

**PENGARUH RISIKO BISNIS, LIKUIDITAS, DAN PROFITABILITAS
PADA STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN NON KEUANGAN DI
INDONESIA**

I Gusti Ayu Agung Istri Sari Dewi¹⁾

Ni Made Estiyanti²⁾

STMIK Primakara, Bali^{1), 2)}

ABSTRACT

Many studies on capital structure has been carried out in several countries, especially in developed countries. Similar research has now also been carried out in various developing countries. Socio-political and macroeconomic conditions between the developed countries and the developing are different. Results of many studies on capital structure in developed countries can not simply be used as reference for the capital structure in the developing countries, one example is in Indonesia. There are several factors that can affect the determination of the company's capital structure. However, there are still some differences in the study's results on the effects of these factors on capital structure. These factors are business risk, liquidity, and profitability. This study was conducted over a period of four years, ie 2010 to 2013. The period is selected as the study period because this study focuses on the analysis of the company's capital structure after the global crisis that occurred in 2008 to 2009. The sampling method used in this research is purposive sampling method. The number of companies that meet the criteria of the sample in this study is as much as 303 companies. This study's results indicate that the business risk positively significant affect the capital structure of non-financial companies in Indonesia, liquidity negatively significant affect the capital structure of non-financial companies in Indonesia, while the capital structure of non-financial companies in Indonesia is not affected by the profitability significantly.

Keywords: *Capital structure, non-financial company, business risk, liquidity, profitability.*

I. PENDAHULUAN

Keputusan pendanaan merupakan sebuah keputusan yang penting untuk kelangsungan perusahaan. Perusahaan memerlukan pendanaan untuk menjalankan dan mengembangkan bisnisnya. Menurut Brealey *et al.* (2012), struktur modal merupakan campuran antara hutang jangka panjang dan pembiayaan ekuitas. Pendanaan perusahaan dengan hutang memiliki dua manfaat, yaitu mengurangi pajak (*tax deductible*) dan memberikan keuntungan untuk para pemegang saham karena tidak perlu membagi

keuntungannya untuk mengembalikan hutang apabila bisnis berjalan sangat baik (Brigham dan Houston, 2001). Namun, pendanaan dengan hutang juga memiliki kekurangan, yaitu dapat meningkatkan risiko perusahaan saat penggunaan hutang juga meningkat, dan menyebabkan kebangkrutan saat perusahaan mengalami kerugian dan pendapatan perusahaan tidak dapat menutup beban bunga. Atas dasar kelebihan dan kekurangan pendanaan dengan hutang tersebut, perusahaan harus menentukan pendanaan yang tepat dan disesuaikan dengan kondisi perusahaan.

Terdapat dua teori penentuan struktur modal yang paling umum dikenal, yaitu teori *trade-off* dan teori *pecking order*. Menurut Myers (1984) dalam Ross, et al. (2010), teori *trade-off* merupakan teori yang telah lama digunakan dan mendominasi perusahaan-perusahaan selama ini. Teori *trade-off* mengemukakan bahwa perusahaan harus menyeimbangkan keuntungan dari pendanaan melalui hutang, yaitu *tax shield* dengan biaya hutang (Ross, et al., 2010). Menurut teori ini, di satu sisi hutang dapat memberikan keuntungan dalam pengurangan pajak (*tax shield*), namun di sisi lain hutang memberikan biaya yang dapat memberatkan perusahaan, sedangkan teori *pecking order* mengedepankan pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal. Terdapat dua aturan dalam teori *pecking order*, yaitu pertama gunakan pendanaan internal terlebih dahulu, dan kemudian gunakan pendanaan eksternal dengan biaya terendah.

Berbagai penelitian tentang struktur modal telah berlangsung lama di berbagai negara terutama di negara maju. Sejak Modigliani dan Miller pada tahun 1958 memulai penelitian mengenai struktur modal, penelitian-penelitian berikutnya pun dilakukan di negara-negara maju, seperti penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995). Rajan dan Zingales (1995) melakukan penelitian mengenai penggunaan hutang dan faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal di negara-negara G-7. Rajan dan Zingales (1995) menemukan bahwa ada kesamaan pada negara-negara G-7 dalam membiayai perusahaan dengan hutang meskipun negara-negara tersebut memiliki sistem yang berbeda dalam hal kebijakan keuangan. Bereznicka (2013) menemukan bahwa struktur

aset berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat hutang di negara-negara Uni Eropa. Penelitian serupa ini juga telah dilakukan di berbagai negara berkembang. Kondisi sosial politik dan makroekonomi di antara negara maju dan negara berkembang tentu saja berbeda. Hasil penelitian tentang struktur modal di negara maju yang selama ini dilakukan tidak bisa begitu saja dapat digunakan sebagai acuan baku bagi pengimplementasian kebijakan struktur modal di negara berkembang. Penelitian-penelitian struktur modal yang pernah dilakukan di negara maju pun masih menghasilkan penemuan yang berbeda-beda. Oleh karena itu, penelitian mengenai struktur modal di negara-negara berkembang pun kini sudah mulai banyak dilakukan, salah satunya penelitian yang dilakukan oleh Hossain dan Ali (2012) pada perusahaan-perusahaan di Bangladesh. Hossain dan Ali (2012) menemukan bahwa profitabilitas, *tangibility*, likuiditas, dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif yang signifikan pada *leverage*, sedangkan pertumbuhan perusahaan dan *non-debt tax shield* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Penelitian serupa di negara berkembang juga dilakukan oleh Sarlija dan Harc (2012). Sarlija dan Harc (2012) melakukan penelitian terhadap 1058 perusahaan di Kroasia dan menemukan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara likuiditas dan *leverage*. Thomas et al. (2014) juga melakukan penelitian mengenai pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas pada struktur modal perusahaan yang *listing* di Kenya kecuali bank umum.

Penelitian serupa di Indonesia telah banyak dilakukan, namun sebagian besar penelitian tersebut

meneliti faktor-faktor yang berpengaruh pada struktur modal di salah satu industri tertentu saja. Indonesia merupakan salah satu negara berkembang yang memiliki pertumbuhan ekonomi yang cukup baik dari tahun ke tahun. Hal tersebut didorong oleh perkembangan dunia usaha di berbagai sektor terutama sektor non keuangan. Kebijakan struktur modal menjadi salah satu hal penting dalam dunia usaha non keuangan di Indonesia karena tidak ada struktur modal yang paling baku dan paling baik. Ditambah lagi, di Indonesia tidak ada kebijakan yang khusus mengatur mengenai struktur modal bagi perusahaan non keuangan. Oleh karena itu, peneliti menganggap penting dan menarik untuk melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang berpengaruh pada kebijakan struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia.

