

Faktor-faktor Penentu Struktur Modal serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia)

Masdar Mas'ud

Universitas Muslim Indonesia Makassar

Abstract: Results of research indicate that the factors of capital structure determiners have significant effect on capital structures such as profitability, size, growth opportunity, asset structure, and cost of financial distress. The exception may be tax shields effects without significant effect at all on capital structure. The latter becomes evident because the depreciation and amortization rates of Indonesia listed manufacturing companies do not seem significant to contribute company cash flow such that it stands out of company debt proportion. In Malaysia, the factors of capital structure determiners with significant effect on capital structures involve profitability, size, asset structure, cost of financial distress and tax shields effects. Size and growth opportunity do not have significant effect on the capital structure because Malaysia manufacturing companies consider little investment rate to finance equity financing to deal with financial risk regardless the size of company. It shows the similarity of these factors of capital structure determiner between manufacturing companies listing at Indonesia Stock Exchange and Malaysia Stock Exchange. The significantly similar determiner factors pertain to growth opportunity, asset structure and company value. Meanwhile, the difference also develops between the factors of capital structure determiner in the manufacturing companies listing at Indonesia Stock Exchange and Malaysia Stock Exchange. The significantly different determiner factors will be profitability, size, cost of financial distress, tax shields effects and capital structure.

Keywords: Trade-Off Model, Pecking Order Theory, and The signaling model of financial structure

Krisis keuangan Asia Timur yang bermula sejak pertengahan tahun 1997, berpengaruh sangat parah terhadap perekonomian negara-negara yang terkena, dan mengakibatkan jatuhnya nilai mata uang dan saham-saham, krisis terjadi pada saat perekonomian di pasar negara-negara yang sedang berkembang baru berusaha beradaptasi dengan aliran modal global, dan mulai membangun kebijakan ekonomi yang lebih berorientasi pasar. Krisis ini mempertanyakan manfaat liberalisasi sebagai resep yang bagus untuk

pembangunan yang berkesinambungan dan pertumbuhan ekonomi global.

Menurut Brigham & Houston (2004) struktur modal (*capital structure*) merupakan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Dalam studi-studi empiris *leverage* didefinisikan sebagai sebuah ukuran yang menunjukkan seberapa besar tingkat penggunaan utang dalam membiayai aktiva perusahaan. Ada tiga ukuran *leverage* yang sering digunakan sebagai *proxy* dari struktur modal, yaitu rasio *total debt to total asset*, rasio *long-term debt to total asset* dan *short-term debt to total asset*. Pengukuran ini sesuai penelitian seperti Deesomsaak, *et al.* (2004), Chen (2004), Delcours (2006) dan Huang & Song (2006). Hasilnya bahwa *profitability* berpengaruh negatif terhadap

Alamat Korespondensi:

Masdar Mas'ud, Universitas Muslim Indonesia (UMI)
Makassar Sulawesi Selatan

struktur modal. Kebijakan struktur modal ini sesuai dengan *pecking order theory*, artinya perusahaan akan menggunakan dana internal terlebih dahulu, utang lalu menerbitkan saham.

Menurut Anreder (1976), bahwa sumber-sumber untuk struktur modal terdiri dari; *long-term debt*, *short-term debt*, *preferred stock*, *common stock*, *earned surplus*. Eitman (1977) dan (Bonneville dan Dewey, 1953) mengatakan penggunaan modal pinjaman dalam struktur modal yang biasa disebut *leverage*, atau *trading on the equity* yang dimaksudkan untuk meningkatkan kekayaan pemilik. Hal ini dikarenakan, penggunaan *leverage* mempunyai implikasi penting dan memberikan manfaat, yaitu (1) Pembayaran bunga adalah *tax deductible*, yang menurunkan biaya efektif utang, (2) *Debtholder* memperoleh *return* yang pasti, (3) Melalui *financial leverage* dimungkinkan laba per lembar saham/EPs akan meningkat, (4) Kendali terhadap operasi perusahaan oleh pemegang saham yang ada tidak berubah (Brigham and Joel, 1998). Di lain pihak ada kerugian yang timbul dari penggunaan *leverage*, (1) Semakin tinggi *debt ratio*, semakin berisiko perusahaan karena semakin tinggi beban tetap, (2) Jika sewaktu-waktu perusahaan kesulitan keuangan dan *operating income* tidak cukup menutup beban bunga, maka akan menyebabkan kebangkrutan (Brigham dan Joel, 1998), (3) Munculnya *agency problem* (Van Horne, 2002). Selanjutnya, Stulz (1990) menyatakan utang bisa berpengaruh positif maupun negatif terhadap nilai perusahaan, walaupun tidak dimasukkan pajak perusahaan dan biaya kebangkrutan, dengan asumsi Stulz (1990) bahwa manajer tidak mempunyai saham dalam perusahaan.

