

PENGARUH DETERMINAN STRUKTUR MODAL TERHADAP *LEVERAGE*

Intan Ayu Savitri
J. Sukamawati Sukamulja

Program Pascasarjana, Program Studi Magister, Fakultas Ekonomi, Universitas Atma Jaya
Yogyakarta
Jalan Babarsari 43 – 44, Yogyakarta

Abstrak

Seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan secara teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih. Kesalahan dalam menentukan struktur modal akan mempunyai dampak yang luas terutama apabila perusahaan terlalu besar dalam menggunakan utang, maka beban tetap yang harus ditanggung perusahaan semakin besar pula.

Penelitian ini dilakukan untuk menguji secara empiris apakah pemakaian teori *financial leverage* yang berbeda akan mengarah pada hasil yang berbeda. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan non keuangan aktif diperdagangkan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina tahun 2009 sampai tahun 2013.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pemakaian teori yang berbeda memberikan hasil yang berbeda. *Non debt tax shield*, *tangibility*, profitabilitas, risiko bisnis, ukuran perusahaan, likuiditas, *share price performance*, *share market development*, *interest rate* dan *country governance* berpengaruh terhadap *leverage*. *Growth opportunities* dan *economic growth* tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Kata kunci : Struktur modal

I. Pendahuluan

A. Latar Belakang

Sebagian besar keputusan keuangan yang dibuat oleh perusahaan dalam rangka memaksimalkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. Keputusan keuangan yang dibuat oleh perusahaan antara lain mengenai keputusan pendanaan atau struktur modal. Seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan secara teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih. Hal ini karena masing-masing sumber pendanaan mempunyai konsekuensi finansial yang berbeda-beda (Christianti, 2006).

Struktur modal merupakan masalah yang penting bagi perusahaan karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek langsung terhadap posisi keuangan perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Kesalahan dalam menentukan struktur modal akan mempunyai dampak yang luas terutama apabila perusahaan terlalu besar dalam menggunakan utang, maka beban tetap yang harus ditanggung perusahaan semakin besar pula. Hal itu juga berarti akan meningkatkan risiko keuangan, yaitu risiko saat perusahaan tidak dapat membayar beban bunga atau angsuran-angsuran utangnya (Kesuma, 2009).

Struktur modal bisa didefinisikan dengan banyak cara, di Amerika Serikat adalah sesuatu yang umum untuk mendefinisikan struktur modal dalam bentuk rasio utang jangka panjang. Pada sejumlah negara, khususnya negara berkembang, perusahaan menggunakan baik utang jangka pendek maupun utang jangka panjang untuk mendanai asetnya, termasuk aset lancar. Umumnya perusahaan-perusahaan berkembang mengganti utang jangka

pendeknya dengan utang jangka panjang (Widjaja dan Kasenda, 2008). Bevan dan Danbolt (2002) berpendapat bahwa teori *leverage* yang berbeda memberikan hasil yang berbeda.

Pengambilan keputusan atas struktur modal juga menjadi jauh lebih rumit ketika aspek ini diteliti dalam suatu konteks internasional, secara khusus dalam negara-negara berkembang di mana pasarnya dicirikan oleh kontrol dan hambatan institusional. Keputusan pendanaan suatu perusahaan merupakan suatu proses yang cukup kompleks dan teori yang ada hanya dapat menjelaskan tahapan tertentu dalam keberagaman pilihan pendanaan. Myers (2001) menekankan bahwa tidak ada teori umum dalam pilihan utang-ekuitas dan tidak ada alasan untuk memilih salah satu teori tersebut. Alasannya mungkin karena segala teori ini berbeda dalam penekanannya.

Teori *leverage* yang berbeda akan mengarah hasil yang berbeda. Haron (2014) menyatakan bahwa pemakaian teori yang berbeda memberikan hasil yang berbeda termasuk sinyal yang diberikan. Temuan tersebut terjadi baik di pasar berkembang maupun pasar maju. Penelitian yang dilakukan oleh Khoir *et al.* (2013) menunjukkan bahwa *debt to assets ratio* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap harga saham. Hal ini dikarenakan strategi perusahaan dalam pendanaan terkait dengan teori struktur modal yaitu teori *pecking order* yang menyimpulkan bahwa manajemen perusahaan memilih untuk menggunakan biaya modal yang hanya berasal dari internal perusahaan berupa laba ditahan dan tidak menganjurkan untuk membiayai modal dari luar yang berasal dari utang. Mereka beranggapan bahwa modal yang didapat dari utang akan berpengaruh kurang baik di masa depan terhadap nilai perusahaan karena utang mengandung risiko. Hasil lain menunjukkan bahwa *long term debt to equity ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham. Hasil penelitian tersebut bisa dikarenakan terkait dengan teori MM (Modigliani-Miller) dengan pajak bahwa perusahaan yang berhutang untuk membiayai modalnya akan memberi manfaat baik terhadap kinerjanya. Perusahaan yang memiliki utang akan senantiasa memiliki bunga utang yang harus dibayar. Beban utang yang menjadi beban perusahaan secara langsung mengurangi beban pajaknya. Beban pajak yang berkurang akibat adanya bunga utang yang harus dibayarkan akan menguntungkan perusahaan karena akan meningkatkan laba.

Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini akan meneliti permasalahan sifat inkonklusif dalam konteks penggunaan teori *leverage* yang berbeda sebagaimana halnya dengan pemakaian model yang berbeda dalam menganalisis dampak determinan pada *leverage*. Penelitian ini akan dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek negara-negara yang tergabung dalam ASEAN (*Association of South East Asian Nations*). Fokus penelitian ini adalah ASEAN, karena sebagaimana yang diketahui, sejak krisis ekonomi 2008, pusat kekuatan ekonomi dunia secara perlahan bergeser dari negara-negara barat yaitu Eropa dan Amerika Utara, menjadi ke Asia. Di Asia sendiri, salah satu zona perekonomian yang berkembang pesat adalah ASEAN. Dengan demikian, penelitian ini mengambil fokus pada perusahaan yang tergabung dalam zona ASEAN. Penelitian ini selanjutnya akan menguji faktor-faktor yang menentukan dalam pemilihan struktur modal bagi perusahaan-perusahaan di ASEAN (Murhadi, 2011). Penelitian ini akan dilakukan di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek negara Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina.

B. Rumusan Masalah

Teori struktur modal antara lain *trade-off*, *pecking order*, *agency* dan *market timing* (Haron, 2014). Untuk mengukur struktur modal tersebut digunakan rasio struktur modal yang disebut dengan *leverage ratio*. Teori *leverage* yang berbeda akan mengarah hasil yang berbeda. Haron (2014) menyatakan bahwa pemakaian teori yang berbeda memberikan hasil yang berbeda termasuk sinyal yang diberikan. Temuan tersebut terjadi baik di pasar berkembang maupun pasar maju. Berdasarkan hal tersebut, rumusan masalah penelitian ini

adalah apakah pemakaian teori *financial leverage* yang berbeda akan mengarah pada hasil yang berbeda?

C. Batasan Masalah

1. Perusahaan yang menjadi sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina tahun 2009 sampai tahun 2013.
2. *Financial leverage* dalam penelitian ini terdiri dari:
 - a. *Book value leverage*
Book value leverage terdiri dari *total debt to total asset*, *long-term debt to total asset* dan *short-term debt to total asset*.
 - b. *Market value leverage*
Market value leverage terdiri dari *total debt to total debt plus total equity*, *long-term debt to total debt plus total equity* dan *short-term debt to total debt plus total equity*.
3. Variabel independen dalam penelitian ini adalah:
 - a. *Non debt tax shield*
 - b. *Tangibility*
 - c. Profitabilitas
 - d. Risiko bisnis
 - e. Ukuran perusahaan
 - f. *Growth opportunities*
 - g. Likuiditas
 - h. *Share Price Performance*
 - i. *Economic growth*
 - j. *Share Market Development*
 - k. *Interest rates*
 - l. *Country governance*

D. Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian pada pendahuluan dan perumusan maka penelitian ini dilakukan dengan tujuan sebagai berikut untuk menguji secara empiris apakah pemakaian teori *financial leverage* yang berbeda akan mengarah pada hasil yang berbeda.

II. Tinjauan Pustaka

A. Struktur Modal

Pada umumnya suatu perusahaan dapat memilih struktur modal yang diinginkan. Keputusan struktur modal dapat memiliki implikasi yang penting bagi nilai perusahaan dan biaya permodalan. Struktur modal yang menghasilkan nilai perusahaan yang tertinggi (biaya modal yang terendah) adalah yang paling memberi manfaat bagi para pemegang saham (Ross *et al.*, 2009:155).

B. Leverage

Financial leverage adalah berapa banyak perusahaan tersebut mengandalkan utang. Semakin besar pembiayaan utang yang digunakan suatu perusahaan dalam struktur modal, semakin besar *financial leverage* yang digunakan perusahaan. *Financial leverage* dapat mempengaruhi keuntungan para pemegang saham perusahaan, namun *financial leverage* bisa jadi tidak mempengaruhi biaya permodalan keseluruhan suatu perusahaan. Jika hal tersebut terjadi maka struktur permodalan suatu perusahaan tidak relevan karena perubahan pada struktur permodalannya tidak mempengaruhi nilai perusahaan tersebut (Ross *et al.*,

2009:158). Bowman (1980) menunjukkan bahwa korelasi cross-sectional antara nilai buku dan nilai pasar utang sangat besar, sehingga kesalahan spesifikasi karena menggunakan ukuran nilai buku mungkin cukup kecil. Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa perbedaan cross-sectional antara nilai pasar dan nilai buku utang dapat dihubungkan dengan beberapa faktor penentu struktur modal. Bowman (1980) menyatakan bahwa variabel *leverage* harus diukur dengan nilai pasar.