Penelitian ini dilakukan selama periode empat tahun, yaitu tahun 2010 hingga 2013. Periode tersebut dipilih sebagai periode penelitian karena penelitian ini berfokus pada analisis struktur modal perusahaan pasca krisis global yang terjadi pada tahun 2008 hingga 2009. Krisis global yang melanda dunia pada tahun 2008 hingga 2009 berawal dari krisis kredit perumahan di Amerika Serikat (*subprime mortgage*) pada pertengahan tahun 2007. *Subprime mortgage* terjadi karena kredit perumahan yang diberikan kepada nasabah kurang layak untuk mendapatkan KPR dari bank. Krisis ini pun berkembang menjadi krisis keuangan global dan pada akhirnya menjadi krisis ekonomi yang melanda seluruh dunia termasuk negara-negara berkembang di Asia. Data dari Outlook Ekonomi Indonesia (2009) yang diterbitkan oleh Bank Indonesia

menyatakan secara keseluruhan pertumbuhan ekonomi di negara berkembang masih dapat tumbuh sebesar 6,3% pada tahun 2008, meskipun jauh melambat dibandingkan pertumbuhan tahun 2007 yang mencapai 8,3%. Di penghujung tahun 2008 krisis keuangan global ini pun berdampak pada perekonomian di Indonesia. Pertumbuhan ekonomi di Indonesia pada triwulan keempat pada tahun 2008 tercatat hanya sebesar 5,2%, jauh menurun dibandingkan triwulan yang sama pada tahun 2007 yang mencapai 5,7% (Outlook Ekonomi Indonesia, 2009). Dampak negatif dari krisis global terhadap Indonesia antara lain terdorongnya laju inflasi dan terjadinya tekanan pada nilai tukar Rupiah. Dampak krisis global di Indonesia juga berimbas pada jalur finansial secara tidak langsung. Krisis ini mengakibatkan terjadinya *deleveraging* yang berarti investor asing yang mengalami kesulitan likuiditas terpaksa menarik dana investasinya yang ditanamkan di Indonesia. Selain itu, muncul juga hambatan ketersediaan pendanaan yang bersumber dari perbankan maupun lembaga keuangan. Hal tersebut secara tidak langsung mempengaruhi ketersediaan pendanaan ekonomi bagi perusahaan non keuangan di Indonesia. Perusahaan-perusahaan non keuangan di Indonesia akan terhambat untuk memperoleh sumber pendanaan eksternal karena efek terganggunya kinerja sektor riil.

Penentuan struktur modal menjadi hal yang penting untuk dipertimbangkan oleh perusahaan, begitu pula pasca krisis global yang melanda pada tahun 2008 hingga 2009. Meskipun secara teoritis perusahaan dapat menentukan struktur

modal yang optimal, dalam praktiknya perusahaan tidak dapat mengestimasi secara pasti (Brigham dan Houston, 2001). Niu (2008) menyatakan ada tujuh kriteria yang dapat berpengaruh terhadap penentuan struktur modal. Adapun ketujuh kriteria tersebut adalah pajak, struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas, volatilitas, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan. Sedangkan Brigham dan Houston (2001) mengemukakan beberapa faktor yang umumnya dipertimbangkan perusahaan dalam mengambil keputusan mengenai struktur modal, yaitu stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, serta fleksibilitas keuangan.

Ada beberapa faktor yang dapat berpengaruh pada penentuan struktur modal perusahaan. Namun, masih terdapat beberapa perbedaan hasil penelitian tentang pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap struktur modal. Faktor-faktor tersebut di antaranya adalah risiko bisnis, likuiditas, dan profitabilitas. Risiko bisnis merupakan ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi tingkat pengembalian aktiva (ROA) perusahaan di masa depan (Brigham dan Houston, 2001). Brigham dan Houston (2001) juga menyatakan bahwa risiko bisnis sebagian tergantung pada sejauh mana biaya suatu perusahaan bersifat tetap. Jika biaya tetap tinggi, adanya penurunan dalam penjualan dapat menyebabkan penurunan yang besar dalam laba operasi dan ROE. Oleh karena itu, semakin tinggi biaya tetap suatu

perusahaan, maka semakin besar risiko bisnisnya. Volatilitas atau risiko bisnis merupakan proksi dari kemungkinan adanya kesulitan finansial dan pada umumnya memiliki hubungan yang berbanding terbalik dengan *leverage* (Niu, 2008). Struktur modal dalam penelitian ini didefinisikan sebagai *leverage*. Menurut Miswanto (2013), dalam melakukan pengambilan keputusan *leverage*, perusahaan tidak cukup hanya memperhatikan laba yang terjadi, namun juga harus memperhatikan risiko yang ditimbulkan. Menurut Niu (2008), risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Berbeda dengan Indrajaya et al. (2011) yang menemukan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh parsial yang positif terhadap *leverage* pada perusahaan pertambangan di Indonesia. Adanya pengaruh positif dari risiko bisnis terhadap *leverage* dikarenakan tingginya peluang pertumbuhan laba di industri pertambangan Indonesia. Berdasarkan teori biaya keagenan, penggunaan hutang menjadi pilihan pemegang saham untuk melakukan kontrol terhadap manajer dan membatasi manajer dalam melakukan pemborosan ketika perusahaan memutuskan untuk melakukan proyek bisnis yang berisiko tinggi namun mendatangkan keuntungan yang besar saat berhasil. Semakin tinggi risiko bisnis, semakin tinggi penggunaan hutang, maka semakin disiplin dan hati-hati manajer mengalokasikan keuangan perusahaan. Namun, menurut Seftianne dan Andayani (2011), risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan mengubah asetnya dalam bentuk tunai dalam

waktu singkat untuk memenuhi kewajiban hutang. Berdasarkan teori *pecking order*, perusahaan akan memilih pendanaan internal sebagai sumber pendanaan awal dibandingkan dengan pendanaan eksternal seperti hutang dan penerbitan saham. Perusahaan dengan rasio likuiditas yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan internal dibandingkan dengan menggunakan hutang. Sebaliknya, berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan dengan rasio likuiditas yang tinggi harus meningkatkan penggunaan hutang karena perusahaan tersebut memiliki cadangan aktiva lancar yang cukup untuk membayarkan kewajibannya tepat waktu. Sheikh dan Wang (2011) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif pada rasio hutang perusahaan manufaktur di Pakistan. Hal ini sejalan dengan penelitian Sarlija dan Hanc (2012) di Kroasia yang menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap hutang.

Beberapa pengamatan menunjukkan perusahaan dengan *return on investment* yang tinggi akan cenderung menggunakan sedikit hutang (Brigham dan Houston, 2001). Perusahaan besar dan menguntungkan seperti Coca Cola dan Microsoft nyatanya tidak memerlukan pembiayaan dengan hutang karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan-perusahaan tersebut untuk mendanai perusahaannya secara internal. Walaupun secara praktikal dapat dilihat demikian, namun secara teoritis belum ada pembenaran mengenai hal tersebut. Niu (2008) menyatakan bahwa profitabilitas dapat berpengaruh positif maupun negatif terhadap hutang. Hal tersebut mengacu pada perbedaan pendapat

antara teori *trade-off* dan teori *pecking order*. Sedangkan Seftianne dan Andayani (2011) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur.

Adapun masalah yang diidentifikasi dari adanya perbedaan hasil beberapa penelitian terdahulu yaitu sebagai berikut.

1. Apakah risiko bisnis berpengaruh pada penentuan struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia?
2. Apakah likuiditas berpengaruh pada penentuan struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia?
3. Apakah profitabilitas berpengaruh pada penentuan struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia?