Myers (1991) menyatakan bahwa penggunaan utang dalam perusahaan perlu mempertimbangkan target rasio utang atau *leverage* tertentu untuk meningkatkan kekayaan pemilik. Teori-teori struktur modal konvensional (Myers, 1977; Jensen, 1986) menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan berhubungan dengan biaya dan manfaat yang dikaitkan dengan pendanaan utang dan ekuitas. Dengan bauran utang terhadap ekuitas yang optimal, perusahaan-perusahaan dapat mencapai biaya pendanaan terendah dan sebagai akibatnya meningkatkan nilai dari para pemegang saham (Sheel, 1994). *Trade off theory*, menyatakan bahwa suatu perusahaan yang

dikenai pajak seharusnya meningkatkan tingkat utangnya sampai nilai marjinal dari batas pajak dari biaya atas adanya kesulitan keuangan yang mungkin terjadi. Teori *trade-off* dalam struktur modal secara teoritis menyeimbangkan keuntungan pajak dari pinjaman untuk menutup biaya-biaya kesulitan keuangan. Penelitian lain yang dilakukan Myers dan Majluf, 1984, dalam *pecking order theory* didasarkan pada masalah-masalah informasi yang asimetris. Myers dan Majluf memprediksi bahwa perusahaan-perusahaan akan lebih menyukai pendanaan internal untuk membiayai investasi dan jika akan mempergunakan pendanaan eksternal maka akan menggunakan utang terlebih dahulu daripada ekuitas. Model ini menjelaskan banyak perusahaan memiliki kecenderungan untuk tidak mengeluarkan saham dan cenderung untuk memegang cadangan kas yang besar.

Secara umum, bahwa faktor-faktor yang perlu diperhatikan dalam struktur modal optimal meliputi (1) *sales stability*, (2) *Asset structure*, (3) *Operating leverage*, (4) *Growth rate*, (5) *Profitability*, (6) *Taxes*, (7) *Control*, (8) *Management attitudes*, (9) *Lender and rating agency attitudes*, (10) *Market condition*, (11) *The firms's internal condition*, dan (12) *Financial flexibility* (Weston & Brigham, 1994).

Pada penelitian ini selain menguji pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, juga akan dilakukan penelitian mengenai *anteseden* dari faktor-faktor utama yang mempengaruhi struktur modal, diambil dari hasil kajian studi teoritis dan empiris seperti *profitability*, *size*, *growth opportunity*, *assets structure*, *cost of financial distress* dan *tax shields effects* yang diuraikan di bawah ini.

Meggison (1997:306) mengemukakan bahwa kecenderungan perusahaan dalam industri adalah *profitability* berhubungan terbalik dengan *leverage*, karena perusahaan yang *profitable* cenderung untuk mempunyai pinjaman yang lebih sedikit. Menurut *pecking order theory*, *profitability* berpengaruh negatif terhadap utang sebagaimana yang dihasilkan dari penelitian Kester (1986); Friend and Lang (1988); Baskin (1989); Griner and Gordon (1995); dan Shyam Sunder and Myers (1999). *Profitability* dengan *ROI* yang tinggi dianjurkan dengan utang yang tinggi (*trade off theory*) Bowen, et al., 1982; Dammon and Senbet, 1988; Givoly, et al. (1992).

Secara teoretis, hubungan antara *Size* (ukuran perusahaan) dan *leverage* adalah dapat berhubungan positif. Menurut *trade-off theory*, perusahaan-perusahaan besar diharapkan memiliki suatu kapasitas utang yang lebih tinggi dan dapat lebih mudah untuk memperoleh utang (Marsh, 1982; Rajan and Zingales, 1995; Chittenden, *et al.*). Barclay dan Smith (1995) menyatakan pendapatnya bahwa perusahaan-perusahaan besar, jika dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan kecil, dapat menanggung suatu tingkat utang jangka panjang yang lebih besar karena mereka mengupayakan biaya tetap yang tinggi atas utang jangka panjangnya. Lebih lanjut, perusahaan-perusahaan besar cenderung tidak bangkrut, dan akibatnya, lebih mudah mengamankan utangnya dengan biaya yang lebih rendah (Sheel, 1994). Sementara menurut *pecking order theory*, di mana *size* berhubungan negatif terhadap *leverage*, pengaruh hubungan negatif ini juga ditemukan oleh Kester (1986); dan Titman dan Wessels (1988).

Growth opportunity dan utang memiliki hubungan positif, di mana hubungan yang sama juga ditemukan di negara-negara maju kecuali Amerika Serikat (Wald, 1999). Model *Signalling* pada umumnya memprediksikan bahwa perusahaan-perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang cerah akan menggunakan hampir semua *leverage* untuk membiayai investasinya. Hubungan positif *growth opportunity* dan utang adalah sejalan dengan *pecking order theory* (Titman and Wessels, 1988, Lang, *et al.* (1996). Sementara itu, Long and Malitz (1985) lebih jauh berpendapat bahwa *leverage* berhubungan negatif terhadap peluang pertumbuhan hanya untuk perusahaan-perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tidak diakui oleh pasar modal. Penelitian lain Moh'd (1998) juga menemukan pengaruh negatif yang signifikan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modalnya. Hal ini sejalan dengan *trade-off theory*, yaitu perusahaan-perusahaan yang mempunyai peluang pertumbuhan di masa depan yang memiliki suatu aktiva tak berwujud, cenderung meminjam lebih sedikit.

