

PENGARUH STRUKTUR AKTIVA, UKURAN, LIKUIDITAS, DAN PROFITABILITAS TERHADAP STRUKTUR MODAL EMITEN SEKTOR RITEL DI BURSA EFEK INDONESIA: SEBUAH PENGUJIAN HIPOTESIS PECKING ORDER

M. Sienly Veronica Wijaya dan Bram Hadiano

Universitas Kristen Maranatha Bandung

Abstract

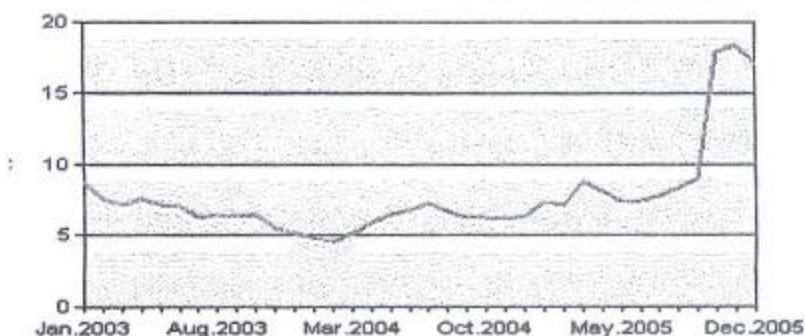
The aim of this research is to examine pecking order hypothesis with some variables that have the impact on capital structure. Some variables that we used are asset tangibility, firm's size, liquidity, and profitability. The sample that we used was taken from retail's issuer sector which selected by purposive sampling method. Regression analysis with pooled data was conducted in this research as analysis method. The result states liquidity is the only variable that support pecking order hypothesis. In addition, this variabel also have the greatest impact on capital structure.

Keywords: liquidity, capital structure

Pendahuluan

Sektor retail merupakan sektor yang sensitif terhadap daya beli masyarakat (Partawidjaja dan Triatmodjo, 2007). Daya beli masyarakat ini dipengaruhi oleh kondisi perekonomian sebuah negara. Dalam kondisi perekonomian yang tumbuh, masyarakat cenderung melakukan belanja secara lebih aktif, dan sebaliknya (Sukirno, 1997:105). Dalam masa inflasi, biasanya kenaikan harga selalu mendahului kenaikan pendapatan. Hal ini berdampak kemerosotan pendapatan pada tenaga kerja yang berpendapatan tetap (Sukirno, 1997:308) yang berakibat pada penurunan daya beli masyarakat (Sunariyah, 2004:22). Di Indonesia, secara resmi terjadinya inflasi baru dimulai dari Maret 2004 sampai dengan akhir tahun 2005 (lihat gambar-1).

Gambar-1
Pergerakan Tingkat Inflasi Periode 2003-2005
(dalam %)



Sumber: Bank Indonesia lewat www.bi.go.id

Bagi perusahaan, inflasi yang terjadi menyebabkan kenaikan biaya produksi. Kenaikan biaya produksi akan mendorong perusahaan menaikkan harga walaupun mereka harus mengambil risiko dalam menghadapi pengurangan dalam permintaan barang-barang yang diproduksinya (Sukirno, 1997:305). Dengan kata lain, perusahaan mengalami penurunan penjualan. Menurut Hanafi (2004:41), pada saat penjualan turun, penggunaan utang menjadi risiko bagi perusahaan karena adanya beban bunga yang secara tetap harus dibayarkan.

Untuk bertahan dalam kondisi seperti ini, hanya ada dua pilihan yaitu menggunakan laba ditahan atau menerbitkan saham baru untuk pengakumulasian dana. Hipotesis *pecking order* menyatakan bahwa penggunaan sumber dana internal dapat dijadikan sebagai urutan pertama dalam pembiayaan perusahaan (Brealey dan Myers, 2003:513) jika akumulasi laba ditahan dari tahun sebelumnya berada dalam jumlah yang memadai. Sebagai pilihan terakhir, penerbitan saham baru dilakukan. Namun, penerbitan saham baru yang dilakukan memunculkan informasi yang tidak simetris. Menurut Myers dan Majluf (1984), ketika saham baru diterbitkan, investor memiliki persepsi bahwa saham berada dalam posisi yang *overvalue*.

Bagi perusahaan, penerbitan saham baru menambah jumlah ekuitas yang sudah dimilikinya sehingga struktur modal yang baru tercipta dalam perusahaan. Penelitian ini berusaha untuk menguji eksistensi hipotesis *pecking order* dengan menggunakan beberapa variabel yang mempengaruhi struktur modal. Variabel yang dimaksud dibatasi pada struktur aktiva, ukuran perusahaan, likuiditas, dan profitabilitas.