II. TINJAUAN PUSTAKA

Teori Struktur Modal

Struktur modal merupakan perimbangan atau perbandingan proporsi antaramodal asing dengan modal sendiri. Menurut Brealey et al. (2012), struktur modal merupakan campuran antara hutang jangka panjang dan pembiayaan ekuitas. Teori struktur modal modern pertama kali muncul pada tahun 1958 saat Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller mempublikasikan teori struktur modal. Teori Modigliani dan Miller (MM) disebut sebagai artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ada (Brigham dan Houston, 2001). Pada awal kemunculan artikel tersebut MM menggunakan asumsi-asumsi yang tidak realistis, seperti tidak ada biaya pialang, tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan, para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan, semua investor mempunyai

informasi yang sama seperti manajemen mengenai peluang investasi perusahaan di masa yang akan datang, dan EBIT tidak dipengaruhi oleh hutang. Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut, MM mengemukakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal.

Seiring dengan berjalannya waktu, beberapa asumsi yang dianggap tidak relevan tersebut mulai diteliti kembali dan disesuaikan dengan kondisi yang lebih relevan. Pada tahun 1963 MM kembali mempublikasikan artikel dengan memasukkan efek pajak pada penelitiannya. Pada saat itu, peraturan perpajakan di Amerika memperbolehkan beban bunga atas pinjaman dijadikan pengurang pajak. Hal tersebut mengarah pada kesimpulan bahwa perusahaan sebaiknya menggunakan 100 persen hutang dalam hal pendanaan. Namun, beberapa tahun kemudian Miller mengubah kesimpulan dari penelitian tersebut tanpa keikutsertaan Modigliani. Pada saat itu tarif pajak di Amerika yang dikenakan untuk bunga atas hutang lebih tinggi dibandingkan dengan tarif pajak yang dikenakan untuk keuntungan modal (*capital gains*). Oleh karena itu, perusahaan memilih untuk menahan pembagian dividen dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan modal. Penelitian-penelitian mengenai struktur modal mengalami penyempurnaan dari waktu ke waktu hingga muncul beberapa teori struktur modal yang kini telah dikenal di seluruh dunia. Beberapa teori tersebut di antaranya adalah teori *trade-off*, teori *pecking order*, teori keagenan, teori asimetri informasi, dan teori pengisyratan (*signaling theory*).

Teori Trade-Off

Teori penentuan struktur modal yang pada awalnya dikenal adalah teori *trade-off*. Menurut Myers (1984) dalam Ross, et al. (2010), teori *trade-off* merupakan teori yang telah lama digunakan dan mendominasi perusahaan-perusahaan selama ini. Dalam teori ini diungkapkan bahwa hutang memiliki keuntungan sebagai pengurang pajak (*tax deductible*) karena beban bunga atas hutang dapat dimasukkan menjadi item pengurang pajak. Penggunaan hutang menyebabkan peningkatan porsi laba operasi perusahaan (EBIT) yang mengalir ke investor. Maka, semakin besar hutang, semakin tinggi nilai dan harga sahamnya (Brigham dan Houston, 2001). Hal ini menunjukkan bahwa pendanaan dengan hutang memberikan keuntungan bagi perusahaan dibandingkan menggunakan modal sendiri. Namun, di sisi lain penggunaan hutang yang terlalu besar dapat menyebabkan peningkatan biaya kebangkrutan akibat kesulitan keuangan (*financial distress*) yang mungkin terjadi.

Teori Pecking Order

Teori-teori struktur modal lainnya seperti teori *pecking order* dan teori keagenan lebih mengarah pada teori yang bersifat psikologis yang berusaha menjelaskan bagaimana sikap manajemen terhadap keputusan penentuan struktur modal (Indrajaya et al., 2011). Teori *pecking order* merupakan alternatif dari teori *trade-off* (Sheikh dan Wang, 2011). Myers dan Majluf (1984) dalam Viviani et al. (2008) menyatakan bahwa teori ini berangkat dari adanya ketidaksamaan informasi (*asymmetric information*) antara pihak manajemen perusahaan dengan investor. Pihak manajemen atau manajer memiliki informasi yang

lebih banyak tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan pihak investor. Teori ini menjelaskan tentang urutan pendanaan yang dipilih oleh perusahaan. Terdapat dua aturan dalam teori *pecking order*, yaitu pertama perusahaan menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu dan setelah itu menggunakan pendanaan eksternal. Urutan pendanaan tersebut didasarkan pada tingkat kemudahan aksesnya. Pendanaan internal adalah pendanaan yang paling mudah untuk diakses, yaitu ekuitas yang tersedia. Jika pendanaan internal telah maksimal, maka menurut teori *pecking order*, perusahaan akan memilih hutang sebagai pendanaan eksternal yang akan digunakan setelah menggunakan ekuitas yang tersedia. Pendanaan eksternal lainnya yang berada pada urutan terakhir setelah penggunaan hutang adalah penerbitan saham baru.

Teori Pengisyaratatan (*Signaling Theory*)

Pada saat sebuah perusahaan akan melakukan investasi, keperluan pendanaan tidak hanya cukup dipenuhi dengan pendanaan internal saja. Jika proyek investasi tersebut sangat menguntungkan bagi perusahaan dan perusahaan memutuskan untuk menjual saham baru untuk mencari sumber pendanaan tambahan, maka pemegang saham saat ini dan pihak manajer harus membagi keuntungannya dengan investor baru. Saat perusahaan mengetahui bahwa proyek yang dijalankan akan menguntungkan, harga saham akan meningkat dan investor baru akan mendapatkan keuntungan yang besar pula. Oleh karena itu, perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan menghindari penjualan saham sebagai modal tambahan dan

mengusahakan modal tambahan dalam bentuk lain seperti hutang, meskipun hutang tersebut melebihi target struktur modal yang normal (Brigham dan Houston, 2001). Penjualan saham menjadi pilihan terakhir perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pendanaan tambahan. Sebaliknya, perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung memilih menjual saham untuk mengusahakan modal tambahan karena perusahaan dapat berbagi kerugian dengan investor baru. Kesimpulannya adalah penerbitan saham baru menjadi suatu isyarat atau sinyal bahwa manajemen perusahaan menilai prospek perusahaan sedang tidak menguntungkan.

Teori Keagenan

Masalah keagenan dalam perusahaan dapat muncul akibat dari perbedaan tujuan antara pemegang saham dan manajer. Salah satu alasan terjadinya perbedaan tujuan terletak pada ketersediaan uang kas perusahaan yang berlebih dan dialokasikan secara kurang tepat oleh manajer. Pemegang saham tidak menginginkan manajer mengalokasikan uang kas berlebih untuk pengeluaran yang tidak berhubungan dengan usaha untuk memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Salah satu upaya untuk menekan pemborosan yang dilakukan oleh manajer adalah dengan cara menambah proporsi hutang dalam struktur modal perusahaan. Secara tidak langsung manajer akan dituntut untuk dapat mengelola keuangan perusahaan dengan efisien karena adanya beban hutang yang harus dibayar. Kecerobohan yang dilakukan manajer akan membahayakan jabatannya dan mengakibatkan

perusahaan bangkrut. Namun, penambahan hutang memiliki efek negatif pada perusahaan yaitu meningkatkan risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, penambahan hutang pada struktur modal perusahaan juga perlu perhitungan dan pertimbangan yang matang agar tidak merugikan perusahaan.