Banyak riset yang menguji korelasi antara *leverage* dan *asset structure* (*tangibility*) di negara-negara maju dan negara-negara berkembang telah membuktikan terdapatnya hubungan positif, karena aset-aset berwujud mudah dikolateralisasikan untuk

utang, untuk mengurangi risiko pemberi pinjaman (Williamson, 1988; 1975). Teori ini juga memprediksikan hubungan yang sama (Jensen dan Meckling, 1976), penemuan ini juga dengan *asymetric information*. *Tangibility* aset merupakan suatu kriteria penting di dalam kebijakan kredit bank, khusus untuk utang-utang jangka panjang. Hasil ini konsisten dengan model *trade off* (Long and Malitz, 1985). Apabila komposisi aktiva suatu perusahaan bersifat *capital-intensive*, maka yang diutamakan adalah *equity-financing*. Artinya, modal pinjaman hanya merupakan pelengkap, terutama untuk memenuhi kebutuhan dana bagi modal kerja. Penelitian yang dilakukan Chen (2004) di Cina menunjukkan hubungan positif antara *tangibility* dengan *leverage*.

Cost of financial distress adalah *variabilitas earnings* dan dapat menjadi ukuran resiko bisnis suatu perusahaan, maka calon kreditor cenderung memberikan pinjaman kepada perusahaan yang mempunyai *earning* yang relatif stabil. Dengan demikian, semakin tinggi *variabilitas earning* suatu perusahaan, maka semakin rendah pemanfaatan utang oleh perusahaan tersebut. Hal ini didukung oleh penelitian Bradley, 1984; Friend and Lang (1988); Walsh and Ryan (1977). Sementara itu, penelitian Chen (2004) menemukan hubungan yang tidak signifikan antara *financial distress* dengan *leverage*.

Tax shields effects, Menunjukkan besarnya biaya non kas yang menyebabkan penghematan pajak dan dapat digunakan sebagai modal untuk mengurangi utang. Penghematan pajak dapat berasal dari adanya depresiasi dan amortisasi. *Debt-financing* akan lebih menarik daripada *equity-financing*. Dengan demikian, tarif pajak dan rasio *Debt to equity* dihipotesiskan mempunyai hubungan yang positif, hal ini sejalan dengan *trade-off theory* (Bradley, 1984). Sementara itu, penelitian Chen (2004) menunjukkan hubungan yang tidak signifikan antara *tax shield* terhadap *leverage*.

METODE

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia pada tahun 2001–tahun 2005, yaitu sebanyak 147

perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan sebanyak 79 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Malaysia.

Teknik pengambilan sampel adalah *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel non-probabilitas berdasarkan pengalaman individu atau *judgement* (pertimbangan) sampel sesuai karakteristik yang dibutuhkan dalam penelitian (Cooper dan Emory, 1997:245) dengan menggunakan teknik penggabungan data (*pooling data*) antara *cross sectional* dengan *time series*. Perusahaan yang terdaftar di tahun 2001–tahun 2005 (*Indonesian Capital Market Directory*, 2006) adalah sebesar 147 perusahaan dan 79 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Malaysia (lihat lampiran 1).

Definisi Operasional Variabel

Profitability (X_1), menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dan efisiensi dalam menggunakan harta yang dimilikinya, seperti dikemukakan oleh Chen (2004), Deesomsak (2004). Variabel ini diukur dari tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham dengan indikator sebagai berikut:

- $X_{1,1} = \text{Return on Equity (ROE)}$
Rasio ini menunjukkan tingkat pengembalian yang dihasilkan manajemen atas modal yang ditanam oleh pemegang saham sesudah dipotong kewajiban kepada investor, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Ekuitas}}$$

- $X_{1,2} = \text{Return on Asset (ROA)}$
Rasio ini menunjukkan hubungan antara tingkat keuntungan (*earning*) yang dihasilkan manajemen atas dana yang ditanam baik oleh pemegang saham maupun kreditor, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Asset}}$$

- $X_{1,3} = \text{Return on Investment (ROI)}$
Rasio ini menunjukkan besarnya keuntungan yang diperoleh perusahaan atas aktiva, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{ROI} = \frac{\text{EBIT} + \text{DEP}}{\text{Total Asset}}$$

- *Size* (X_2), merupakan ukuran perusahaan, variabel ini merupakan cerminan dari besarnya kekayaan perusahaan (Fraser, 2005) dengan rumus:

$$\text{Size} = \text{Logarithm natural (Ln) of total assets } (X_{2,1})$$

- *Growth opportunity* (X_3), adalah pada dasarnya mencerminkan produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor). Hal ini sesuai yang diuraikan (Huang, 2005), yang indikatornya sebagai berikut:

- $X_{3,1} = \text{Sales Growth (Growsa)}$
Rasio ini menggambarkan kenaikan atau penurunan (pertumbuhan) penjualan setiap tahun, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{GROWSA} = \frac{\text{Sales tahun } t+1 - \text{Sales tahun } t}{\text{Sales tahun } t}$$

- $X_{3,2} = \text{Assets Growth (Growta)}$
Rasio ini menggambarkan kenaikan atau penurunan (pertumbuhan) aktiva setiap tahun, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{GROWTA} = \frac{\text{Total Assets tahun } t+1 - \text{Total Assets tahun } t}{\text{Total Assets tahun } t}$$

- *Asset Structure* (X_4), yang mencerminkan seberapa besar aktiva tetap mendominasi komposisi kekayaan yang dimiliki perusahaan (Delcoure, 2006).