Penelitian Terdahulu Mengenai Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal

Secara empiris, Theis dan Casey (1999) meneliti hubungan antara keanekaragaman faktor agensi dan utang pada 55 perusahaan properti di Inggris selama tahun 1995-1997. Variabel bebas dalam penelitian ini adalah penjualan, pertumbuhan aktiva, beta, *dividend payout ratio*, persentase kepemilikan saham, *dividend yield*, dan *price to book value ratio*. Hasil penelitian menunjukkan persentase kepemilikan saham, *dividend yield*, dan *price to book value ratio* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan sementara variabel yang lain seperti penjualan, pertumbuhan aktiva, beta, dan *dividend payout ratio* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.

Ooi (1999) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada 83 perusahaan properti di Inggris selama tahun 1989-1995. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah intensitas aktiva properti (struktur aktiva), jenis perusahaan, tingkat pembangunan yang ditangani, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, beta, pajak, suku bunga, kondisi pasar. Utang dalam struktur modal diproksi dengan dua model, yaitu model nilai buku dan nilai pasar. Hasil penelitian menunjukkan intensitas aktiva properti dan tingkat pembangunan yang ditangani berpengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal baik menurut model nilai buku maupun nilai pasar. Jenis perusahaan, ukuran, pajak, suku bunga, kondisi pasar berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal baik menurut model nilai buku dan pasar sementara variabel lainnya seperti pertumbuhan, beta, dan profitabilitas tidak signifikan berpengaruh terhadap struktur modal baik menurut nilai pasar maupun nilai buku.

Boateng (2004) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada 41 perusahaan modal ventura di Ghana selama periode 1965-1995. Variabel bebas yang digunakan adalah ukuran perusahaan, struktur industri, dan kendali kepemilikan. Hasil penelitian menunjukkan ukuran perusahaan, struktur industri, dan kendali perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal secara signifikan.

Nasruddin (2004) meneliti pengaruh struktur aktiva, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, risiko, dan kesempatan investasi terhadap struktur modal pada 11 emiten farmasi di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1998-2001. Struktur modal diproksi dengan rasio total utang, rasio total utang lancar, rasio utang jangka panjang. Hasil penelitian menunjukkan struktur aktiva tidak signifikan berpengaruh terhadap ketiga proksi struktur modal, ukuran perusahaan berpengaruh negatif secara signifikan terhadap rasio utang lancar, tetapi tidak signifikan terhadap rasio total utang dan rasio utang jangka panjang. Pertumbuhan memiliki pengaruh positif secara signifikan terhadap rasio utang jangka panjang, tetapi tidak signifikan terhadap kedua rasio utang lainnya. Profitabilitas memiliki pengaruh negatif secara signifikan terhadap rasio utang lancar dan total utang namun tidak signifikan terhadap rasio total utang jangka panjang. Risiko berpengaruh negatif secara signifikan terhadap rasio total utang dan rasio utang jangka panjang, tetapi tidak signifikan terhadap utang lancar. Kesempatan investasi tidak signifikan berpengaruh terhadap ketiga rasio utang tersebut.

Saidi (2004) meneliti pengaruh ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, dan struktur kepemilikan terhadap struktur modal pada 97 emiten sektor manufaktur. Hasil penelitian menunjukkan secara parsial, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap struktur modal, sementara risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Eriotis, Vasiliou, dan Neokosmidi (2007) meneliti faktor penentu struktur modal pada 129 perusahaan Yunani yang tercatat di Bursa Efek Atena selama tahun 1997-2001. Variabel bebas yang digunakan adalah ukuran perusahaan, rasio pengkoveran bunga, pertumbuhan, likuiditas, dan variabel *dummy* yang membedakan perusahaan dengan proporsi rasio utang di atas 50% dan di bawah 50%. Hasil penelitian menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap rasio utang, rasio pengkoveran bunga, likuiditas, dan pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap rasio utang, sementara variabel *dummy* signifikan dalam membedakan perusahaan yang memiliki rasio utang di atas 50% dengan perusahaan yang memiliki rasio utang di bawah 50%.

Adrianto dan Wibowo (2007) melakukan pengujian teori *pecking order* pada perusahaan non keuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Jakarta selama periode 2001-2005. Terdapat tiga model yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah perubahan rasio total utang jangka panjang dengan nilai total aktiva. Variabel bebas pada model pertama terdiri dari perubahan struktur aktiva, perubahan nilai pasar aktiva dengan nilai buku aktiva perusahaan sebagai proksi peluang pertumbuhan, perubahan logaritma natural dari penjualan sebagai proksi ukuran perusahaan, perubahan laba operasi dibagi dengan nilai buku aktiva sebagai proksi profitabilitas. Pada model regresi kedua, defisit pendanaan internal melengkapi variabel yang terdapat pada model regresi pertama. Pada model ketiga, rasio total utang jangka panjang dengan total aktiva pada tahun sebelumnya ditambahkan pada model regresi yang kedua. Pada model pertama, struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal, peluang pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Pada model kedua, struktur aktiva dan peluang pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sementara ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, defisit pendanaan internal berpengaruh positif terhadap struktur modal. Pada model ketiga, struktur aktiva dan peluang pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, defisit pendanaan

