

DETERMINAN STRUKTUR MODAL

(Studi Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia
Periode 2013-2018)

Valentino Bintang

Dr. Dra. ANDARWATI , M.E

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Brawijaya

Malang

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan jenis penelitian penjelasan (*explanatory research*). Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah sampling jenuh dan diperoleh 11 sampel. Penelitian ini menggunakan data sekunder dari laporan tahunan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2013-2018.

Metode analisis statistic yang digunakan untuk menganalisis data adalah analisi regresi berganda. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t. Data di analisis dengan menggunakan program SPSS versi 18.

Penelitian uji parsial menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Selanjutnya, profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Sedangkan, ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal pada hasil penelitian ini memberikan dukungan terhadap *trade-off theory*. Selanjutnya, pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal pada hasil penelitian ini memberikan dukungan terhadap *pecking order theory*.

Kata Kunci : Struktur Modal, Struktur Aktiva, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, *Trade-off Theory*, *Pecking Order Theory*

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of asset structure, profitability, firm size and sales growth on capital structure. This study uses quantitative method with the type of explanatory research. The sampling technique used in this study was saturated sampling and 15 samples were obtained. This study used secondary data from the annual report obtained from the Indonesia Stock Exchange (BEI) in the 2013-2018 period.

The analytical method used to analyze the data is multiple regression analysis. Hypothesis testing is done using the t-test. Data were analyzed using SPSS version 18.

Partial test research shows that asset structure has a significant positive effect on capital structure. Furthermore, profitability has a significant negative effect on capital structure. Meanwhile, company size and sales growth have no effect on capital structure.

The effect of asset structure on capital structure on the results of this study provides support for trade-off theory. Furthermore, the effect of profitability on capital structure on the results of this study provides support for pecking order theory.

Keywords: Capital Structure, Asset Structure, Profitability, Firm Size, Sales Growth, Trade-off Theory, Pecking Order Theory

PENDAHULUAN

Industri makanan dan minuman merupakan bagian dari sub sektor di sektor industri non-minyak dan gas yang merupakan bagian dari industri manufaktur. Industri makanan dan minuman merupakan salah satu sektor manufaktur andalan dalam memberikan kontribusi besar terhadap pertumbuhan ekonomi nasional (Kemenperin, 2019). Menurut Kemenperin (2019) bahwa capaian kinerja industri makanan dan minuman tercatat konsisten dan positif, mulai dari perannya terhadap peningkatan produktivitas, investasi, ekspor hingga penyerapan tenaga kerja.

Ditambah dengan adanya pertumbuhan ekonomi yang baik, hal ini mengakibatkan kebutuhan di industri makanan dan minuman yang semakin meningkat juga. Pertumbuhan penduduk di Indonesia merupakan salah satu faktor pendorong pertumbuhan konsumsi yang semakin meningkat dan diikuti juga oleh pertumbuhan ekonomi yang semakin meningkatkan permintaan produk dari industri makanan dan minuman. Oleh karena itu, diperlukan adanya upaya untuk meningkatkan kualitas produk dan efisiensi produksi pada industri makanan dan minuman agar dapat menjaga pemenuhan kebutuhan konsumsi di Indonesia.

Menurut Damodaran (2014:2) bahwa keuangan perusahaan dibangun diatas 3 keputusan, yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen. Keputusan investasi menentukan di mana perusahaan menginvestasikan sumber dayanya, keputusan pembiayaan mengatur campuran dana yang digunakan untuk mendanai investasi ini, dan keputusan dividen menjawab pertanyaan tentang berapa banyak pendapatan yang harus diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan dan berapa banyak yang dikembalikan kepada pemilik perusahaan (Damodaran, 2014:2)

Djaja (2018:180) berpendapat bahwa kepentingan perusahaan untuk menambah nilai perusahaan adalah dengan melakukan keputusan investasi. Keputusan investasi perusahaan membutuhkan modal yang pemenuhannya dapat bersumber dari dalam (internal) maupun dari luar (eksternal) perusahaan. Saat memutuskan untuk melakukan investasi atau hal lain demi meningkatkan kinerja, dimana modal diperlukan dalam hal ini, perusahaan dihadapkan pada persoalan pembiayaan yang berkaitan dengan pengaturan struktur modal untuk investasi tersebut (Djaja, 2018:180). Keputusan pendanaan selanjutnya diperlukan untuk menentukan instrumen dan jenis pendanaan yang dibutuhkan untuk mendukung investasi yang telah ditentukan. Dikarenakan hal tersebut, salah satu tugas manajer keuangan adalah menentukan kebijakan pendanaan yang dapat memaksimalkan harga saham yang merupakan cerminan dari suatu nilai perusahaan.

Keputusan pendanaan memiliki pengaruh yang besar sehingga membutuhkan kebijakan yang tepat dalam melakukan pemilihan sumber dana yang dibutuhkan oleh perusahaan. Keputusan pendanaan atau pemilihan struktur modal merupakan keputusan dari manajemen dalam mengatur proporsi hutang dan ekuitas untuk membiayai operasional perusahaan.