- $X_{4,1} = \text{Asset Structure (Tang)}$
Variabel ini mencerminkan aktiva berwujud tetap dan tidak tetap yang digunakan dalam operasi perusahaan, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{TANG} = \frac{\text{Fixed asset} + \text{Inventory}}{\text{Total Assets}}$$

• *Cost of financial distress* (X_5)

Ratio ini menggambarkan bahwa semakin besar beban tetap (biaya bunga) yang harus dikeluarkan perusahaan maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang mengarah ke kebangkrutan (Delcours, 2006).

- $X_{5,1}$ = *Business Risk* (EVOL)

Earning volatility atau biasa disebut *business risk* adalah variabel indikator yang menggambarkan risiko yang diciptakan akibat tidak efisiennya operasional perusahaan, dimana terdapat kegagalan kontrol internal yang mengakibatkan kerugian yang tidak diperkirakan sebelumnya (Pandey, 2001), dengan rumus sebagai berikut:

$$EVOL = \frac{\text{Standar deviasi dari EBIT}}{\text{Total Assets}}$$

- $X_{5,2}$ = *Financial Risk*

Indikator yang menggambarkan risiko yang akan dihadapi perusahaan akibat variabilitas laba per lembar saham terhadap laba bersih sebelum bunga dan pajak, dengan rumus sebagai berikut:

$$FinRisk = \frac{\text{Earning before interest and taxes}}{\text{Earning before tax}}$$

• *Tax Shields Effects* (X_6)

Ratio ini menunjukkan besarnya biaya non kas yang menyebabkan penghematan pajak dan dapat digunakan sebagai modal untuk mengurangi utang (Deesomsak, 2004), dengan rumus sebagai berikut:

$$NDTS = \frac{DEP}{\text{Total Assets}}$$

• Struktur Modal (Y_1), merupakan keputusan pendanaan dalam membiayai kegiatan perusahaan (Chen, 2003). Yang indikatornya:

- $Y_{1,1}$ = *Overall Leverage* (LEV)

Rasio ini menggambarkan besarnya total utang atas aktiva, dengan rumus sebagai berikut:

$$LEV = \frac{\text{Book Value of Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

b. $Y_{1,2}$ = *Long-term Leverage*

Rasio ini menggambarkan besarnya utang jangka panjang atas aktiva, dengan rumus sebagai berikut:

$$LLEV = \frac{\text{Book Value of Long-term Leverage}}{\text{Total Assets}}$$

• Nilai Perusahaan (Y_2)

Nilai perusahaan merupakan ukuran keberhasilan manajemen dalam operasi dimasa lalu dan prospek di masa yang akan datang untuk meyakinkan pemegang saham (Ratnawati, 2001), yang diindikator sebagai berikut:

- $Y_{2,1}$ = *Market to Book Value of Assets Ratio*

Ratio ini digunakan untuk memprediksi nilai buku perusahaan, dengan rumus sebagai berikut:

$$MBV = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Book value per share}}$$

- $Y_{2,2}$ = *Price Earning Ratio*

Yaitu perbandingan harga pasar per lembar saham dengan laba per lembar saham, dengan rumus sebagai berikut:

$$PER = \frac{\text{Market Price per share}}{\text{Earning per share}}$$

- $Y_{2,3}$ = *Market to Book Value of Equity Ratio*

Ratio ini mencerminkan nilai *return* pasar dari investasi perusahaan di masa akan datang yang lebih besar dari *return* yang diharapkan dari ekuitas, dengan rumus sebagai berikut:

$$SP = \frac{\text{Closing price per share } t+1 - \text{Closing price per share } t}{\text{Closing price per share } t}$$

HASIL

Analisis Hasil Penelitian Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia

Tabel 5.15 Hasil Pengujian Hipotesis untuk Indonesia dan Malaysia

HP	Variabel Independen	Variabel Dependen	Koefisien Jalur Direct Effect					
			Standardize		p-value		Keterangan	
			Indonesia	Malaysia	Indonesia	Malaysia	Indonesia	Malaysia
H1	Profitability (X1)	Struktur Modal (Y1)	0.851	4.571	0.024	***	Signifikan	Signifikan
H2	Size (X2)	Struktur Modal (Y1)	0.924	-2.705	***	0.166	Signifikan	Tidak Signifikan
H3	Growth Opportunity (X3)	Struktur Modal (Y1)	0.910	-1.606	***	0.499	Signifikan	Tidak signifikan
H4	Asset Structure (X4)	Struktur Modal (Y1)	0.885	4.885	0.032	***	Signifikan	Signifikan
H5	Cost of Financial Distress (X5)	Struktur Modal (Y1)	0.823	-5.241	***	0.045	Signifikan	Signifikan
H6	Tax Shields Effects (X6)	Struktur Modal (Y1)	0.179	5.249	0.681	0.049	Tidak Signifikan	Signifikan
H7	Struktur Modal (Y1)	Nilai Perusahaan (Y2)	0.998	0.268	***	***	Signifikan	Signifikan

Hasil uji beda faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia

Hasil uji beda delapan variabel penelitian didapatkan seperti pada Tabel 5.17.