Risiko Bisnis

Risiko bisnis didefinisikan sebagai ketidakpastian yang melekat pada proyeksi tingkat pengembalian aktiva (ROA) masa depan dari sebuah perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Berkaitan dengan adanya keputusan *leverage* operasi, perusahaan akan menanggung risiko yang disebut dengan risiko bisnis. Risiko bisnis terkait dengan sejumlah faktor, yaitu variabilitas permintaan, variabilitas harga jual, variabilitas harga masukan, kemampuan untuk menyesuaikan harga keluaran terhadap perubahan harga masukan, dan sejauh mana biaya-biaya dapat bersifat tetap (*leverage* operasi) (Brigham dan Houston, 2001). Risiko bisnis merupakan risiko dasar yang dimiliki perusahaan selain risiko finansial sebagai tambahan risiko perusahaan akibat penggunaan hutang (Indrajaya et al., 2011). Berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan perlu menargetkan rasio hutang untuk menyeimbangkan antara keuntungan pajak dan peningkatan biaya kebangkrutan akibat penggunaan hutang. Namun, target rasio hutang bagi setiap perusahaan berbeda-beda. Perbedaan ini dapat disebabkan oleh perbedaan risiko bisnis dan biaya kebangkrutan perusahaan yang bersangkutan (Brigham dan Houston, 2001).

Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk mengakses uang tunai atau aset yang dapat diubah menjadi uang tunai dalam waktu singkat (Brealey et al., 2012). Para kreditor dalam hal ini analisis kredit pada umumnya akan memperhitungkan likuiditas dari calon debitor. Semakin likuid sifat dari suatu aset maka semakin mudah diubah menjadi uang tunai. Hal tersebut berkaitan dengan pembayaran hutang yang akan dilakukan debitor kepada kreditor. Likuiditas pada umumnya diukur dengan *current ratio* dan *quick ratio*. *Current ratio* dihitung dengan membagi aktiva lancar dengan kewajiban lancar, namun *current ratio* yang tinggi belum menjamin perusahaan akan mempunyai kas yang diperlukan untuk memenuhi kewajibannya (Brigham dan Houston, 2001). Berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan dengan rasio likuiditas yang tinggi harus meningkatkan penggunaan hutang karena perusahaan tersebut memiliki cadangan aktiva lancar yang cukup untuk membayarkan kewajibannya tepat waktu. Sedangkan menurut teori *pecking order*, perusahaan dengan rasio likuiditas yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan internal dibandingkan dengan menggunakan hutang.

Profitabilitas

Profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Beberapa pengamatan menunjukkan perusahaan dengan *return on investment* yang tinggi akan cenderung menggunakan sedikit hutang (Brigham dan Houston, 2001). Hal tersebut sesuai dengan teori *pecking order*. Perusahaan yang memiliki keuntungan yang besar akan

memiliki laba ditahan yang besar untuk digunakan dalam mendanai operasional perusahaan. Sebaliknya, berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan dengan keuntungan yang tinggi cenderung menggunakan lebih banyak hutang untuk memperoleh keuntungan pajak. Selain itu, perusahaan dengan profitabilitas tinggi tidak perlu khawatir jika rasio hutang tinggi karena kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*) dapat diatasi.

Adapun hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah jawaban sementara mengenai pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen.

Semakin besar risiko bisnis, semakin rendah rasio hutang yang optimal (Brigham dan Houston, 2001). Pernyataan tersebut berbeda dengan teori biaya keagenan (*agency cost based theory*). Berdasarkan teori biaya keagenan, penggunaan hutang menjadi pilihan pemegang saham untuk melakukan kontrol terhadap manajer dan membatasi manajer dalam melakukan pemborosan ketika manajemen memutuskan untuk melakukan proyek bisnis yang berisiko tinggi. Semakin tinggi risiko bisnis, semakin tinggi penggunaan hutang, maka semakin disiplin dan hati-hati manajer mengalokasikan keuangan perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Indrajaya et al. (2011) yang menemukan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh parsial yang positif terhadap *leverage* pada perusahaan pertambangan di Indonesia. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H₁: risiko bisnis berpengaruh positif pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia.

Berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan dengan rasio likuiditas yang tinggi harus meningkatkan penggunaan hutang karena perusahaan tersebut memiliki cadangan aktiva lancar yang cukup untuk membayarkan kewajibannya tepat waktu. Dapat dikatakan bahwa berdasarkan teori *trade-off*, likuiditas memiliki hubungan positif dengan hutang. Sedangkan menurut teori *pecking order*, perusahaan dengan rasio likuiditas yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan internal dibandingkan dengan menggunakan hutang. Sheikh dan Wang (2011) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif pada rasio hutang perusahaan manufaktur di Pakistan. Hossain dan Ali (2012) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang *listing* di Bangladesh. Hal ini sejalan dengan penelitian Sarlija dan Harc (2012) di Kroasia yang menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap hutang. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H₂: likuiditas berpengaruh negatif pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia.

Teori *trade-off* mengisyaratkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan mampu mengantisipasi rasio hutang yang tinggi. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi tidak perlu khawatir jika rasio hutang tinggi karena kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*) dapat ditekan. Hal tersebut berbeda dengan teori *pecking order* yang menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung memilih untuk menggunakan pendanaan internal dibandingkan

dengan menggunakan hutang. Hossain dan Ali (2012) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Begitu pula dengan Psillaki dan Daskalis (2009) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif pada *leverage*. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut. H₃ : profitabilitas berpengaruh negatif pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia.

III. METODE PENELITIAN

Sample

Frame dari penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data yang digunakan adalah data sekunder yaitu laporan keuangan tahunan perusahaan yang didapat dari situs Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu www.idx.co.id. Penelitian ini dilakukan selama periode empat tahun, yaitu tahun 2010 hingga 2013. Adapun metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling* dengan kriteria sampel sebagai berikut.

1. Perusahaan non keuangan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2010 hingga 2013.
2. Perusahaan tersebut mengeluarkan laporan keuangan tahunan selama periode tahun 2010 hingga 2013 yang berakhir tanggal 31 Desember.
3. Perusahaan tersebut memiliki data lengkap yang berkaitan dengan pengukuran variabel-variabel dalam penelitian ini.

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan beberapa variabel terkait, yaitu sebagai berikut.

1. Variabel dependen (Y)
Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal. Struktur modal dalam penelitian ini didefinisikan dalam *leverage*. Adapun perhitungan yang digunakan adalah sebagai berikut.

$$Leverage = \frac{Total Liabilities}{Total Asset}$$

2. Variabel independen (X)
Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Risiko bisnis
Risiko bisnis yang digunakan dalam penelitian ini dihitung dengan standar deviasi dari *Basic Earning Power* (BEP). Adapun perhitungan risiko bisnis dengan pendekatan pasar adalah sebagai berikut.

$$\sigma BEP = \frac{EBIT}{Total Assets}$$

2. Likuiditas
Likuiditas yang digunakan dalam penelitian ini dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$Current Ratio = \frac{Current Assets}{Current Liabilities}$$

3. Profitabilitas
Profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$ROA = \frac{Net Income}{Total Assets}$$

3. Variabel kontrol
Variabel control merupakan variabel yang bertujuan untuk melengkapi atau mengontrol

hubungan kausal antara variable independent dan dependen untuk mendapatkan model empiris yang lebih lengkap dan lebih baik (Hartono, 2014). Adapun variable kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Ukuran perusahaan
Ukuran perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$\log (Total Sales)$$

2. Struktur aktiva
Struktur aktiva yang digunakan dalam penelitian ini dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$Assets Structure = \frac{Fixed Assets}{Total Assets}$$