internal berpengaruh positif terhadap struktur modal, sementara rasio utang jangka panjang terhadap total aktiva pada periode sebelumnya berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Struktur keuangan merupakan cara perusahaan membiayai aktivitya. Struktur ini terdiri dari utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan modal pemegang saham. Struktur modal atau kapitalisasi perusahaan merupakan pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Jadi struktur modal hanya merupakan sebagian dari struktur keuangannya (Weston dan Copeland, 1997:19). Pengukuran terhadap struktur modal ini dapat menggunakan nilai buku maupun nilai pasar. Menurut Nasruddin (2004), total utang terhadap aktiva merupakan proksi *leverage* atau struktur modal yang paling sering digunakan dalam studi empirik. Berdasarkan pernyataan tersebut, maka rasio nilai buku utang terhadap aktiva dijadikan sebagai proksi atas struktur modal dalam riset ini.

Pecking order hipotesis memberikan ekspektasi tanda yang berbeda atas setiap variabel yang mempengaruhi struktur modal. Menurut hipotesis teori ini, struktur aktiva diprediksikan memiliki pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Adrianto dan Wibowo (2007) menyatakan permasalahan utama teori ini adalah informasi yang tidak simetrik dan struktur aktiva merupakan variabel yang menentukan besar kecilnya masalah ini. Ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya menjadi lebih mudah, sehingga permasalahan asimetri informasi menjadi lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi penggunaan utangnya ketika proporsi aktiva berwujud meningkat. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H₁: Struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Menurut *pecking order theory*, ukuran memiliki pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Ini didasari oleh kerangka berpikir yang dikemukakan oleh Rajan dan Zingales (1995). Rajan dan Zingales menyatakan semakin besar ukuran perusahaan, semakin kompleks organisasinya. Hal ini menyebabkan semakin tinggi biaya informasi tidak simetris sehingga semakin sulit mendapatkan pendanaan eksternal bagi perusahaan. Berdasarkan pernyataan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H₂: Ukuran berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Perusahaan yang terdapat dalam industri retail biasanya lebih banyak menggunakan utang jangka pendek dari pada utang jangka panjang. Menurut Hanafi dan Halim (2000:11), hal ini disebabkan karena aktiva lancar berupa piutang dan persediaan cenderung mendominasi keseluruhan aktiva yang dimilikinya. Mengingat besarnya proporsi utang jangka pendek dalam struktur modalnya, maka likuiditas merupakan faktor memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan yang banyak menggunakan aktiva lancar berarti perusahaan tersebut dapat menghasilkan aliran kas untuk membiayai aktivitas operasi dan investasinya (Eriotis, *et al.*, 1999). Ukuran rasio lancar yang semakin besar menunjukkan bahwa perusahaan telah berhasil melunasi utang jangka pendeknya. Berkurangnya utang jangka pendek berakibat menurunnya proporsi utang dalam struktur modal. Eriotis, *et al.* menyatakan jika kondisi ini terbukti, maka likuiditas mendukung teori *pecking order*. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Rasio Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Tujuan perusahaan secara umum didirikan adalah menghasilkan laba atau keuntungan, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang (Salvatore, 2002:11). Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat keuntungan yang besar memiliki

sumber pendanaan internal yang lebih besar dan memiliki kebutuhan untuk melakukan pembiayaan investasi melalui pendanaan eksternal yang lebih kecil (Adrianto dan Wibowo, 2007). Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H₄: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Metode Penelitian

Metode yang digunakan

Penelitian ini menggunakan analisis verifikatif. Analisis verifikatif dilakukan untuk mengetahui hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis. Hipotesis yang digunakan adalah hipotesis kausal. Hipotesis kausal merupakan hipotesis yang menyatakan hubungan satu variabel yang menyebabkan perubahan variabel lainnya.

Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel yang diteliti terbagi menjadi dua jenis, yaitu variabel bebas (X) dan variabel terikat (Y). Berikut merupakan definisi operasional dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

- Struktur aktiva (X₁). Struktur aktiva yang dimaksudkan yaitu proporsi aktiva tetap terhadap total aktiva perusahaan pada akhir periode tahun tertentu.
- Ukuran perusahaan (X₂). Ukuran perusahaan diproksi dengan nilai penjualan bersih perusahaan selama satu tahun tertentu. Mengingat nilai ini cukup besar, maka dalam pengukurannya dikonversikan dalam logaritma natural.
- Likuiditas (X₃). Likuiditas yang dimaksudkan yaitu rasio cepat (*quick ratio*) perusahaan pada akhir periode tahun tertentu.
- Profitabilitas (X₄). Profitabilitas yang dimaksudkan adalah rasio laba sebelum bunga dan pajak (laba operasi) terhadap penjualan pada akhir tahun tertentu.
- Struktur modal (Y). Struktur modal yang dimaksudkan adalah rasio nilai buku total utang terhadap total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan pada akhir tahun tertentu.

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan adalah data sekunder dalam bentuk kuantitatif yang dinyatakan dalam angka-angka. Data tersebut menunjukkan nilai terhadap besaran atau variabel yang diwakilinya. Jenis dan sumber data dari variabel yang dimaksud tersaji pada Tabel 1.