C. Hipotesis

Banyak definisi mengenai *leverage*. Mengacu pada studi sebelumnya, definisi *leverage* yang berbeda akan menghasilkan suatu hasil yang berbeda. Bevan dan Danbolt (2002) dalam Haron (2014) menemukan bahwa hasil yang ada sangatlah bergantung pada definisi *leverage* yang sedang diteliti. Rajan dan Zingales (1995) dalam Haron (2014) menambahkan bahwa definisi *leverage* harus bergantung pada tujuan analisis yang sedang dilaksanakan.

Sebuah ukuran *leverage* yang tepat dalam suatu negara mungkin tidak tepat bagi negara lainnya dikarenakan oleh perbedaan institusional dan akuntansi di antara kedua negara tersebut, beberapa ukuran *leverage* mungkin lebih tepat ketimbang ukuran *leverage* lainnya untuk mengevaluasi teori struktur modal tertentu. Misalnya, Rajan dan Zingales (1995) berpendapat bahwa utang relatif terhadap nilai perusahaan akan menjadi ukuran *leverage* yang relevan bagi studi atas teori keagenan yang berhubungan dengan konflik berdasarkan pada bagaimana caranya sebuah perusahaan telah didanai sebelumnya. Studi yang berhubungan dengan konflik keagenan akan menggunakan *debt-to-firm value ratio* sebagai definisi *leverage*. Studi pada *leverage* dan *financial distress* akan memilih *interest-coverage ratio* sebagai definisinya. Definisi lain dalam *leverage* mengikutsertakan *total liabilities-to-total assets*, *debt-to-total assets*, *debt-to-net assets*, dan *debt-to-capitalization*. Utang juga dapat dibagi ke dalam berbagai macam numeratonya, serta numerator dan denominator utang juga dapat diukur menurut pemahaman *book-value* dan *market-value*. *Debt-to-assets* (atau *debt-to-capital*) seringkali digunakan sebagai ukuran *leverage* dalam studi empiris. Titman dan Wessels (1988) juga menggunakan ukuran *leverage* yang berbeda.

Pemakaian teori *leverage* yang berbeda berdampak pada hasil yang ada, meskipun model yang sama digunakan pada seluruh studi yang ada. Misalnya, Bevan dan Danbolt (2002) serta Al-Najjar dan Hussainey (2011) telah menyampaikan hasil berbeda atas pemakaian teori *leverage* yang berbeda. Argumen yang dikemukakan di atas menunjukkan pentingnya dampak definisi *leverage* dalam menentukan dan meneliti tingkat *leverage* (Rajan dan Zingales, 1995; Bevan dan Danbolt, 2002) maupun determinan *leverage* (Bevan dan Danbolt, 2002) seiring definisi *leverage* yang berbeda dapat memberikan hasil yang berbeda, yang dengan demikian mengarah pada temuan inkonklusif dalam studi struktur modal. Berikut ini diuraikan pengembangan hipotesis penelitian.

- H1: *Non debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.
- H2: *Tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*.
- H3: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*.
- H4: Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap *leverage*.
- H5: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *leverage*.
- H6: *Growth opportunities* berpengaruh positif terhadap *leverage*.
- H7: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *leverage*.
- H8: *Share price performance* berpengaruh positif terhadap *leverage*.
- H9: *Stock market development* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.
- H10: *Economic growth* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.
- H11: *Interest rates* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.
- H12: *Country governance* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

III. Metode Penelitian

A. Sampel

Sampel penelitian ini adalah perusahaan non keuangan aktif diperdagangkan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina tahun 2009 sampai tahun 2013.

B. Data, Sumber Data dan Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan. Laporan keuangan perusahaan diperoleh dari diperoleh dari website [ww.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan *World Bank database*.

C. Variabel Penelitian dan Pengukurannya

1. Variabel dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *leverage*. *Leverage* diukur dengan 6 proksi yaitu sebagai berikut (Haron, 2014):

a. *Book value leverage* terdiri dari *total debt to total asset*, *long-term debt to total asset* dan *short-term debt to total asset*.

1) *Total debt to total asset*

$$= \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

2) *Long-term debt to total assets*

$$= \frac{\text{Total Utang Jangka Panjang}}{\text{Total Aset}}$$

3) *Short-term debt to total asset*

$$= \frac{\text{Total Utang Jangka Pendek}}{\text{Total Aset}}$$

b. *Market value leverage* terdiri dari *total debt to total debt plus total equity*, *long-term debt to total debt plus total equity* dan *short-term debt to total debt plus total equity*.

1) *Total debt to total debt plus total equity*

$$= \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Utang} + \text{Total Ekuitas}}$$

2) *Long-term debt to total debt plus total equity*

$$= \frac{\text{Total Utang Jangka Panjang}}{\text{Total Utang} + \text{Total Ekuitas}}$$

3) *Short-term debt to total debt plus total equity*

$$= \frac{\text{Total Utang Jangka Pendek}}{\text{Total Utang} + \text{Total Ekuitas}}$$

2. Variabel independen

Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari 13 variabel yaitu sebagai berikut (Haron, 2014):

a. *Non debt tax shield*, dihitung dengan membagi biaya depresiasi dengan total aset.

b. *Tangibility*, dihitung dengan membagi aset tetap dengan total aset.

c. Profitabilitas, dihitung dengan membagi EBIT dengan total aset.

d. Risiko bisnis, dihitung dengan perubahan EBIT.