3. Tingkat pertumbuhan
Tingkat pertumbuhan yang digunakan dalam penelitian ini dihitung dengan *Price to*

Earning Ratio (PER) yaitu sebagai berikut.

$$Growth = P/E Ratio$$

Metode analisis data dalam penelitian ini menggunakan pengujian asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik tersebut meliputi uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas. Metode analisis untuk pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan persamaan regresi linear berganda dan menggunakan alat pengolahan data yaitu program Eviews 6.0. Dalam penelitian ini, metode *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect* digunakan untuk melakukan uji t sebagai teknik estimasi regresi data panel. *Likelihood ratio* digunakan untuk memilih di antara *common effect* dan *fixed effect*. Sedangkan *Hausman test* digunakan untuk memilih di antara *random effect* dan *fixed effect*.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1
Data Sampel

No	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan yang terdaftar di BEI dan mengeluarkan laporan keuangan pada tahun 2010 hingga 2013	508
2	Perusahaan keuangan yang terdaftar di BEI dan mengeluarkan laporan keuangan pada tahun 2010 hingga 2013	97
3	Perusahaan non keuangan yang tidak memiliki kelengkapan data yang berkaitan dengan pengukuran variabel-variabel dalam penelitian	108
Sampel yang Diteliti		303

Sumber: Bursa Efek Indonesia (BEI), diolah.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Maksimum	Minimum	Standar Deviasi
Struktur modal (STRM)*	0,4065	0,3886	0,8866	0,1023	0,1820
Risiko bisnis (RISK)*	0,0227 x 10 ⁻³	0,0118 x 10 ⁻³	0,0965 x 10 ⁻³	0,0114 x 10 ⁻⁴	0,0245 x 10 ⁻³
Likuiditas (LIKU)*	1,6083	1,5482	3,5580	0,6392	0,5972
Profitabilitas (PROF)*	0,0838	0,0701	0,3972	0,0113	0,0649
Ukuran perusahaan (UKUR)**	3,4380	1,0080	82,9670	0,2291	8,5080
Struktur Aktiva (STRA)*	0,4375	0,3931	0,8303	0,1882	0,1789
Tingkat Pertumbuhan (PRTM)*	17,2298	14,8813	54,3353	4,7709	9,6009

*Dalam satuan desimal

**Dalam satuan triliun Rupiah

Sumber: Data sekunder diolah

Berdasarkan data yang ditampilkan oleh Tabel 1, jumlah data pengamatan yang didapat adalah sebanyak 1.212 data yang diperoleh dari 303 perusahaan dikali dengan empat periode data pengamatan.

Deskripsi data digunakan untuk menjelaskan secara umum karakteristik datasampel dari masing-masing variabel. Berikut ini merupakan tabel statistik deskriptif data sampel yang meliputi rata-rata (mean), median, maksimum, minimum dan standar deviasi.

Berdasarkan Tabel 2 diketahui bahwa sampel memiliki nilai maksimum *leverage* sebesar 0,8866 yang dimiliki oleh Mayora Indah Tbk. dan nilai minimum sebesar 0,1023 yang dimiliki oleh Bumi Serpong Damai Tbk. Variabel ini

memiliki nilai rata-rata sebesar 0,4065 dan nilai standar deviasi sebesar 0,1820. Nilai standar deviasi variabel struktur modal ini kurang dari nilai rata-rata. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia yang dihitung dengan rasio *leverage* cukup bervariasi.

Variabel risiko bisnis yang dihitung dengan standar deviasi BEP (*Basic Earning Power*) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0227 x 10⁻³ dan nilai standar deviasi sebesar 0,0245 x 10⁻³. Hal ini berarti bahwa risiko bisnis perusahaan non keuangan di Indonesia bervariasi. Nilai minimum variabel risiko bisnis adalah sebesar 0,0114 x 10⁻⁴ yang dimiliki oleh Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. dan nilai maksimum sebesar

0,0965 x 10⁻³ dimiliki oleh Kimia Farma (Persero) Tbk.

Variabel likuiditas yang dihitung dengan *current ratio* memiliki nilai minimum sebesar 0,6392 yang dimiliki oleh Bakrieland Development Tbk. dan nilai maksimum sebesar 3,5580 yang dimiliki oleh Kawasan Industri Jababeka Tbk. Nilai rata-rata dan standar deviasi variabel likuiditas masing-masing adalah sebesar 1,6083 dan 0,5972. Hal ini menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan non keuangan di Indonesia cukup bervariasi.

Variabel profitabilitas yang dihitung dengan ROA memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0838 dan standar deviasi sebesar 0,0649 yang berarti bahwa profitabilitas perusahaan non keuangan di Indonesia cukup bervariasi. Nilai minimum variabel ini adalah sebesar 0,0113 yang dimiliki oleh Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk. dan nilai maksimum sebesar 0,3972 dimiliki oleh Unilever Indonesia Tbk.

Variabel kontrol ukuran perusahaan yang dihitung dengan *log total sales* memiliki nilai minimum *total sales* sebesar 0,2291 triliun Rupiah yang dimiliki oleh Modernland Realty Ltd Tbk. dan nilai maksimum sebesar 82,9670 triliun Rupiah yang dimiliki oleh Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. Nilai rata-rata *total sales* perusahaan non keuangan di Indonesia adalah sebesar 3,4380 triliun Rupiah dan standar deviasi sebesar 8,5080 triliun Rupiah. Hal tersebut berarti bahwa ukuran perusahaan non keuangan di Indonesia yang dihitung dengan *log total sales* sangat bervariasi.

Variabel kontrol struktur aktiva yang dihitung dengan rasio antara *fixed assets* dibagi *total assets* memiliki nilai rata-rata sebesar

0,4375 dan standar deviasi sebesar 0,1789 yang berarti bahwa struktur aktiva perusahaan non keuangan di Indonesia cukup bervariasi. Nilai minimum variabel ini adalah sebesar 0,1882 yang dimiliki oleh Cardig Aero Services Tbk. dan nilai maksimum sebesar 0,8303 yang dimiliki oleh PT Dwi Aneka Jaya Kemasindo Tbk.

Variabel kontrol tingkat pertumbuhan yang dihitung dengan *P/E ratio* memiliki nilai minimum sebesar 4,7709 yang dimiliki oleh Samudera Indonesia Tbk. dan nilai maksimum sebesar 54,3353 yang dimiliki oleh Keramika Indonesia Assosiasi Tbk. Nilai rata-rata variabel ini adalah sebesar 17,2298 dan nilai standar deviasi adalah sebesar 9,6009 yang menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan non keuangan di Indonesia cukup bervariasi.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen melalui uji t hanya akan valid apabila residual penelitian mempunyai distribusi normal (Widarjono, 2013). Nilai signifikansi dari hasil uji normalitas penelitian ini adalah sebesar 0,440 seperti yang ditunjukkan pada Tabel 3. Nilai signifikansi ini lebih dari 0,05 yang berarti bahwa model regresi berdistribusi normal.