Keputusan dalam mengatur proporsi hutang dan ekuitas di dalam perusahaan dianggap penting karena masing-masing sumber dana tersebut memiliki biaya modal yang berbeda-beda. Perusahaan diharapkan menerapkan pemilihan proporsi yang paling tepat untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham. Hal ini sesuai dengan pendapat Ehrhardt dan Brigham (2011:621) yang menyatakan bahwa tujuan manajemen struktur modal adalah menemukan jumlah pembiayaan hutang yang memaksimalkan nilai

perusahaan. Pendapat tersebut didukung oleh Husnan dan Pudjiastuti (2015:284) yang menyatakan bahwa perusahaan seharusnya menggunakan hutang dalam proporsi yang bisa meminimumkan biaya modalnya. Dari kedua pendapat diatas dapat disimpulkan bahwa perusahaan seharusnya menggunakan pendanaan melalui hutang dalam proporsi yang bisa meminimumkan biaya modal dalam rangka untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Pendapat Ehrhardt dan Brigham (2011:621) serta Husnan dan Pudjiastuti (2015:284) mendukung teori struktur modal tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal optimum terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum (Sartono, 2010:230)

Menurut Brigham dan Houston (2013:155) bahwa perusahaan perlu memperhatikan 4 faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu resiko bisnis, posisi pajak perusahaan, fleksibilitas keuangan, dan konservatisme atau keagresifan manajerial. Selanjutnya menurut Brigham dan Houston (2013:188) bahwa perusahaan juga perlu mempertimbangkan faktor-faktor penentu lainnya ketika melakukan keputusan struktur modal antara lain stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman, dan kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas perusahaan. Selain itu, menurut Sartono (2010:248) terdapat beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan oleh manajer untuk menentukan struktur modal yang optimal antara lain tingkat penjualan, struktur asset, tingkat pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, variabel laba dan perlindungan pajak, skala perusahaan atau ukuran perusahaan, dan kondisi intern perusahaan dan ekonomi makro. Oleh karena itu, perusahaan makanan dan minuman harus mempertimbangkan hal-hal yang

mempengaruhi struktur modal terkait struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan.

Berdasarkan latar belakang di atas dan penelitian terdahulu tentang faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal, maka Penelitian ini mengambil judul “Determinan Struktur Modal (Studi pada Perusahaan makanan dan minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2018)”

TINJAUAN PUSTAKA

Pendekatan Laba Bersih (NI)

Teori ini dikembangkan oleh David Durand pada tahun 1952. Pendekatan Laba Bersih atau Net Income Approach (NI) mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi (k_e) yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah hutangnya dengan tingkat biaya hutang (k_d) yang konstan pula (Sartono, 2010:228).

Menurut Pendekatan Laba Bersih (NI), kenaikan hutang mampu menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) sehingga nilai perusahaan naik, dengan asumsi bahwa k_d dan k_e konstan (Moeljadi, 2006:250).

Pendekatan Laba Operasi Bersih

Pendekatan Laba Operasi Bersih atau Net Operating Income (NOI) mengasumsikan bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan hutang oleh perusahaan (Sartono, 2010:229). Dalam Pendekatan NOI diasumsikan bahwa investor akan meminta premi karena adanya resiko keuangan akibat adanya penambahan leverage (Moeljadi, 2006:250). Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hutang akan bertambah dikarenakan biaya modal yang digunakan akan lebih kecil dari biaya modal saham, hal ini akan menyebabkan pengurangan saham karena biaya modalnya mahal. Walaupun ada efek yang menguntungkan dalam penambahan hutang, k_d , hal ini tidak akan mempengaruhi k_o karena akan diimbangi oleh kenaikan k_e .

Pendekatan Tradisional

Pendekatan Tradisional berasumsi bahwa terdapat struktur modal optimal dan bahwa pihak manajemen dapat meningkatkan nilai total perusahaan melalui penggunaan leverage keuangan secara hati-hati (Van Horne dan Wachowicz, 2007:237). Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga satu leverage tertentu, resiko perusahaan tidak mengalami perubahan dan k_d maupun k_e relatif konstan. (Sartono, 2010:230). Selanjutnya, dengan menggunakan hutang yang semakin besar, pada mulanya perusahaan dapat menurunkan biaya modal, k_o , dan meningkatkan nilai perusahaan (Sudana, 2011:147). Hal ini disebabkan karena penggunaan biaya modal untuk hutang lebih kecil daripada biaya modal untuk ekuitas sendiri. Sejalan dengan semakin banyaknya leverage keuangan yang muncul, para investor akan semakin meningkatkan pengembalian atas ekuitas sendiri yang diminta (Van Horne dan Wachowicz, 2007:237) tetapi tidak melebihi manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang yang biayanya lebih murah (Sudana, 2011:147).