- e. Ukuran perusahaan, dihitung dengan logaritma natural total aset.
- f. *Growth opportunities*, dihitung dengan membagi nilai pasar ekuitas dengan nilai buku ekuitas.
- g. Likuiditas, dihitung dengan membagi aset lancar dengan utang lancar.
- h. Kinerja harga saham, dihitung dari perbedaan harga saham awal tahun dengan harga saham akhir tahun.
- i. *Share market development*, dihitung dengan kapitalisasi pasar saham dibagi dengan GDP.
- j. *Economic growth*, dihitung dengan persentase perubahan GDP.
- k. *Interest rates*, dihitung dengan *lending rate*
- l. *Country governance*, dihitung dengan enam indikator yaitu *voice accountability, political stability and absence of violence, government effectiveness, regulatory quality, rule of law and control of corruption*.

IV. Analisis Data

Penelitian ini dilakukan menguji secara empiris apakah pemakaian teori *financial leverage* yang berbeda akan mengarah pada hasil yang berbeda. Penelitian ini akan dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina tahun 2009 sampai tahun 2013. Jumlah perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini sebanyak 96 perusahaan.

Berikut ini hasil pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi berganda:

Tabel 1

Hasil Uji Regresi Berganda Variabel Dependen *Total Debt to Total Asset*

Variabel Independen	Semua Negara	Indonesia	Filipina	Singapura	Thailand	Malaysia
NDTS	+	+		+		+
TANG						+
PROFIT RISK				+	-	+
UP						-
GO						-
LIKUIDITAS		-				-
KHS					-	
SMD	+	+				
EG						
IR	-					
CG					+	

Tabel 2

Hasil Uji Regresi Berganda Variabel Dependen *Long-term debt to total assets*

Variabel Independen	Semua Negara	Indonesia	Filipina	Singapura	Thailand	Malaysia
NDTS	+		-	+		
TANG	+		+		+	+
PROFIT		-		+		
RISK		+				
UP	+			+		
GO						
LIKUIDITAS						
KHS						
SMD	+	+				
EG						
IR	-					
CG				+		

Tabel 3

Hasil Uji Regresi Berganda Variabel Dependen *Short-term debt to total asset*

Variabel Independen	Semua Negara	Indonesia	Filipina	Singapura	Thailand	Malaysia
NDTS			+			
TANG	-			-		+
PROFIT		+		+		
RISK						
UP	-			-	-	-
GO						
LIKUIDITAS	-	-	-	-	-	-
KHS						
SMD						
EG						
IR						
CG						

Tabel 4

Hasil Uji Regresi Berganda Variabel Dependen *Total debt to total debt plus total equity*

Variabel Independen	Semua Negara	Indonesia	Filipina	Singapura	Thailand	Malaysia
NDTS	+	+		+		
TANG	-			-		
PROFIT	+					+
RISK						
UP	+	+	+	+	+	+
GO						
LIKUIDITAS		-				
KHS						
SMD	-	-				
EG						
IR	+					
CG						

Tabel 5
 Hasil Uji Regresi Berganda Variabel Dependen *Long-term debt to total debt plus total equity*

Variabel Independen	Semua Negara	Indonesia	Filipina	Singapura	Thailand	Malaysia
NDTS	+			+		
TANG						
PROFIT		-				+
RISK		+				
UP	+	+	+	+	+	+
GO						
LIKUIDITAS						
KHS						
SMD						
EG						
IR						
CG	-					

Tabel 6
 Hasil Uji Regresi Berganda Variabel Dependen
Short-term debt to total debt plus total equity

Variabel Independen	Semua Negara	Indonesia	Filipina	Singapura	Thailand	Malaysia
NDTS		+		+		
TANG						
PROFIT		+				+
RISK		-				
UP	+	+	+	+	+	+
GO						
LIKUIDITAS		-	-			
KHS						
SMD	-	-				
EG						
IR	+					
CG						

Hasil analisis menunjukkan bahwa terdapat variabel penelitian yang berpengaruh negatif dan berpengaruh positif terhadap *leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa hasil teori *leverage* yang berbeda akan mengarah hasil yang berbeda. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Haron (2014) yang menunjukkan bahwa pemakaian teori yang berbeda memberikan hasil yang berbeda termasuk sinyal yang diberikan.