Pengujian autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan uji Durbin-Watson (DW). Salah satu syarat model regresi yang baik adalah tidak ada korelasi antargangguan pada periode penelitian atau dengan kata lain tidak terjadi autokorelasi. Autokorelasi tidak terjadi bila nilai d_4 berada di antara $d_4 = 1,54$ dan $4 - d_4 = 2,4$. Berdasarkan hasil uji Durbin-Watson didapat hasil sebesar 1,653

yang ditunjukkan pada Tabel 4. Hasil tersebut berada di antara $d_4 = 1,54$ dan $4-d_4 = 2,4$ yang berarti bahwa tidak

terjadi masalah autokorelasi dalam penelitian ini.

Tabel3
Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov

<i>Unstandardized Residual</i>	
Kolmogorov-Smirnov Z	0,867
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0,440

Sumber: Data sekunder diolah.

Tabel 4
Hasil Uji Durbin-Watson

<i>Model</i>	<i>R-Square</i>	<i>Adjusted R-Square</i>	Durbin-Watson
1	0,096	0,074	1,653

Sumber: Data sekunder diolah.

Syarat lain dari terciptanya model regresi yang baik adalah tidak terjadinya multikolinearitas. Berdasarkan Tabel 5, seluruh variabel independen dalam penelitian ini memiliki nilai VIF kurang dari 10 dan nilai *tolerance* mendekati 1 serta lebih dari 0,1. Hal ini berarti bahwa tidak terjadi masalah multikolinearitas. Multikolinearitas berarti adanya hubungan antara variabel independen dalam satu regresi.

Model regresi yang baik adalah model regresi yang juga tidak mengandung masalah heteroskedastisitas yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi lebih dari 0,05. Berdasarkan Tabel 6, nilai signifikansi seluruh variabel independen lebih besar dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak mengandung masalah heteroskedastisitas.

Tabel 5
Hasil Uji Multkolinearitas

Variabel	<i>Tolerance</i>	VIF
Risiko Bisnis	0,852	1,174
Likuiditas	0,893	1,120
Profitabilitas	0,687	1,455
Ukuran Perusahaan	0,700	1,429
Struktur Aktiva	0,883	1,132
Tingkat Pertumbuhan	0,888	1,126

Sumber: Data sekunder diolah.

Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan metode Park. Menurut Park, varian variabel gangguan yang tidak konstan atau masalah heteroskedastisitas muncul karena residual ini tergantung dari variabel independen yang ada di dalam model penelitian (Widarjono, 2013). Model regresi yang baik adalah model regresi yang tidak mengandung

masalah heteroskedastisitas yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi lebih dari 0,05. Berdasarkan Tabel 6, nilai signifikansi seluruh variabel independen lebih besar dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak mengandung masalah heteroskedastisitas.

Tabel 6
Hasil Uji Metode Park

Variabel	Sig.
Risiko Bisnis	0,057
Likuiditas	0,582
Profitabilitas	0,100
Ukuran Perusahaan	0,251
Struktur Aktiva	0,965
Tingkat Pertumbuhan	0,057

Sumber: Data sekunder diolah.

Hasil Uji Hipotesis

Penelitian ini menggunakan gabungan antara data *cross section* dan *time series* yang disebut sebagai data panel. Ada tiga metode yang digunakan dalam mengestimasi model regresi data panel dalam penelitian ini,

yaitu *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Hasil regresi berdasarkan ketiga metode tersebut ditunjukkan pada Tabel 7 sebagai berikut.

Tabel 7
Hasil Uji Common Effect, Fixed Effect, dan Random Effect

Variabel	Common Effect		Fixed Effect		Random Effect	
	Koefisien	t-statistik	Koefisien	t-statistik	Koefisien	t-statistik
Risiko Bisnis	0,1196	1,9649*	-0,0257	-0,3275	0,0756	1,2804
Likuiditas	-0,5055	-1,9954**	-0,6523	-1,4629	-0,5649	-2,0618**
Profitabilitas	0,0750	0,4876	0,2933	0,8973	0,1589	0,9559
Ukuran Perusahaan	-0,2277	-3,4601***	-0,1821	-1,7484*	-0,2214	-3,2990***
Struktur Aktiva	-0,3307	-1,3719	-0,7576	-1,3969	-0,2880	-1,1095
Tingkat Pertumbuhan	0,2078	1,4233	0,0151	0,0514	0,1300	0,8632
<i>R-Squared</i>	0,0956		0,7499		0,0695	
<i>Adjusted R-Squared</i>	0,0738		0,5019		0,0470	

* Tingkat signifikansi 10%

** Tingkat signifikansi 5%

*** Tingkat signifikansi 1%

Sumber: Data sekunder diolah.

Berdasarkan Tabel 7, hasil regresi dengan metode *common effect* menunjukkan bahwa variabel independen risiko bisnis memiliki nilai koefisien sebesar 0,1196 dan nilai t-statistik sebesar 1,9649. Variabel ini memiliki t value sebesar 0,0505 lebih dari tingkat signifikansi 0,05 dan kurang dari tingkat signifikansi 0,1 yang berarti bahwa risiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 10% terhadap struktur modal. Variabel independen likuiditas memiliki nilai koefisien sebesar -0,5055 dan nilai t-statistik sebesar -1,9954. Variabel ini memiliki t value sebesar 0,0471 kurang dari 0,05 yang berarti bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 5% terhadap struktur modal. Variabel independen profitabilitas memiliki nilai koefisien sebesar 0,0750 dan nilai t-statistik sebesar 0,4876. Variabel ini memiliki t value sebesar 0,6263 lebih dari 0,10 yang berarti bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Berbeda dengan variabel kontrol ukuran perusahaan yang memiliki nilai koefisien -0,2277 dan nilai t-statistik -3,4601. Variabel ini memiliki t value sebesar 0,0006 kurang dari 0,01 yang berarti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1% terhadap struktur modal. Variabel kontrol struktur aktiva memiliki nilai koefisien sebesar -0,3307 dan nilai t-statistik sebesar -1,3719. Variabel ini memiliki t value sebesar 0,1713 yang berarti bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap

struktur modal. Variabel kontrol tingkat pertumbuhan memiliki nilai koefisien sebesar 0,2078 dan nilai t-statistik sebesar 1,4233. Variabel ini memiliki t value sebesar 0,1559 yang berarti bahwa tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan metode *common effect* yang ditampilkan pada Tabel 7 dapat disimpulkan bahwa variabel independen risiko bisnis dan likuiditas serta variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan variabel independen profitabilitas, variabel kontrol struktur aktiva dan tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Nilai *adjusted R-squared* sebesar 0,0738 menunjukkan bahwa model penelitian ini mampu menjelaskan struktur modal sebesar 7,38% dan sisanya sebesar 92,62% dijelaskan oleh model lain. Nilai t-statistik variabel ukuran perusahaan sebesar 3,4601 adalah nilai t-statistik terbesar yang berarti bahwa variabel kontrol ukuran perusahaan paling dominan berpengaruh terhadap struktur modal.