Berdasarkan Tabel 5.17, tampak bahwa dari 8 variabel terdapat 3 variabel yang tidak signifikan

berbeda terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia, yaitu variabel *growth opportunity*, *cost of financial distress* dan nilai perusahaan. Sedangkan variabel *profitability*, *size*, *asset structure*, dan struktur modal menunjukkan hasil analisis signifikan berbeda.

Tabel 5.17 Uji Beda Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal di BEI dan BEM

Variabel	BEI		BEM		Sig	Keterangan
	n	rerata	n	rerata		
<i>Profitability</i>	295	1.5417	156	0.9714	0.000	Signifikan
<i>Size</i>	295	10.5987	156	16.0879	0.000	Signifikan
<i>Growth opportunity</i>	295	0.5953	156	-6.27	0.369	Tidak Signifikan
<i>Asset structure</i>	295	0.55872	156	0.55757	0.000	Signifikan
<i>Cost of financial distress</i>	295	1.2956	156	6.153	0.919	Tidak Signifikan
<i>Tax shield effects</i>	295	0.0377	156	0.38275	0.013	Signifikan
Struktur Modal	295	0.6338	156	0.5152	0.001	Signifikan
Nilai Perusahaan	295	19.381	156	13.9187	0.184	Tidak Signifikan

(Sumber: Lampiran)

PEMBAHASAN

Pembahasan Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia

Tabel 5.16 Ringkasan Hasil Penelitian Pengaruh Variabel Bebas terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

HIP	Determinants	Predicted sign by the theories		Sample empirical evidence	
		Indonesia	Malaysia	Indonesia	Malaysia
H1	Profitability	+(trade-off signalling)	+(trade-off signalling)	Buferra, et al. (2005)	Buferra, et al. (2005)
H2	Size	+(trade-off signalling)	-	Huang dan Song (2006), Delcours (2006), Deesomsak, et al. (2004), Chen (2004), dan Pandey (2001)	-
H3	Growth opportunities	+(signaling, pecking order)	-(trade-off)	Chen (2004), Hung, et al (2002)	Delcours (2006)
H4	Asset structure	+(pecking order)	+(pecking order)	Delcours (2006), Tang & Jang (2005), Chen (2004)	Delcours (2006), Tang & Jang (2005), Chen (2004)
H5	Cost of financial distress	-(trade-off)	-(trade-off)	Chen (2004)	Chen (2004)
H6	Tax shields effects	+(trade-off)	+(trade-off)	Ratnawati (2001), Chen (2004), Zou & Xiao (2006)	Chen (2004)
H7	Nilai perusahaan	+(pecking order)	+(pecking order)	Han, Lee dan Suk (1999) Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann (2004), Ratnawati (2001)	Han, Lee dan Suk (1999) Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann (2004), Ratnawati (2001)

Tabel 5.19 Hasil Analisis Variabel Penentu Struktur Modal dan Pencocokannya dengan Hasil Penelitian Terdahulu

NO	Hasil Penelitian dari:	Pengaruh Variabel Bebas terhadap Struktur Modal					
		Profitability (X1)	Size (X2)	Growth opportunities (X3)	Asset structure (X4)	Cost of financial distress (X5)	Tax shields effects (X6)
1	Chen (2004)	-	+	+	+	-	TS
2	Deesomsak (2004)	-	+	-	TS	TS	-
3	Huang dan Song (2006)	-	+	-	+	TS	-
4	Ratnawati (2001)	-	+	TS	+	-	TS
5	Arvin Ghosh (2000)	-	-	-	+	-	-
6	Yaiza Garcia (2005)	-	+	-	-	-	-
7	Pandey (2001)	-	+	+	-	-	-
8	Delcours (2006)	-	+	TS	+	-	+
9	Fraser Donald R. (2006)	-	+	-	-	-	-
10	Huang, et al. (2006)	-	+	-	+	TS	-
11	Fattouh, et al. (2005)	-	+	-	+	-	-
12	Nagano (2003)	-	+	-	+	-	-
13	Masdar (2008)	-	-	-	-	-	-
?	Perusahaan manufaktur terdaftar di Indonesia	+	+	+	+	-	TS
?	Perusahaan manufaktur terdaftar di Malaysia	+	TS	TS	+	-	+

Tabel 5.18 Rekapitulasi Hasil Pembahasan Perbedaan Kebijakan Struktur Modal antara Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia

Teori	Variabel	Hasil		Interpretasi Hasil Penelitian	
		Indonesia	Malaysia	Indonesia	Malaysia
<i>Trade-off theory</i>	<i>Profitability</i>	+	+	Struktur modal perusahaan terdaftar di BEI adalah berdasarkan <i>pecking order theory</i> . Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penggunaan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia mempertimbangkan ukuran perusahaan, kesempatan pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, profitabilitas dan struktur aktiva. Perusahaan manufaktur di Indonesia dengan menggunakan utang tidak mempertimbangkan manfaat pajak. Kelemahan perusahaan manufaktur di Indonesia dalam menggunakan utang adalah keberanian mengambil risiko dalam arti risiko keuangan yang tinggi menyertai penggunaan hutang dalam struktur modalnya.	Struktur modal perusahaan terdaftar di bursa efek Malaysia berdasarkan <i>trade-off theory</i> dan <i>pecking order theory</i> . Hasil penelitian ini menunjukkan penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Malaysia mempertimbangkan manfaat penghematan pajak dan resiko keuangan yang tinggi. Disisi lain, perusahaan manufaktur di Malaysia menunjukkan bahwa untuk mendanai investasinya lebih banyak menggunakan <i>equity financing</i> yang diperoleh dengan meningkatkan profitabilitas dan memanfaatkan <i>asset structure</i> , size dan <i>growth opportunity</i> , perusahaan tidak menjadi pertimbangan dalam menggunakan hutang. Artinya, perusahaan manufaktur yang besar di Malaysia dan mempunyai tingkat pertumbuhan yang baik lebih banyak menggunakan <i>equity financing</i> yang ditinjau oleh kemampuan memperoleh keuntungan.
<i>Signaling Model</i>	<i>Profitability</i>	+	+	Hasil penelitian ini konsisten dengan model <i>trade-off signaling</i> yang memprediksi bahwa perusahaan yang tinggi profitabilitasnya akan membenarkan sinyal dengan memakai porsi utang yang besar, berarti korelasi antara <i>debt ratio</i> dan profitabilitas adalah positif. Penerbitan hutang merupakan sinyal adanya 'good news', yaitu berupa manajer yang lebih yakin atas kinerja perusahaan di masa yang akan datang sehingga harga saham merambat dengan adanya pengumuman kenaikan utang. Selain itu menyatakan bahwa dengan penggunaan utang yang besar menandakan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai tingkat solvabilitas yang tinggi karena kemampuan meningkatkan profitabilitasnya. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek di Indonesia dengan penggunaan utang yang besar dibarengi pula dengan ukuran perusahaan yang besar dan <i>growth opportunities</i> yang besar.	Hasil penelitian ini konsisten dengan model <i>trade-off signaling</i> yang memprediksi bahwa perusahaan yang tinggi profitabilitasnya akan memberi sinyal dengan memakai porsi utang yang besar, berarti korelasi antara <i>debt ratio</i> dan profitabilitas adalah positif. Penerbitan hutang merupakan sinyal adanya 'good news' yaitu berupa manajer yang lebih yakin atas kinerja perusahaan di masa yang akan datang sehingga harga saham meningkat dengan adanya pengumuman kenaikan utang. Selain itu menyatakan bahwa dengan penggunaan utang yang besar menandakan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai tingkat solvabilitas yang tinggi karena kemampuan meningkatkan profitabilitasnya. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Malaysia dengan penggunaan utang yang besar tidak diikuti dengan ukuran perusahaan yang besar dan <i>growth opportunities</i> yang besar.

Keterangan:

- + = Pengaruh positif dan signifikan
 - = Pengaruh negatif dan signifikan
 TS = Pengaruh tidak signifikan

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Profitability berpengaruh signifikan terhadap struktur modal baik di Indonesia maupun di Malaysia. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan besar yang *profitable* lebih cenderung bersifat konservatif dalam menggunakan utang untuk operasi perusahaannya. Sementara untuk perusahaan yang kurang *profitable*, akan cenderung tetap menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu baru kemudian menutupi kekurangan dengan melakukan pinjaman dalam bentuk utang.

Size berpengaruh signifikan terhadap struktur modal di Indonesia, tetapi tidak berpengaruh signifikan di Malaysia. Hasil untuk Indonesia menunjukkan bahwa, perusahaan besar lebih terdiversifikasi, lebih mudah mengakses pasar, dan menerima penilaian kredit yang lebih tinggi untuk utang-utang yang diterbitkannya. Sementara di Malaysia, hasil Malaysia variabel ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh tidak signifikan terhadap penentuan utang dalam struktur modal perusahaan, artinya variabel *size* tidak mempunyai efek yang bermakna di dalam penentuan penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan-perusahaan di Malaysia mempunyai *financial slack* yang cukup besar, hal ini merupakan faktor yang menjadi alasan untuk tidak dipertimbangkan dalam kebijakan dalam penggunaan utang pada struktur modal perusahaan.