4.6. Pembahasan

1. *Non Debt Tax Shield*

Hasil analisis menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Beberapa pengukuran *leverage* menunjukkan bahwa *non debt tax shield* berpengaruh positif terhadap *leverage*, *non debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan adapula yang menunjukkan bahwa *non debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Non debt tax shield berpengaruh positif terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Scott (1976), Chang dan Rhee (1990), dan Barclay *et.al* (2001) dalam Sunarsih (2004) menyatakan bahwa *investment tax credit* sebagai proksi untuk *non-debt tax shield* pada umumnya diberikan kepada perusahaan-perusahaan yang memiliki *tangible asset* yang besar, contohnya KMK No. 19/KMK. 04/1994, diikuti SE-31/PJ. 52/Julai 1995, SE-58/PJ. 52/Desember 1995, dan SE-72/PJ. 52/April 1996, tentang fasilitas PPN ditanggung pemerintah bagi impor emas batangan dan pabrik emas batangan pada industri emas, sehingga bisa digunakan untuk *collateral* bagi pengambilan hutang. Hal ini sesuai dengan pendapat Scott (1976) dalam Sunarsih (2004) yang menyatakan bahwa pada perusahaan dengan depresiasi dan tingkat *investment tax credit* yang besar sebagai proxy untuk *non-debt tax shield*, menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki *tangible asset* yang besar sehingga bisa digunakan untuk *collateral* bagi pengambilan hutang, dengan demikian *non-debt tax shield* berhubungan positif dengan *leverage*.

Non debt tax shield berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian DeAngelo dan Masulis (1980) dalam Muhadi (2011). Pengurangan pajak dari depresiasi akan mensubstitusi manfaat pajak dari pendanaan secara kredit, sehingga perusahaan dengan *non debt tax shield* yang besar akan menggunakan sedikit utang (DeAngelo dan Masulis, 1980 dalam Murhadi, 2011).

Non debt tax shield tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Mas'ud (2008) dalam Sari dkk (2013), penghematan pembayaran pajak penghasilan selain dari hutang yaitu pembebanan biaya depresiasi dalam laporan laba dan rugi, sehingga laba kena pajak menjadi lebih rendah. Biaya depresiasi merupakan biaya non tunai sebagai arus kas masuk dalam pendanaan internal perusahaan. Semakin besar depresiasi, semakin besar sumber dana internal dan semakin kecil kebutuhan dana eksternal seperti hutang. Keadaan tersebut mengindikasikan bahwa sumber dana internal yang berasal dari depresiasi tidak berpengaruh dalam pembiayaan perusahaan, sehingga dalam menentukan kebijakan hutang tidak mempertimbangkan pengurang pajak selain hutang (*non debt tax shields*), sehingga variabel *non debt tax shields* tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

2. *Tangibility*

Hasil analisis menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Beberapa pengukuran *leverage* menunjukkan bahwa *tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*, *tangibility* berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan adapula yang menunjukkan bahwa *tangibility* tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Chen dan Hammes (2002) dalam Supriyanto dan Falikhatun (2008) menyatakan bahwa pada umumnya perusahaan yang memiliki *tangible assets* lebih besar kemungkinan akan lebih mapan dalam industri, memiliki risiko lebih kecil akan memiliki tingkat *leverage* yang besar. Bringham dan Gapenski (1996) dalam Hasan (2006) juga menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap utang akan lebih mudah mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap utang. Perusahaan yang memiliki aset yang dapat digunakan sebagai agunan utang cenderung menggunakan utang relatif lebih besar.

Tangibility berpengaruh negatif terhadap *leverage*, hal ini dapat dikarenakan perusahaan lebih mengutamakan penggunaan laba ditahan. *Tangibility* tidak berpengaruh terhadap *leverage*, hal ini dapat dikarenakan perusahaan tidak mempertimbangkan *tangible assets* dalam melakukan utang.

Tangibility tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007), Seftianne (2011) yang menunjukkan bahwa *tangibility* tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Titman dan

Wessels (1998) juga tidak menemukan bukti yang mendukung teori yang menyatakan bahwa *tangible assets* berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan. Deemsomsak, *et al.* (2004) yang menyatakan bahwa struktur aktiva yang tinggi tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Tidak sesuai dengan teori keagenan dan *pecking order theory* yang menunjukkan bahwa dengan adanya *tangibility* yang tinggi dapat digunakan sebagai pendanaan internal, karena dengan adanya aset tetap yang tinggi maka menurunkan tingkat utang. Hasil analisis penelitian ini menunjukkan bahwa besarnya komposisi utang dalam struktur modal perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur aktiva, karena struktur aktiva tergantung pada teknologi, sedangkan *leverage* tergantung pada kebijakan perusahaan, sehingga tidak terhadap keterkaitan antara *tangibility* dengan *leverage*.

3. Profitabilitas

Hasil analisis menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Beberapa pengukuran *leverage* menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap *leverage*, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan adapula yang menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Harjanti dan Tandelilin (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang profitabilitasnya tinggi akan lebih banyak mempunyai dana internal daripada perusahaan yang profitabilitasnya rendah. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menggunakan utang lebih kecil karena perusahaan mampu menyediakan dana yang cukup melalui laba ditahan.

Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *leverage* dikarenakan perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan menggunakan lebih banyak utang untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pengurangan pajak (Adrianto dan Wibowo, 2007 dalam Hadianto, 2008).

Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *leverage* konsisten dengan hasil penelitian Seftianne (2011) yang menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

4. Risiko Bisnis

Hasil analisis menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Beberapa pengukuran *leverage* menunjukkan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap *leverage*, risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan adapula yang menunjukkan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Risiko bisnis berpengaruh positif terhadap *leverage*. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan eksternal baik berupa utang maupun dengan penerbitan saham. Hal ini dikarenakan para investor beranggapan bahwa perusahaan yang berisiko tinggi akan memberikan *return* yang tinggi pula (Wimelda dan Marlinah, 2013).

Ravid (1998) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa risiko mempunyai hubungan negatif terhadap utang. Pada tingkat risiko tinggi perusahaan mengurangi penggunaan utang dari berbagai tingkat bunga. Pengurangan penggunaan utang dilakukan untuk menghindari *financial distress*. Tindakan mengurangi penggunaan utang dapat memperkecil risiko kebangkrutan dan pada akhirnya mengurangi konflik keagenan.

Risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap *leverage*, hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Seftianne (2011) yang menunjukkan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

5. Ukuran Perusahaan

Hasil analisis menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*. Harjanti dan Tandelilin (2007) menyatakan bahwa semakin besar ukuran suatu perusahaan maka tingkat utang yang digunakan dalam pendanaannya semakin tinggi pula. Hal ini dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang lebih besar mempunyai *asymmetric information* yang lebih kecil sehingga pihak luar dapat memperoleh informasi lebih mengenai perusahaan tersebut sehingga lebih mudah bagi perusahaan yang lebih besar untuk mendapatkan utang dan juga karena adanya akses ke pasar modal yang lebih mudah untuk perusahaan besar. Pengaruh positif *firm size* terhadap *leverage* juga dapat dijelaskan oleh adanya batasan yang dibuat oleh kreditor dalam memberi pinjaman sehingga kreditor akan lebih mudah memberi utang kepada perusahaan yang lebih besar dengan asumsi bahwa kemungkinan perusahaan besar untuk mengalami kebangkrutan kecil sehingga kreditor akan merasa lebih aman untuk memberi pinjaman kepada perusahaan yang lebih besar.

Smith dan Warner (1979) dalam Hadianto (2008) menyatakan bahwa perusahaan besar dapat membiaya investasinya dengan mudah lewat pasar modal karena kecilnya informasi asimetri yang terjadi. Investor dapat memperoleh lebih banyak informasi dari perusahaan besar jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Adanya dana yang diperoleh lewat pasar modal menjadikan proporsi utang menjadi semakin kecil dalam struktur modalnya. Titman dan Wessel (1988) dalam Hadianto (2008) juga menyatakan bahwa penerbitan ekuitas pada perusahaan kecil lebih banyak mengeluarkan biaya daripada perusahaan besar. Oleh sebab itu ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *leverage*, hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Wijaya dan Hadianto (2008) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

6. Likuiditas

Hasil analisis menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Beberapa pengukuran *leverage* menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan adapula yang menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Tingkat likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayarkan kewajiban jangka pendek dengan menggunakan aset lancar yang dimiliki perusahaan. Sebuah perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi cenderung tidak menggunakan pembiayaan melalui utang. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan likuiditas tinggi mempunyai dana internal yang besar sehingga perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui utang ataupun dengan menerbitkan saham baru (Setiawan, 2006 dalam Wimelda dan Marlinah, 2013).

Likuiditas tidak berpengaruh terhadap *leverage*, hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Seftianne (2011) dan Wimelda (2012) yang menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

7. Share Price Performance

Share price performance menunjukkan hasil yang berbeda yaitu *share price performance* berpengaruh negatif terhadap *leverage* namun terdapat hasil yang menunjukkan bahwa *share price performance* tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Menurut Vakili Far (1996) dalam Bahreini *et al* (2013) menyatakan bahwa jika sebuah perusahaan mencapai keadaan yang baik, di mana keuntungan dari setiap pemegang saham telah meningkat, perusahaan akan sangat berhati-hati dalam

menerima pinjaman. Perusahaan akan mempertimbangkan efek-efek hutang tersebut bagi perusahaan. Scordis *et al* (2008) dalam Bahreini *et al* (2013) menyatakan bahwa hal tersebut dikarenakan para pemegang saham yang memiliki klaim atas hak akan berhadapan dengan risiko tinggi pada perusahaan yang memiliki hutang.

8. Share Market Development

Hasil analisis menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Beberapa pengukuran *leverage* menunjukkan bahwa *share market development* berpengaruh positif terhadap *leverage*, *share market development* berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan adapula yang menunjukkan bahwa *share market development* tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Share market development berpengaruh negatif terhadap *leverage* pada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang rendah. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah cenderung tidak menggunakan dana eksternal dengan utang. Sebaliknya perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan dana eksternal yaitu utang dan ditolaknya permintaan dana internal akan memberikan sinyal negatif mengenai perusahaan (Aggarwal *et al.*, 2011).