Hasil regresi berdasarkan metode *fixed effect* pada Tabel 7 menunjukkan bahwa variabel independen risiko bisnis memiliki nilai koefisien sebesar -0,0257 dan nilai t-statistik sebesar -0,3275. Variabel ini memiliki t value sebesar 0,7438 lebih dari 0,05 yang berarti bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Variabel independen likuiditas memiliki nilai koefisien sebesar -0,6524 dan nilai t-statistik sebesar -

1,4629. Variabel ini memiliki *t value* sebesar 0,1459 lebih dari 0,05 yang berarti bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Variabel independen profitabilitas memiliki nilai koefisien sebesar 0,2933 dan nilai *t-statistik* sebesar 0,8973. Variabel ini memiliki *t value* sebesar 0,3712 lebih dari 0,05 yang berarti bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Berbeda dengan variabel kontrol ukuran perusahaan yang memiliki nilai koefisien -0,1821 dan nilai *t-statistik* sebesar -1,7484. Variabel ini memiliki *t value* sebesar 0,0828 kurang dari 0,1 yang berarti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 10% terhadap struktur modal. Variabel kontrol struktur aktiva memiliki nilai koefisien sebesar -0,7576 dan nilai *t-statistik* sebesar -1,3969. Variabel ini memiliki *t value* sebesar 0,1649 lebih dari 0,10 yang berarti struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Variabel kontrol tingkat pertumbuhan memiliki nilai koefisien sebesar 0,0151 dan nilai *t-statistik* sebesar 0,0514. Variabel ini memiliki *t value* sebesar 0,9591 lebih dari 0,1 yang berarti bahwa tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan metode *fixed effect* yang ditampilkan pada Tabel 7 dapat disimpulkan bahwa variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan variabel independen risiko bisnis, likuiditas, dan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Begitu pula dengan variabel kontrol struktur aktiva dan tingkat pertumbuhan yang tidak berpengaruh

signifikan terhadap struktur modal. Nilai *adjusted R-squared* sebesar 0,5019 menunjukkan bahwa model penelitian mampu menjelaskan struktur modal sebesar 50,19% dan sisanya sebesar 49,81% dijelaskan oleh model lain. Nilai *t-statistik* variabel ukuran perusahaan sebesar 1,7484 adalah nilai *t-statistik* terbesar yang berarti bahwa variabel kontrol ukuran perusahaan paling dominan berpengaruh terhadap struktur modal.

Hasil regresi berdasarkan metode *random effect* pada Tabel 7 menunjukkan bahwa variabel independen risiko bisnis memiliki nilai koefisien sebesar 0,0756 dan nilai *t-statistik* sebesar 1,2804. Variabel ini memiliki *t value* sebesar 0,2016 lebih dari 0,1 yang berarti bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Variabel independen likuiditas memiliki nilai koefisien sebesar -0,5649 dan nilai *t-statistik* -2,0618. Variabel ini memiliki *t value* sebesar 0,0403 kurang dari 0,05 yang berarti bahwa variabel likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 5% terhadap struktur modal. Variabel independen profitabilitas memiliki nilai koefisien sebesar 0,1589 dan nilai *t-statistik* sebesar 0,9559. Variabel ini memiliki *t value* sebesar 0,3400 lebih dari 0,1 yang berarti bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Variabel kontrol ukuran perusahaan memiliki nilai koefisien sebesar -0,2214 dan nilai *t-statistik* sebesar -3,2990. Variabel ini memiliki *t value* sebesar 0,0011 kurang dari 0,01 yang berarti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1% terhadap struktur modal. Variabel kontrol struktur aktiva memiliki nilai koefisien

sebesar -0,2880 dan nilai t-statistik sebesar -1,1095. Variabel ini memiliki t value sebesar 0,2683 yang berarti struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal karena nilai t value variabel ini lebih dari 0,1. Variabel kontrol tingkat pertumbuhan memiliki nilai koefisien sebesar 0,1300 dan nilai t-statistik sebesar 0,8632. Variabel ini memiliki t value sebesar 0,3889 yang berarti bahwa tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal karena nilai t value variabel ini lebih dari 0,1.

Berdasarkan metode *random effect* dapat disimpulkan bahwa variabel independen likuiditas dan variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan variabel independen risiko bisnis dan profitabilitas serta variabel kontrol struktur aktiva dan tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Nilai *adjusted R-squared* berdasarkan *random effect* adalah sebesar 0,0470 yang menunjukkan bahwa model penelitian mampu menjelaskan struktur modal sebesar 4,70% dan sisanya sebesar 95,30% dijelaskan oleh model lain. Nilai t-statistik variabel ukuran perusahaan sebesar 3,2990 adalah nilai t-statistik terbesar yang berarti bahwa variabel kontrol ukuran perusahaan paling dominan berpengaruh terhadap struktur modal.

Likelihood ratio

Likelihood ratio merupakan metode yang digunakan untuk mengetahui metode yang paling efisien di antara *common effect* dan *fixed effect* dalam penelitian ini. Berdasarkan Tabel 8, nilai *cross-section Chi-square* adalah sebesar 0,0000 kurang dari 0,05 yang berarti bahwa metode *fixed effect* lebih efisien dibandingkan dengan metode *common effect*.

Tabel 8
Hasil Uji Likelihood Ratio

<i>Effects Test</i>	<i>Statistic</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section F</i>	2,768850	0,0000
<i>Cross-section Chi-square</i>	329,155446	0,0000

Sumber: Data sekunder diolah.

Hausman test

Hausman test merupakan metode yang digunakan untuk mengetahui metode yang paling efisien di antara *fixed effect* dan *random effect* dalam penelitian ini.

Berdasarkan Tabel 9, nilai *cross-section random* adalah sebesar 0,3113 lebih dari 0,05 yang berarti bahwa metode *random effect* lebih efisien dibandingkan dengan metode *fixed effect*.

Tabel 9
Hasil Uji Hausman Test

<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i>	7,104575	6	0,3113

Sumber: Data sekunder diolah dengan Eviews 6.0.

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Satu

Hipotesis satu dalam penelitian ini adalah risiko bisnis berpengaruh positif pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi, variabel independen risiko bisnis memiliki nilai koefisien sebesar 0,1196 dan nilai t-statistik sebesar 1,9649. Variabel independen risiko bisnis memiliki *tvalue* sebesar 0,0505 lebih dari tingkat signifikansi 0,05 dan kurang dari tingkat signifikansi 0,1 yang berarti bahwa risiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 10% terhadap struktur modal. Maka, dapat disimpulkan bahwa hipotesis satu diterima yang berarti bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap penentuan struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia. Berdasarkan teori biaya keagenan (*agency cost based theory*), pemegang saham lebih menyukai penggunaan hutang untuk melakukan kontrol terhadap para manajer dalam menjalankan perusahaan. Salah satu pemicu timbulnya masalah keagenan dalam perusahaan adalah adanya arus kas berlebih yang dipergunakan oleh para manajer untuk pengeluaran yang tidak tepat dan tidak memaksimalkan nilai perusahaan. Tindakan tersebut cenderung mengarah pada pemborosan. Sebuah perusahaan dengan risiko bisnis yang cukup tinggi harus melakukan kontrol terhadap manajemen terutama para manajer

agar tidak salah langkah dalam mengelola perusahaan. Hasil uji hipotesis satu ini sejalan dengan teori keagenan. Semakin tinggi risiko bisnis perusahaan non keuangan di Indonesia, semakin tinggi pula penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan tersebut. Pada saat perusahaan menggunakan lebih banyak hutang, para manajer diharapkan akan lebih berhati-hati dalam mengelola perusahaan terutama mengelola keuangan. Para pemegang saham memilih untuk menggunakan lebih banyak hutang dalam struktur modal perusahaan dengan harapan bahwa persyaratan pelunasan hutang yang lebih tinggi akan memaksa manajer untuk lebih disiplin (Brigham dan Houston, 2001). Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Saputra et al. (2014) yang menemukan bahwa risiko bisnis berpengaruh pada struktur modal perusahaan jasa di sektor restoran, hotel, dan *tourism*.