Tabel 1.
Jenis dan Sumber Data Penelitian

Jenis data	Simbol	Sumber Data
Struktur aktiva	X ₁	Indonesian Capital Market Directory
Ukuran perusahaan	X ₂	Indonesian Capital Market Directory
Likuiditas	X ₃	Indonesian Capital Market Directory
Profitabilitas	X ₄	Indonesian Capital Market Directory
Struktur modal	Y	Indonesian Capital Market Directory

Metode Pengumpulan Data

Satuan analisis dalam penelitian ini adalah emiten sektor ritel dengan unit waktu tahunan. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan menetapkan kriteria sampel. Kriteria saham yang dijadikan sampel penelitian adalah saham sektor ritel yang secara konsisten tercatat di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2000-2005.

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 9 (sembilan) emiten saham. Kesembilan emiten tersebut adalah PT Alfa Retailindo, Tbk. (ALFA); PT Hero Supermarket, Tbk. (HERO); PT Matahari Putra Prima, Tbk. (MPPA); PT Millinium Pharmacon International, Tbk. (SDPC); PT Enseval Putera Megatrading, Tbk. (EPMT); PT Ramayana

Lestari Sentosa, Tbk. (RALS); PT Tigaraksa Satria, Tbk. (TGKA); PT Toko Gunung Agung Tbk. (TKGA); PT Wicaksana Overseas International, Tbk (WICO).

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Deskripsi Statistik

Berikut ini disajikan deskripsi statistik atas variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 2.
Deskripsi Statistik

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
CAP_SCTR	54	0,246066	2,075838	0,66991425	0,308803171
TANGIBLE	54	0,023714	0,767298	0,28285700	0,164347635
SIZE	54	10,472176	15,749356	14,32128836	1,142535173
LIQUID	54	0,112956	2,078914	0,77621793	0,475747641
PROFIT	54	-0,376070	0,105551	0,01843610	0,066439614
Valid N (listwise)	54				

Sumber: Pengolahan Data SPSS 11.5

Uji Asumsi Klasik

Sebuah model regresi yang baik apabila model tersebut memenuhi persyaratan serangkaian uji asumsi klasik (Ghozali, 2007:91). Serangkaian uji asumsi klasik yang dimaksudkan yaitu multikolinearitas, heterokedastisitas, dan uji otokorelasi.

1. Uji multikolinearitas. Menurut Ghozali (2007:91), uji multikolinearitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi ditemukan korelasi antar variabel bebas (independen). Pada model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel bebas. Suatu cara untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinearitas dalam model dapat dengan melihat matriks korelasi variabel-variabel independen atau melihat *variance inflation factor* dan lawannya. Pada umumnya nilai *cut off* yang digunakan untuk menunjukkan ada tidaknya multikolinearitas adalah $VIF < 10$. Terlihat dalam tabel-3, masing-masing variabel memiliki nilai VIF yang berada di bawah nilai 10. Dengan demikian, model regresi terbebas dari problem multikolinearitas.

Tabel 3.
Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF
TANGIBLE	0,527	1,949
SIZE	0,519	1,762
LIQUID	0,432	2,604
PROFIT	0,571	2,067

Sumber: Pengolahan Data SPSS 11.5

2. Uji otokorelasi. Menurut Ghozali (2007:95), uji ini bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada suatu periode (t) dengan periode sebelumnya (t-1). Jika terjadi korelasi maka terdapat masalah otokorelasi. Otokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu. Untuk mengujinya dapat digunakan uji LM (LM

test). Menurut Ghazali (2007:98), uji LM ini akan menghasilkan statistik Breusch-Godfrey. Berikut ini merupakan langkah-langkah prosedur pengujiannya sebagai berikut.

- Merumuskan hipotesis, baik H_0 maupun H_1 .
 H_0 : Tidak terdapat otokorelasi
 H_1 : Terdapat otokorelasi
- Menghitung nilai residual atau *error* dari persamaan regresi. Nilai ini disimbolkan dengan *Unstandardized Residual*.
- Mencari lag nilai residual atau lag *error* dari persamaan regresi. Nilai ini disimbolkan dengan *Res_2*.
- Membuat persamaan regresi dengan menjadikan variabel *Res_1* sebagai variabel terikatnya. Variabel *Res_2* dijadikan sebagai variabel bebas bersama dengan variabel bebas dalam model penelitian.

Tabel 4.
Uji Otokorelasi

Variabel	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-0,151	0,323		-0,467	0,642
TANGIBLE	-0,096	0,189	-0,071	-0,509	0,613
SIZE	0,015	0,026	0,077	0,581	0,564
LIQUID	-0,010	0,075	-0,021	-0,129	0,898
PROFIT	-0,320	0,428	-0,108	-0,749	0,457
RES_2	0,883	0,122	0,729	7,253	0,000

Sumber: Pengolahan Data SPSS 11.5

aDependent Variable: Unstandardized Residual

- Berdasarkan kriteria uji ini, apabila nilai *p-value* dari $\text{Res}_2 \leq 5\%$ maka terdapat persoalan otokorelasi dalam model dan sebaliknya. Terlihat pada tabel-4, ternyata nilai *p-value* dari Res_2 sebesar 0,000. Hal ini berarti terdapat persoalan otokorelasi dalam model ini.