Growth opportunity berpengaruh signifikan terhadap struktur modal di Indonesia, tetapi tidak berpengaruh signifikan di Malaysia. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia, pertumbuhan perusahaan telah mencerminkan produktivitas perusahaan dan harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor). Sementara di Malaysia untuk hasil Malaysia variabel *growth opportunity* berpengaruh tidak signifikan terhadap penentuan utang dalam struktur modal perusahaan (Tabel 5.14) Artinya, bahwa variabel *growth opportunity* tidak mempunyai efek yang bermakna di dalam penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Hal ini disebabkan karena perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Malaysia lebih banyak menggunakan *equity financing* dalam mendanai investasinya.

Asset structure berpengaruh signifikan terhadap struktur modal baik di Indonesia maupun di Malaysia. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar *asset structure* maka akan memperbesar pula penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan.

Cost of financial distress berpengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal di Indonesia, tetapi berpengaruh signifikan dan negatif di Malaysia. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indonesia dengan variabel *cost of financial distress* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia menanggung risiko keuangan yang besar, tingginya variabel laba karena besarnya beban bunga yang dibayar perusahaan. Dengan hasil analisis ini dapat pula dikatakan bahwa perusahaan pemimjam di Indonesia memiliki sikap gemar terhadap risiko karena dalam melakukan pemimjaman kurang memperhitungkan *cut-off* antara hasil terhadap risiko. Sementara di Malaysia variabel *cost of financial distress* berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal, menunjukkan bahwa perusahaan di Malaysia menanggung risiko keuangan yang kecil, rendahnya variabilitas laba pemegang saham, karena kecilnya beban bunga yang dibayar oleh perusahaan, yang relatif mempengaruhi penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Hasil analisis ini, juga rentan terhadap makro ekonomi.

Tax shield effect berpengaruh signifikan terhadap struktur modal di Malaysia, tetapi tidak signifikan di Indonesia. Hasil ini (Malaysia) menunjukkan bahwa suatu perusahaan yang memiliki *non debt tax shield* yang tinggi akan cenderung menggunakan tingkat utang yang lebih rendah dan ini berarti variabel *non debt tax shield* berhubungan negatif terhadap tingkat penggunaan utang dalam struktur modal. Sementara untuk hasil Indonesia menunjukkan bahwa dengan *non-debt tax* yang tinggi tidak memberi pengaruh terhadap struktur modal.

Nilai perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal baik di Indonesia maupun di Malaysia. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Han, *et al.* (1999) menunjukkan bukti bahwa *long term debt to total assets ratio* (struktur modal) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Itturiaga & Santz (2001) mendukung temuan tersebut, yang menunjukkan bahwa struktur

modal (*debt to equity book value ratio*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Perbedaan faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia diterima baik untuk Indonesia maupun untuk Malaysia. Adapun faktor dan penentu yang tidak berbeda secara signifikan adalah *growth opportunity*, *cost of financial distress* dan nilai perusahaan. Faktor penentu yang berbeda secara signifikan adalah *profitability*, *size*, *assets structure*, *Tax shield effects* dan struktur modal.

Saran

Bagi Investor:

- Dalam menginvestasikan dananya pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia dan bursa efek Malaysia memperhitungkan perkiraan nilai perusahaan selain menggunakan ukuran PER dapat juga menggunakan ukuran-ukuran lain agar lebih tepat dalam pengambilan keputusannya.
- Faktor eksternal (suku bunga dan inflasi) sebagai ukuran penilaian kiranya perlu ditambahkan dengan faktor-faktor lain seperti GNP, pengaruh perubahan kebijakan politik dan fluktuasi nilai tukar valuta asing untuk mendapatkan keputusan yang tepat.

Bagi Perusahaan:

- Mengendalikan aset perusahaan perlu mempertimbangkan faktor eksternal yang sangat mempengaruhi.
- Pemilihan investasi pada aktiva perlu diperhitungkan agar mendapatkan NPV yang positif karenanya semakin banyak indikator pengukur kesempatan investasi akan semakin tepat pengambilan keputusan investasi.
- Nilai perusahaan memerlukan kemampuan pengendalian ekuitas dan kebijakan pendanaan.

Bagi Penelitian yang akan datang

- Rekomendasi untuk pengembangan penelitian di masa yang akan datang untuk melakukan pengujian terhadap konsistensi penelitian ini dengan pengembangan variabel dan perluasan sampel

penelitian. Pengembangan variabel seperti mengikutsertakan faktor eksternal seperti inflasi, suku bunga, kurs valuta asing, keadaan pasar modal dan kinerja pasar. Sedangkan perluasan sampel adalah tidak hanya terfokus pada pamanufakturan saja, tetapi lebih dikembangkan pada perusahaan non-pamanufakturan (perusahaan jasa dan perdagangan).

- Diharapkan dapat mengembangkan hipotesis-hipotesis baru untuk keputusan-keputusan struktur modal pada perusahaan-perusahaan di Indonesia dan Malaysia untuk mendesain suatu variabel-variabel baru guna mencerminkan pengaruh kelembagaan, seperti analisis fundamental lebih detail misalnya GNP dan makro ekonomi lainnya.
- Diharapkan akan datang dapat melakukan perbandingan Indonesia dengan negara asean lainnya seperti Singapura, Thailand, Philipina sebagai pijakan struktur modal yang valid atau relevan di Negara asean dengan di Indonesia.