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Dua

Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah likuiditas berpengaruh negatif pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia. Variabel independen likuiditas memiliki nilai koefisien sebesar -0,5649 dan nilai t-statistik sebesar -2,0618. Variabel likuiditas memiliki *t value* sebesar 0,0403 kurang dari 0,05 yang berarti bahwa variabel likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat

signifikansi 5% terhadap struktur modal. Maka, dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia. Berdasarkan teori *pecking order*, perusahaan dengan rasio likuiditas yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan internal dibandingkan dengan menggunakan hutang. Perusahaan non keuangan di Indonesia yang memiliki rasio likuiditas yang tinggi cenderung menggunakan sedikit hutang. Saat perusahaan harus memutuskan untuk mencari pendanaan eksternal, perusahaan dengan likuiditas tinggi cenderung memilih untuk meningkatkan ekuitas dibandingkan hutang (Thomas et al., 2014). Beberapa hasil penelitian mengenai pengaruh likuiditas pada struktur modal di negara-negara berkembang pun sejalan dengan hasil penelitian ini, seperti Sheikh dan Wang (2011) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif pada rasio hutang perusahaan manufaktur di Pakistan, serta Hossain dan Ali (2012) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang *listing* di Bangladesh.

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Tiga

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah profitabilitas berpengaruh negatif pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia. Berdasarkan metode *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*, variabel independen profitabilitas memiliki nilai koefisien positif dan nilai *tvalue* lebih dari 0,1. Hal tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan tidak signifikan pada struktur modal perusahaan non keuangan di

Indonesia. Maka, dapat disimpulkan bahwa hipotesis tiga ditolak. Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan non keuangan di Indonesia, semakin tinggi penggunaan hutang perusahaan tersebut, namun tidak secara signifikan berpengaruh pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Najjar dan Petrov (2011) serta penelitian Seftianne dan Andayani (2011) yang menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

V. SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil uji hipotesis dan pembahasan mengenai pengaruh risiko bisnis, likuiditas, dan profitabilitas pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia dapat diambil beberapa simpulan sebagai berikut.

1. Risiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia. Hal ini sesuai dengan teori biaya keagenan, di mana penggunaan hutang menjadi pilihan pemegang saham untuk melakukan control terhadap manajer dan membatasi manajer dalam melakukan pemborosan. Semakin tinggi risiko bisnis, semakin tinggi penggunaan hutang, maka semakin disiplin dan hati-hati manajer mengalokasikan keuangan perusahaan.
2. Likuiditas berpengaruh negative dan signifikan pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order*, di mana perusahaan dengan rasio likuiditas yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan internal dibandingkan dengan

- menggunakan pendanaan eksternal hutang.
3. Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia.
- DAFTAR PUSTAKA**
- Bank Indonesia. 2009. Outlook Ekonomi Indonesia 2009-2014. Diakses pada 12 April 2015 dari <http://www.bi.go.id/id/publikasi/kebijakan-moneter/outlook-ekonomi/Documents/4fd34648c8724da7b93e4f8021850012Bab3KrisisEkonomiGlobaldanDampaknyaterhadapPerekon.pdf>
- Bereznicka, J.K. 2013. "How Does Asset Structure Correlate with Capital Structure? –Cross-Industry and Cross-Size Analysis of the EU Countries". *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(1): p.19-28.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., dan Marcus, A. J. 2012. *Fundamentals of Corporate Finance Seventh Edition*. United States: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Brigham, E. F., dan Houston, J. F. 2001. *Fundamentals of Financial Management Ninth Edition*. United States: Harcourt College Publishers.
- Brigham, E. F., dan Houston, J. F. 2001. *Manajemen Keuangan Edisi Kedelapan Buku II*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Hanafi, M. M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.^[1]_[SEP]
- Hartono, J. 2014. *Metodologi Penelitian Bisnis Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman Edisi 6*. Yogyakarta: BPFE.
- Hermuningsih, S. 2013. "Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia." *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, p.127-148.
- Hossain, F. dan Ali, A. 2012. "Impact of Firm Specific Factors on Capital Structure Decision: An Empirical Study of Bangladeshi Companies". *International Journal of Business Research and Management (IJBRM)*, 3(4): p.163-182.
- Indrajaya, G., Herlina, dan Setiadi, R. 2011. "Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007." *Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 06: p.1-23.
- Karadeniz, E. 2011. "Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence From Turkish Lodging Companies". *International Journal of Economics and Financial Issues*, 1(1): p. 1- 11.
- Miswanto. 2013. "Pengukuran Risiko Bisnis dan Risiko Pendanaan dalam Perusahaan". *Jurnal Economia*, 9(1): p.102-115.

- Najjar, N. dan Petrov, K. 2011. "Capital Structure of Insurance Companies in Bahrain". *International Journal of Business and Management*, 6(11): p.138-145.
- Niu, X. 2008. "Theoretical and Practical Review of Capital Structure and Its Determinants". *International Journal of Business and Management*, 3(3): p.133-139.
- Psillaki, M., dan Daskalis, N. 2009. "Are The Determinants of Capital Structure Country or Firm Specific?". *Small Bus Econ*, 33: p.319-333.
- Rajan dan Zingales. 1995. "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *The Journal of Finance*, 50(5): p.1421-1460.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., dan Jaffe, J. 2010. *Corporate Finance Ninth Edition*. New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Saputra, Sujana, dan Darmawan. 2014. "Analisis Pertumbuhan Aset, Risiko Bisnis, dan Profitabilitas yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Industri Jasa yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013 (Studi Kasus Pada Sektor Restoran, Hotel, dan *Tourism*". *E-Journal Universitas Pendidikan Ganesha*, 2(1): p.1-10.
- Sarlija, N. danHarc, M. 2012. "The Impact of Liquidity on The Capital Structure: a Case Study of Croatian Firms". *Business Systems Research*, 3(1): p.30-36.
- Seftianne dan Handayani, R. 2011. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur." *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13(1): p.39-56.
- Sheikh, N. A. dan Wang, Z. 2011. "Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan". *Managerial Finance*, 37(2): p.117-133.
- Sugiyono. 2008. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Suliyono, J. 2011. *6 Hari Jago SPSS 17*. Yogyakarta: Cakrawala.
- Tarus, Nehemiah, dan Geoffrey. 2014. "Do Profitability, Firm Size, and Liquidity Affect Capital Structure? Evidence from Kenyan Listed Firms". *European Journal of Business and Management*, 6(28): p.119-124.
- Thomas, Kiptanui, Tarus, Chenuos, Nehemiah, Biwott, dan Geoffrey. 2014. "Do Profitability, Firm Size and Liquidity Affect Capital Structure? Evidence from Kenyan Listed Firms". *European Journal of Business and Management*, 6(28): p.119-124.
- Viviani, D., Giorgino, M., Tommaso, M., danDellarosa, M. 2008. "Capital Structure and Innovation of SME's in

European Countries”.
*International Council for Small
Business World Conference*,
p.1-49.

Widarjono, A. 2013. *Ekonometrika
Pengantar dan Aplikasi Edisi
Keempat*. Yogyakarta: UPP
STIM YKPN.