9. Interest Rate

Hasil analisis menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Beberapa pengukuran *leverage* menunjukkan bahwa *interest rate* berpengaruh positif terhadap *leverage*, *interest rate* berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan adapula yang menunjukkan bahwa *interest rate* tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Suku bunga merupakan biaya modal bagi perusahaan. Suku bunga yang tinggi berarti biaya penggunaan dana semakin tinggi sehingga perusahaan enggan untuk melakukan peminjaman dan selanjutnya *leverage* akan menurun (Soejoko dan Soebiantoro, 2007).

10. Country Governance

Hasil analisis menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Beberapa pengukuran *leverage* menunjukkan bahwa *country governance* berpengaruh positif terhadap *leverage*, *country governance* berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan adapula yang menunjukkan bahwa *country governance* tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Hasil analisis menunjukkan bahwa *growth opportunities* dan *economic growth* tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Indrawati dan Suhendro (2006), Glenn, dkk (2011), dan Utami (2009) dalam Yusriyanti (2013) menyatakan manajer perusahaan tidak menggunakan variabel *growth opportunity* sebagai acuan penentuan struktur modal perusahaan sehingga *growth opportunity* tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.

Triyono (2006) menyatakan bahwa peristiwa-peristiwa diluar kegiatan ekonomi yang berskala nasional ikut memberikan reaksi dan pertimbangan dalam keputusan bisnis. Investor harus menyadari bahwa laporan keuangan hanyalah gambaran sesaat, oleh sebab itu investor dalam melakukan investasi juga harus mempertimbangkan pada faktor-faktor lain.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Haron (2014) yang memperoleh bukti bahwa pemakaian teori yang berbeda memberikan hasil yang berbeda termasuk sinyal yang diberikan. Temuan tersebut terjadi baik di pasar berkembang maupun pasar maju.

Deesomsak *et al.* (2004) menemukan bukti empiris bahwa pengaruh dari determinan struktur modal adalah berbeda-beda dan inkonsisten. Pengetahuan bahwa *capital structure* tidak lengkap dan inkonklusif juga diutarakan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008). Mereka

menyatakan bahwa penjelasan secara tertentu mengenai *capital structure* masih kurang dan hasil secara empiris tidak konsisten karena perusahaan tidak menyatakan metode yang digunakan untuk mengambil kebijakan utang.

Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan menunjukkan bahwa pengukuran *leverage* yang paling dipengaruhi oleh determinan struktur modal adalah *market value leverage* untuk semua negara, negara Indonesia, negara Filipina, negara Thailand dan negara Malaysia. Hal tersebut menunjukkan bahwa kebijakan dalam pengambilan utang perusahaan juga dipengaruhi oleh faktor-faktor diluar internal perusahaan. Investor negara Indonesia, negara Filipina, negara Thailand dan negara Malaysia tidak memperhatikan fundamental perusahaan.

Pada negara Singapura ditemukan bahwa *book value leverage* yang paling dipengaruhi oleh determinan struktur modal. Hal tersebut diduga karena perusahaan dalam melakukan kebijakan utang sangat memperhatikan kondisi internal perusahaan. Investor di negara Singapura diduga memperhatikan fundamental perusahaan dalam melakukan investasi saham di pasar modal.

Haron (2014) menyatakan bahwa *book value leverage* dan *market value leverage* memiliki keunggulan masing-masing. *Book value leverage* memberikan refleksi yang lebih baik mengenai target *debt ratio* karena tidak terpengaruh volatilitas harga saham. Sedangkan *market value leverage* dapat mencerminkan perubahan yang disebabkan oleh faktor-faktor yang tidak berada dalam kontrol perusahaan.

V. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan, kesimpulan penelitian ini adalah hasil teori *leverage* yang berbeda akan mengarah hasil yang berbeda. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Haron (2014) yang menunjukkan bahwa pemakaian teori yang berbeda memberikan hasil yang berbeda termasuk sinyal yang diberikan. Deesomsak *et al.* (2004) menemukan bukti empiris bahwa pengaruh dari determinan *leverage* adalah berbeda-beda dan inkonsisten. Pengetahuan bahwa *capital structure* tidak lengkap dan inkonklusif juga diutarakan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008). Mereka menyatakan bahwa penjelasan secara tertentu mengenai *capital structure* masih kurang dan hasil secara empiris tidak konsisten karena perusahaan tidak menyatakan metode yang digunakan untuk mengambil kebijakan utang. Triyono (2006) menyatakan bahwa peristiwa-peristiwa diluar kegiatan ekonomi yang berskala nasional ikut memberikan reaksi dan pertimbangan dalam keputusan bisnis. Investor harus menyadari bahwa laporan keuangan hanyalah gambaran sesaat, oleh sebab itu investor dalam melakukan investasi juga harus mempertimbangkan pada faktor-faktor lain.