Untuk mengatasinya, digunakanlah metode Cochrane-Orcutt (CO). Winarno (2007:5.33) menyatakan metode ini menggunakan nilai estimasi residual untuk menghitung ρ . Adapun persamaannya adalah sebagai berikut (Gujarati, 2003:481).

$$u_t = \rho \cdot u_{t-1} + \varepsilon_t$$

u_t merupakan *error* (residual) yang diperoleh dari persamaan regresi dan u_{t-1} merupakan lag pertama dari residual tersebut. Nilai ρ merupakan estimasi koefisien dari persamaan regresi. Tabel-5 berikut menyajikan hasil regresinya antara *unstandardized residual* dengan lag *error* yang pertama (Res_2). Adapun besarnya nilai ρ sebesar 0,869.

Tabel 5.
Hasil Regresi Error dengan Lag Error Pertama

Variabel	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,015	0,021		0,682	0,498
RES_2	0,869	0,117	0,718	7,428	0,000

^aDependent Variable: Unstandardized Residual

Sumber: Pengolahan Data SPSS 11.5

Nilai p tersebut dikalikan dengan nilai lag pertama atas variabel independen. Untuk selanjutnya, dibuat formula sebagai berikut (Gujarati, 2003:481).

$$Y_t - \rho Y_{t-1} = \beta_1 (1 - \rho) + \beta_2 (X_t - \rho X_{t-1})$$

Perhitungan ini dilakukan dengan cara iterasi sampai diperoleh nilai ρ yang tidak mengandung masalah otokorelasi. Selanjutnya, nilai ini menjadi pengali setiap variabel yang digunakan baik variabel bebas maupun variabel terikat. Tabel-6 berikut ini merupakan hasil uji otokorelasi setelah model diterasikan untuk pertama kalinya.

Tabel 6.
Uji Otokorelasi Regresi Hasil Iterasi Pertama

Variabel	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,001	0,061		0,024	0,981
TANGIBLE	-0,048	0,203	-0,042	-0,236	0,814
SIZE	0,002	0,015	0,018	0,099	0,921
LIQUID	0,011	0,072	0,026	0,158	0,875
PROFIT	0,003	0,064	0,006	0,040	0,968
RES_2	0,248	0,157	0,229	1,581	0,121

^aDependent Variable: Unstandardized Residual

Sumber: Pengolahan Data SPSS 11.5

Terlihat pada tabel-6, nilai p -value dari Res_2 sebesar 0,121. Nilai ini lebih besar dari 5%. Hal ini berarti masalah otokorelasi sudah dapat diatasi. Dengan demikian, model regresi ini terbebas dari persoalan otokorelasi.

3. Uji heteroskedastisitas. Menurut Ghazali (2007:105), uji ini bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians konstan maka disebut homoskedastisitas, jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas. Kebanyakan data *cross-section* mengandung situasi heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili beberapa ukuran (kecil, sedang, dan besar). Untuk mengujinya dapat digunakan uji White. Adapun langkah-langkah pengujiannya sebagai berikut.

- 1) Merumuskan hipotesis. H_0 menunjukkan kondisi ada heteroskedastisitas dan H_1 menunjukkan kondisi adanya heteroskedastisitas.
- 2) Menetapkan kriteria pengujian. Jika nilai p -value dari observasi $R^2 \geq 5\%$ maka terdapat heteroskedastisitas dan sebaliknya.

Pada tabel-7 di bawah ini, diperoleh nilai p -value dari obs R^2 sebesar 0,000608. Nilai ini lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian, model regresi belum terbebas dari heteroskedastisitas.

Tabel 7.
Uji Heteroskedastisitas

White Heteroskedasticity Test:

<i>F-statistic</i>	6.361027	<i>Probability</i>	0.000002
<i>Obs*R-squared</i>	37.55386	<i>Probability</i>	0.000608