DAFTAR RUJUKAN

- Akyuz, K.C., and Hasan, S., Hicabi, C. 2004. *The Finance Preference and Capital Structure of Mero, Small and Medium Sized Firm Owners in Forest Products Industry in Turkey Forest Policy and Economics*, 8, p. 301-311.
- Almeida, J., and Kose, J. *Leverage and Growth Opportunities: Risk Avoidance Induced by Risky Debt*. E-mail: Gbirta a fee.ucp.pt.
- Al-Sakran by Sulaiman, A. 2001. *Leverage Determinants in The Absence of Corporate Tax System. The Case of Non-Financial publicly Traded Corporation in Saudi Arabia*. Department of Finance and Economics, King Fand University of Petroleum and Minerals. Vol. 27 Number 10/11 p. 58.
- Altman, E.J. 1983. *Corporate Financial Distress: A Complete Guide to Predicting, Avoiding, and Dealing with Bankruptcy*. John Wiley & Sons. United States of America.
- Anwar, J. 2005. *Pasar Modal Sebagai Sarana Pembiayaan dan Investasi*, Cetakan Ke-1. Bandung: PT. Alumni.
- Asnawi, S.K., dan Chandra, W. 2005. *Riset Keuangan: Pengujian-pengujian Empiris*. Gramedia Pustaka Utama, Anggota IKAPI, Jakarta.
- Anonim. 2006. *Malaysian Accounting Standards as well as International Accounting Standards, disclosure*

- score and the cost of equity, thesis, Universitas Tun Abdul Razak.
- Anonim. 1997–2006. *Laporan Bank Indonesia* www.bi.go.id
- Augusty, F. 2002. *Structural Equation Modeling Dalam Penelitian Manajemen: Aplikasi Model-Model Rumit Dalam Penelitian Untuk Tesis Magister dan Disertasi Doktor*. Semarang: Penerbit UNDIP.
- Arifin, Z. 2005. *Teori Keuangan & Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Asia Business News www.abn-online.com
- Apostolou, N., D.B.A., dan D. Lawrence Crumpley, Ph.D., Nicholas G. Apostolou. 2003. *Business And Personal Financial Statements and Understanding Financial News*. By Barron's Educational Series, Inc.
- Baker, and George, P. 1993. Growth, Corporate Policies, and The Investment Opportunity Set, *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp.161–165.
- Baldwin, C.Y., dan R.S. Ruback. 1986. Inflation, Uncertainty and Investment, *Journal of Finance*, 41, pp. 657–667.
- Barclay, M.J., and Leslie, M. Marx, Clifford W. Smith, Jr. 2001. *The Joint Determination of Leverage and Maturity*.
- Bank Indonesia. 2005. *Laporan Perekonomian Indonesia*.
- Bank Negara Malaysia: <http://www.bnm.gov.my>
- Bursa Malaysia: <http://www.klse.com.my/>
- Berger, and Allen, H., Emilia, B., di Patti. 2006. Capital Structure and Firm Performance a New Approach to Testing Agency Theory and an Application to The Banking Industry. *Journal of Banking and Finance*, 30 p. 1065–1102.
- Bernstein, and Leopold, A. 1974. *Financial Statement Analysis, Theory, Application and Interpretation*. First Edition, Richard D. Irwin Inc, Homewood, Illinois.
- Bevan Alam A. Jo Dambolt. 2000. *Dynamics in the Determinant of Capital Structure in The UK Department of Accounting and Finance*, University of Glasgow, Glasgow G12 8LE. Working Paper Series.
- Berlin, M. 2003. *Trade Credit: Why Do Production Firms Act as Financial Intermediaries*. Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review. Third Quarter Hal. 21–28. Available Online at www.phil.frb.org/files/br/bq303mb.pdf.
- Bhabra, Gurmeet, S., and Harjeet, S.B., Glenn, W.B. 2000. *Leverage And The Wealth Gains From Acquisition Program Announcements*. Universitas Of Otago.
- Big Emerging Market (BEMs) (key economic indicators for ASEAN, Afrika, Poland, Argentina, Mexico, Brazil, Turkey) www.stat-usa.gov/itabems.html.
- Brigham, E., Louis, C.G. 1990. *Financial Management Theory and Practice*. Sixth Edition. College of Business Administration.
- Brigham, E. 1995. *Fundamentals of Financial Management*. Seventh Edition. Harcourt Brace College Publishing.
- Brigham, E.F., and Michael, C.E. 2002. *Financial Management: Theory and Practice*. Tenth Edition, USA, South Western-Thomson Learning.
- Brigham, E.F., and Joel, F.H. 2004. *Fundamentals of Financial Management*. Forth Edition, USA, South Western-Thomson Learning.
- Brounen Dirk, Abe de Jong, Kees Koedijk, 2006. Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 57, p. 1409–1442.
- Bursa Malaysia Berhad. Securities Investments. www.bursamalaysia.com
- Business Week (Berita Bisnis Internasional) www.businessweek.com/.