VI. Saran

Kelemahan penelitian ini adalah hasilnya tidak konsisten untuk semua negara, dan karena penelitian ini menggunakan variabel makro ekonomi hasil dari uji analisis terjadi multikolinearitas. Saran untuk peneliti selanjutnya adalah peneliti selanjutnya diharapkan menggunakan alat analisis yang lain selain regresi. Adanya hasil penelitian yang tidak konsisten, selain variabel yang disebutkan dalam penelitian ini, investor harus memperhatikan variabel-variabel lain yang spesifik dari masing-masing negara. Triyono (2006) memaparkan bahwa para pelaku pasar modal sebaiknya memiliki kepekaan terhadap berbagai peristiwa yang terjadi di negara tersebut sehingga dapat bertindak lebih hati-hati dalam bertransaksi sehingga tidak mengalami kegagalan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal. Raj, NyoNyo A. Kyaw, dan Xinlei Zhao. 2011. Financial Enviroment and The Value Leverage Relation. *Journal of International Business and Economy*. 12 (2)
- Al-Najjar, Basil dan Khaled Hussainey. 2011. Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*. Vol. 12 No. 4
- Al-Najjar, Basil dan Peter Taylor. 2008. The relationship between capital structure and ownership structure. *Managerial Finance*. Volume 34. Nomor 12.
- Bahreini. Vahid, Mehdi Baghbani, dan Rezvan Bahreini. 2013. Analysis between financial leverage with the stock price and the operational performance of the accepted companies in Tehran's stock market. *European Online Journal of Natural and Social Sciences* 2013. Vol. 2. No. 3
- Bevan, A. and Danbolt, J. 2002. Capital structure and its determinants in the UK: a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*. Vol. 12 No. 3, pp. 159-170.
- Bowman, Robert G. 1980. The Importance of a Market-Value Measurement of Debt in Assessing Leverage. *Journal of Accounting Research*. Spring
- Christianti. 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
- Deesomsak, Rataporn, Krishna Paudyal dan Gioia Pescetto. 2004. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Centre for Empirical Research in Finance*. University of Durham.
- Hadianto, Bram. 2008. *Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Periode 2000 – 2006: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order*. *Jurnal Manajemen*, Volume 7. Nomor 2
- Harjanti, Theresia Tri dan Eduardus Tandelilin. 2007. Pengaruh Firm Size, Tangible Assets, Growth Opportunity, Profitability, dan Business Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia: Studi Kasus di BEJ, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Volume 1 Nomor 1
- Haron, Razali. 2014. Capital structure inconclusiveness: evidence from Malaysia, Thailand and Singapore. *International Journal of Managerial Finance*. Vol. 10 No. 1. Pp. 23-38
- Hasan, H. Mudrika Alamsyah. 2006. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Tepak Manajerial Magister Manajemen UNRI*. Volume 6. Nomor 6.
- Ismiyanti, Fitri dan Mamduh H. Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya
- Kesuma, Ali. 2009. Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan *Real Estate* yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Volume 11. Nomor 1.
- Khoir. Vasta Biquil, Siti Ragil Handayani dan Zahroh Z.A. 2013. Pengaruh Earnings Per Share, Return on Assets, Net Profit Margin, Debt to Total Assets Ratio dan Long term Debt to Equity Ratio Terhadap Harga Saham (Studi pada Perusahaan Subsektor Perdagangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010 – 2012). *Jurnal Administrasi Bisnis*. Volume 5. Nomor 1

- Murhadi, Werner Ria. 2011. Determinan Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Volume 13. Nomor 2
- Myers, S.C. 2001. Capital structures. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 15 No. 2 pp. 81-102.
- Rajan, G.R. dan L. Zingales. 1995. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *Journal of Finance*, 50:1422 – 1460
- Ross, Westerfield dan Jordan. 2009. Pengantar Keuangan Perusahaan Corporate Finance Fundamentals. Buku 2. Edisi 8
- Sari. Dessy Handa, Atim Djazuli dan Siti Aisjah. 2013. Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*. Volume 11. Nomor 1.
- Seftianne dan Ratih Handayani. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Volume 13. Nomor 1. Halaman 39 – 56
- Soejoko dan Soebiantoro. 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 Ekonomi Manajemen*. Volume 9. Nomor 1
- Sunarsih. 2004. Analisis Simultanitas Kebijakan Hutang dan Kebijakan Maturitas Hutang serta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Siasat Bisnis*. Volume 1. Nomor 9.
- Supriyanto, Eko dan Falikhatun. 2008. Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Keuangan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Volume 10. Nomor 1. Halaman 13 – 22.
- Titman, S. dan Wessels, R. 1988. The Determinant of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. Vol. 43. No. 1.
- Triyono. 2006. Rekonstruksi dalam Rangka Menghadapi Perubahan Peristiwa Politik. *Value Added*. Volume 2. Nomor 2.
- Widjaja, Indra dan Faris Kasenda. 2008. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Aktiva Berwujud, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan dalam Industri Barang Konsumsi di BEI. *Jurnal Manajemen*. Tahun XII. Nomor 2
- Wimelda, Linda dan Aan Marlinah. 2012. Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan. *Media Bisnis*. Edisi Khusus November.
- Yusriyanti, Hasni. 2013. Pengaruh Tingkat Profitabilitas, Struktur Asset, dan *Growth Opportunity* Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Telah Go Public Di Bursa Efek Indonesia. *Laporan Penelitian Dana Fakultas Ekonomi Unsri*