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 02/19/08 Time: 12:45

Sample: 1 54

Included observations: 54

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.021500	0.019874	1.081812	0.2860
TANGIBLE	0.038225	0.185702	0.205841	0.8380
TANGIBLE^2	0.307966	0.296749	1.037800	0.3058
TANGIBLE*SIZE	6.63E-11	7.62E-11	0.869543	0.3899
TANGIBLE*LIQUID	0.103666	0.176720	0.586609	0.5608
TANGIBLE*PROFIT	0.207731	0.201167	1.032627	0.3081
SIZE	7.13E-10	1.39E-10	5.133676	0.0000
SIZE^2	-3.64E-19	7.35E-20	-4.952102	0.0000
SIZE*LIQUID	1.33E-10	8.81E-11	1.504951	0.1404
SIZE*PROFIT	-4.67E-11	8.12E-11	-0.574950	0.5686
LIQUID	0.032517	0.070686	0.460016	0.6481
LIQUID^2	0.016413	0.054487	0.301226	0.7648
LIQUID*PROFIT	0.063379	0.056855	1.114747	0.2718
PROFIT	0.030122	0.048969	0.615136	0.5420
PROFIT^2	0.013308	0.035801	0.371728	0.7121
<i>R-squared</i>	0.695442	<i>Mean dependent var</i>	0.026947	
<i>Adjusted R-squared</i>	0.586113	<i>S.D. dependent var</i>	0.073637	
<i>S.E. of regression</i>	0.047374	<i>Akaike info criterion</i>	-3.031366	
<i>Sum squared resid</i>	0.087526	<i>Schwarz criterion</i>	-2.478871	
<i>Log likelihood</i>	96.84689	<i>F-statistic</i>	6.361027	
<i>Durbin-Watson stat</i>	2.198686	<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000002	

Sumber: Pengolahan Data EViews 5.0

Meski demikian, program Eviews menyediakan sarana penyembuhan terhadap problem heteroskedastisitas (Mahadwartha, 2001) sekaligus memberikan persamaan regresi yang masalah heteroskedastisitasnya telah teratasi (Nachrowi dan Usman, 2006:249). Adapun hasil persamaan regresinya ditampilkan pada tabel berikut ini.

Tabel 8.

Persamaan Model Regresi Tanpa Problem Heteroskedastisitas

Dependent Variable: CAP_SCTR

Method: Least Squares

Date: 02/19/08 Time: 12:52

Sample: 1 54

Included observations: 54

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.209515	0.034585	6.058030	0.0000
TANGIBLE	-0.116931	0.311589	-0.375274	0.7091
SIZE	2.43E-11	5.80E-11	0.418334	0.6775
LIQUID	-0.197508	0.080394	-2.456739	0.0176
PROFIT	0.113594	0.041932	2.709009	0.0093
R-squared	0.265195	Mean dependent var		0.121013
Adjusted R-squared	0.205210	S.D. dependent var		0.193297
S.E. of regression	0.172326	Akaike info criterion		-0.590837
Sum squared resid	1.455115	Schwarz criterion		-0.406672
Log likelihood	20.95260	F-statistic		4.421079
Durbin-Watson stat	1.255437	Prob(F-statistic)		0.003946

Sumber: Pengolahan Data Eviews 5.0

Pengujian Hipotesis

Hipotesis pertama menyatakan struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil olahan data yang terdapat pada tabel-8, diperoleh nilai t-statistik untuk variabel TANGIBLE sebesar -0,375274. Untuk selanjutnya, nilai t-statistik ini dibandingkan dengan nilai t-tabel ($\alpha = 0,05$; $df = n-k-1 = 54-4-1 = 49$) yaitu sebesar -2,009575. Ternyata diperoleh hasil bahwa nilai $-t$ statistik < nilai $-t$ tabel. Keadaan ini menunjukkan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Tidak signifikannya struktur aktiva mungkin disebabkan oleh proporsi aktiva tetap yang kecil dalam aset yang dimiliki perusahaan (Hanafi dan Halim, 2000:11), sehingga ada tidaknya variabel ini tidak mempengaruhi keputusan menentukan struktur modal. Dengan demikian hasil penelitian ini konsisten dengan Nasruddin (2004).

Hipotesis kedua menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil olahan data yang terdapat pada tabel-8, diperoleh nilai t-statistik untuk variabel SIZE sebesar 0,418334. Ternyata nilai t-statistik bernilai positif dan menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Ini ditandai oleh nilai t-statistik < nilai t-tabel ($\alpha = 0,05$; $df = 49$) sebesar 2,009575. Hal ini berarti ukuran perusahaan yang diproksi penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Dengan demikian hasil penelitian konsisten dengan Theis dan Casey (1999), serta Nasruddin (2004).

Hipotesis ketiga menyatakan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil olahan data yang terdapat pada tabel-8, diperoleh nilai t-statistik untuk variabel LIQUID sebesar -2,456739. Nilai ini dibandingkan dengan nilai t-tabel ($\alpha = 0,05$; $df = 49$) sebesar -2,009575. Ternyata diperoleh nilai $-t$ statistik > $-t$ tabel. Keadaan menunjukkan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Dengan demikian, hasil ini sesuai hipotesis *pecking order*. Ketersediaan kas dan aktiva lancar lainnya selain persediaan ternyata mampu untuk menutup utang jangka pendek perusahaan yang mendominasi struktur utang secara keseluruhan dalam struktur modal perusahaan sektor ritel. Tertutupnya utang jangka pendek mengakibatkan turunnya proporsi utang secara keseluruhan dalam struktur modal. Hasil ini konsisten dengan Eriotis, *et al.* (2007).

