- Bambang Riyanto. 2008. **Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan**. Gajahmada. Yogyakarta.
- Bram Hadianto. 2008. Jurnal Manajemen, volume 7 no.2; **Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Indonesia Periode 2000-2006: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order**'.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, 2010. **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan**. Buku 1. Edisi 11. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Brown, Keith C. dan Frank K. Reilly. 2009. *Analisis of Investments and Management of Portofolio*. South-Western, Canada.
- Gitman, Lawrence. 2009. *Principle of Managerial Finance*. 11th Edition. Wesley Longman Inc.
- Harnanto. 2007. **Akuntansi Keuangan Intermediate**. Penerbit Liberty. Yogyakarta.
- Hasa Nurrohim. 2008. Jurnal Sinergi; **Pengaruh Profitabilitas, Fix Asset Ratio, Kontrol Kepemilikan, dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia**.
- Horne, Van C, James & Jr. Wachowice, M, John. 2007. **Fundamental of Finance Management**. Buku kedua. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Ibnu Purna, Hamidi dan Prima. 2009. Jurnal Ekonomi; **Perekonomian Indonesia Tahun 2008 Tengah Krisis Keuangan Global**. www.setneg.go.id
- ICMD. 2008. **Indonesian Capital Market Directory**. Jakarta, Indonesia.
- Indranarain Ramlall. 2009. *International Research Journal of Finance and Economics; Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory*.
- Jaggi B, Gull F. A. 2005. Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 12; **An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flow and Size on Corporate Debt Policy**.
- Kahya. 2009. Tesis; **Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan di BEI**. USU.
- Kusumawati. 2004. Tesis; **Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Yang Tercatat di BEJ**. Undip.
- Made Pratiwi Dewi. 2011. Tesis; **Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Terhadap Free Cash Flow dan kebijakan Dividen Pada Perusahaan-Perusahaan Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia**. Universitas Udayana.
- Munawir, S. 2007. **Analisa Laporan Keuangan**. Edisi 5. Penerbit Liberty. Yogyakarta.
- Nugroho, M. Taufan. 2009. Tesis; **Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI periode 2005-2007**. Universitas Muhammadiyah Surakarta, Surakarta.

- Nuril Hidayati. 2010. Tesis; **Pengaruh Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Aktiva, dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan yang Masuk Dalam Kelompok Jakarta Islamic Indeks Masa Tahun 2005-2007**. UNISBA
- Rachmawardani, Yulinda, 2007. Tesis; **Analisis Pengaruh Aspek Likuiditas, Risiko Bisnis, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris Pada Sektor Keuangan dan Perbankan di BEJ Tahun 2000-2005)**. UNISBA.
- Rahmayani. 2009. Tesis; **Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEJ Periode 2001-2007**. UNISBA.
- Sasongko. 2011. Tesis; **Pengaruh Arus Kas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Industri**. UNTAR.
- Silvia Werner. 2013. Jurnal Ekonomi; **Prospek Menggiurkan Sektor Pertambangan di Indonesia**. www.jaringnews.com.
- Suad Husnan. 2006. **Manajemen Keuangan-Teori dan Penerapan (keputusan jangka panjang)**. Buku 1. Edisi 4. BPFE.
- Suhendro. 2006. Tesis; **Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang Perusahaan: “Sebuah Perspektif Theory Agency” di BEI**. USU.
- Wetson, Jodi dan Peter Wells. 2005. Journal Of Finance; *The Association Between Various Earnings and Cash Flow Measures of Firm Performance and Stock Returns: Some Australian Evidence*. <http://papers.ssrn.com>.
- Yoko Mulviawan. 2012. Tesis; **Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Aset, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap DER**. Universitas Gunadarma
- Yustiana. 2010. Tesis; **Analisis Pengaruh Return On Investment, Fixed Asset Ratio, Firm Size, dan Rate Of Growth Terhadap Debt To Equity Ratio Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI periode 2003-2007**. UNDIP.
- Yuke Prabansari dan Hadri Kusuma. 2005. Jurnal Sinergi Edisi Khusus On Finance; **Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public di Bursa Efek Jakarta**.