Hipotesis keempat menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan perhitungan, diperoleh nilai t-statistik yang bernilai positif untuk variabel PROFIT untuk sebesar 2,709009. Hal ini berarti profitabilitas berpengaruh positif secara signifikan. Disebut signifikan karena nilai t-statistik > t-tabel ($\alpha = 0,05$; $df = 49$) sebesar 2,009575. Hasil ini sesuai dengan hipotesis *trade-off* yang menyatakan perusahaan yang memiliki profit akan menggunakan lebih banyak utang (Ooi, 1999) untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pengurangan pajak (Adrianto dan Wibowo, 2007). Selain itu, Gitman (2003:61) menyatakan tanpa adanya laba perusahaan tidak mungkin dapat menarik modal dari luar. Pendanaan secara eksternal hanya dimungkinkan jika kinerja perusahaan yang tercermin dari perolehan laba yang cukup baik. Dengan adanya laba yang memadai, pemberi pinjaman dapat diyakinkan bahwa perusahaan dapat membayar bunga secara teratur pada mereka. Dengan demikian, hasil penelitian ini konsisten dengan Saidi (2004).

Analisis Koefisien Determinasi Parsial

Untuk mengetahui variabel mana yang berpengaruh terhadap struktur modal, maka dapat digunakan koefisien determinasi parsial. Tabel-9 menyajikan hasil perhitungan matriks korelasi antara variabel penelitian. Untuk melihat seberapa kuat hubungan variabel bebas (struktur aktiva, ukuran, likuiditas, dan profitabilitas) dengan variabel terikat (struktur modal), maka dapat melihat nilai yang sudah tercetak tebal.

Tabel 9.
Matriks Korelasi

Variabel	CAP SCTR	LIQUID	PROFIT	SIZE	TANGIBLE
CAP SCTR	1,000000	-0,403119	0,360468	0,136591	0,042245
LIQUID	-0,403119	1,000000	-0,159065	0,013719	-0,282613
PROFIT	0,360468	-0,159065	1,000000	0,220104	0,059688
SIZE	0,136591	0,013719	0,220104	1,000000	0,031403
TANGIBLE	0,042245	-0,282613	0,059688	0,031403	1,000000

Sumber: Pengolahan Data EViews 5.0

Nilai-nilai inilah yang nantinya digunakan untuk menghitung nilai koefisien determinasi parsial. Berikut ini merupakan tabel yang menyajikan hasil perhitungan nilai koefisien determinasi parsial.

Tabel 10
Nilai Koefisien Determinasi Parsial

Variabel	Koefisien Determinasi Parsial
TANGIBLE (X_1)	$(0,042245)^2 \cdot 100\% = 0,178464\%$
SIZE (X_2)	$(0,136591)^2 \cdot 100\% = 1,86571\%$
LIQUID (X_3)	$(-0,403119)^2 \cdot 100\% = 16,25049\%$
PROFIT (X_4)	$(0,360468)^2 \cdot 100\% = 12,99372\%$

Variabel yang paling mendominasi pengaruh dalam struktur modal adalah likuiditas (X_3) dengan besar pengaruh 16,25049%. Adapun variabel profitabilitas (X_4) menempati urutan kedua dengan besar pengaruh 12,99372%, ukuran perusahaan (X_2) menempati urutan kedua dengan besar pengaruh 1,86571%, struktur aktiva (X_1) menempati urutan keempat dengan besar pengaruh 0,178464%.

Analisis Koefisien Determinasi Berganda

Untuk mengetahui besarnya kekuatan variabel bebas dalam model regresi yang dibangun maka digunakanlah koefisien determinasi berganda yang tercermin lewat nilai *adjusted R²*-nya. Berdasarkan tabel-8, terlihat nilai *adjusted R²* sebesar 20,521%. Hal ini berarti keempat variabel bebas (struktur aktiva, ukuran, likuiditas, dan profitabilitas) hanya mampu menerangkan 20,521% faktor yang mempengaruhi struktur modal, sedangkan sisanya sebesar 79,479% ditentukan oleh faktor lainnya.

Kesimpulan dan Saran

Simpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, maka terdapat beberapa hal yang disimpulkan.

1. Berdasarkan analisis terhadap sampel saham sektor ritel di Bursa Efek Indonesia selama periode 2000-2005 menunjukkan bahwa struktur aktiva dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.
2. Berdasarkan analisis terhadap sampel yang diambil pada saham sektor ritel di Bursa Efek Indonesia selama periode 2000-2005, maka variabel likuiditas merupakan variabel mempunyai pengaruh terbesar terhadap struktur modal.

Saran

Dari hasil penelitian ini terdapat beberapa saran yang disampaikan, baik untuk emiten dan untuk peneliti selanjutnya.

1. Mengingat likuiditas memiliki kontribusi terbesar dalam mempengaruhi struktur modal, maka disarankan pada perusahaan untuk memiliki kas dalam jumlah yang memadai. Jumlah tersebut hendaknya direncanakan dalam bentuk anggaran kas. Dengan adanya anggaran kas yang dibuat secara periodik, perusahaan tidak akan kekurangan dana ketika hendak membayar atau melunasi utang jangka pendeknya.
2. Mengingat profitabilitas memiliki kontribusi terbesar kedua dalam mempengaruhi struktur modal, maka perusahaan wajib memperhatikan kinerja labanya mengingat pendanaan secara eksternal hanya dimungkinkan jika laba tercermin lewat rasio profitabilitas menunjukkan angka yang cukup baik. Dengan adanya laba yang memadai, pemberi pinjaman dapat diyakinkan bahwa perusahaan dapat membayar bunga sekaligus pokok secara teratur.
3. Rendahnya nilai *adjusted R²* mengindikasikan model belum dapat mengidentifikasi variabel yang mempengaruhi struktur modal sektor retail. Untuk peneliti selanjutnya dapat memasukkan variabel lainnya seperti indeks harga saham gabungan yang mencerminkan kondisi pasar modal, beta pasar, *dividend payout ratio*, rasio *price to book value* yang menggambarkan peluang pertumbuhan, suku bunga, persentase kepemilikan, kesempatan investasi, dan biaya agensi, defisit pembiayaan internal.
4. Peneliti selanjutnya dapat mengubah periode analisis waktu dari tahunan menjadi kuartalan untuk mendapatkan hasil yang lebih mewakili karakteristik sampel.

Daftar Pustaka

- Adrianto dan B. Wibowo. 2007. "Pengujian Teori Pecking Order pada Perusahaan-Perusahaan Non Keuangan LQ45 Periode 2001-2005." *Manajemen Usahawan Indonesia*, XXXVI, (12): 43-53.
- Brealey, R.A., dan S.C. Myers. 2003. *Principle of Corporate Finance*. Seventh Edition. New York: McGraw-Hill.
- Boateng, A. 2004. "Determinant of Capital Structure: Evidence from International Joint Venture in Ghana". *International Journal of Social Economic*, 31, (1/2): 56-66.
- Eriotis, N., D. Vasiliou, dan Z.V. Neokosmidi. 2007. "How Firm Characteristics Affect Capital Structure?" *Managerial Finance*, 33 (5): 321-331.
- Ghozali, I. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Cetakan Keempat. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L.J. 2003. *Principle of Managerial Finance*. Tenth Edition. Boston: Adisson Wesley.
- Gujarati, D.N. 2003. *Basic Econometric*. Fouth Edition. New York: McGraw Hill.
- Hanafi, M.M., dan A. Halim. 2000. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Pertama. Cetakan Kedua. Yogyakarta: UPP AMP-YPKN.
- Hanafi, M.M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 2004/2005. Cetakan Pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Mahadwartha, P. A. 2001. "Pengaruh Return, Volume Transaksi, dan Risiko Unik terhadap Beta Perusahaan pada Industri Rokok." *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi*, 1 (2): 177-190.
- Myers, S.C., dan N. S. Majuf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information, Investor Do Not Have." *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Nachrowi, D. N., dan H. Usman. 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Nasruddin. 2004. "Faktor-Faktor yang Menentukan Struktur Modal: Studi Empirik pada Perusahaan Industri Farmasi di Bursa Efek Jakarta." *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 5 (1): 47-62.
- Ooi, J. 1999. "The Determinant of Capital Structure: Evidence on UK Property Companies." *Journal of Property Investment and Finance*, 17 (15): 464-480.
- Partawidjaja, D., dan Y. Triatmodjo. 2007. "Saham Konsumsi dan Ritel: Saham-Saham yang Menjanjikan di Tahun 2007." *Majalah Kontan*, XI (13), Tanggal 1 Januari 2007. Diakses melalui <http://www.kontan-online.com/print.php?q=v&tahun=XI&edisi=13&id=7> pada tanggal 24 Januari 2008.
- Rajan, G. R., dan L. Zingales. 1995. "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data." *Journal of Finance*, 50: 1421-1460.
- Saidi. 2004. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go-Public di BEJ Tahun 1997-2002." *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 11 (1): 44-58.
- Salvatore, D. 2002. *Managerial Economics dalam Perekonomian Global*. Edisi Keempat. Jilid Pertama. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Sukirno, S. 1997. *Pengantar Teori Makroekonomi*. Edisi Kedua. Cetakan Kedelapan. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.

- Sunariyah. 2004. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Keempat. Yogyakarta: UPP AMP-YKPN.
- Theis, J., dan M. Casey. 1999. "An Empirical Investigation of Agency Relationships and Capital Structure of Property Management in the United Kingdom." *Journal of Property Investment and Finance*, 17 (1): 27-34.
- Van Horne, J.C., dan J.M. Wachowicz. 1995. *Fundamentals of Financial Management*. Ninth Edition. New Jersey: Prentice Hall.
- Weston, J.F., dan T.E. Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Jilid Dua. Jakarta: Binarupa Aksara.
- Winarno, W.W. 2007. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan EViews*. Cetakan Pertama. Yogyakarta: UPP AMP-YKPN.