Menurut Sartono (2010:230), setelah pada titik leverage tertentu, biaya modal atas hutang dan ekuitas sendiri meningkat dan selanjutnya peningkatan biaya modal untuk ekuitas sendiri akan semakin besar dan bahkan akan lebih besar daripada penurunan biaya karena penggunaan hutang yang lebih murah.

Trade-Off Theory

Teori Trade-off theory menurut Bessler, Drobetz, dan Kazemieh (2011:18) dalam Kraus dan Litzenberger (1973) mengemukakan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat pajak perusahaan terhadap financial distress dan biaya kebangkrutan. Dan karena perusahaan dapat menggunakan bunga yang dibayarkan atas hutang sebagai pengurang pajak, maka perusahaan lebih menyukai hutang daripada

menerbitkan ekuitas baru (Bessler, Drobetz dan Kazemieh, 2011:18).

Pecking Order Theory

Teori ini diawali tahun 1961 oleh Professor Gordon Donaldson yang melakukan survey bagaimana sebenarnya perusahaan membangun struktur modalnya (Sari, 2013:23). Myers (1984) dalam Frank and Goyal (2008:150) berpendapat bahwa laba ditahan lebih baik dari hutang dan hutang lebih baik dari ekuitas.

Struktur Modal Optimal

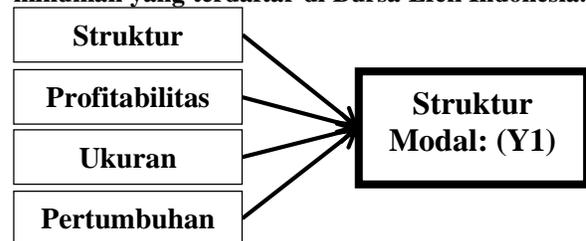
Struktur modal optimal merupakan struktur yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan dengan sasaran kombinasi hutang, saham preferen dan ekuitas biasa yang dimana ketiga kombinasi tersebut menyebabkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) berada pada titik terendah

H1: Struktur Aktiva berpengaruh pada struktur modal perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

H2: Profitabilitas berpengaruh pada struktur modal perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh pada struktur modal perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

H4: Pertumbuhan penjualan berpengaruh pada struktur modal perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.



Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian penjelasan (explanatory research) dengan pendekatan kuantitatif. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan makanan dan minuman yang *go public* pada Bursa Efek Indonesia. Tempat penelitian dilakukan di pojok Bursa Efek Indonesia Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya,

tempat dimana bisa didapatkan informasi yang relevan. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah emiten yang perusahaannya diklasifikasikan ke dalam perusahaan makanan dan minuman yang ditetapkan oleh BEI. Penarikan sampel pada penelitian ini termasuk dalam sampling jenuh atau sensus yang dimana teknik penarikan sampel apabila semua anggota populasi digunakan sebagai sampel (Sugiyono, 2012:118). Hal ini dilakukan jika jumlah populasi relative kecil. Perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian ini adalah perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2013-2018 yang memiliki laba positif (tidak mengalami kerugian) secara berturut-turut selama periode pengamatan. Sehingga dapat disimpulkan terdapat 11 perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian ini

Hasil dan Pembahasan

Tabel 1. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardize d Coefficients		Standardize d Coefficients	t	Sig.	Keteranga n
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	-1,718	1,709		-1,005	0,320	
Struktur Aktiva	0,037	0,005	0,660	7,358	0,000	Signifikan
Profitabilitas	-0,024	0,008	-0,295	-3,213	0,002	Signifikan
Ukuran Perusahaan	0,113	0,059	0,175	1,920	0,061	Tidak Signifikan
Pertumbuha n Penjualan	0,004	0,004	0,087	0,946	0,349	Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah , 2019

Adapun persamaan regresi yang didapatkan berdasarkan Tabel 1 adalah sebagai berikut :

$$Y_1 = -1.718 + 0.037 X_1 - 0.024 X_2 + 0.113 X_3 + 0.004 X_4$$

Interpretasi dari model regresi linier berganda diatas adalah:

1. Nilai Konstanta dari persamaan regresi ini adalah -1.718. Hal ini menunjukkan bahwa variabel dependen Y

akan berkurang jika variabel X_1 , X_2 , X_3 , dan X_4 bernilai nol.

2. Koefisien regresi dari Struktur Aktiva (X_1) adalah 0.037, maka jika Struktur Aktiva meningkat 1% maka struktur modal akan meningkat sebesar 0.037% jika variabel independen lainnya bernilai nol

3. Koefisien regresi dari Profitabilitas (X_2) adalah -0.024, maka jika Profitabilitas meningkat 1% maka struktur modal akan turun sebesar 0.024% jika variabel independen lainnya bernilai nol

4. Koefisien regresi dari Ukuran Perusahaan (X_3) adalah 0.113, maka jika Struktur Aktiva meningkat 1% maka struktur modal akan meningkat sebesar 0.113% jika variabel independen lainnya bernilai nol

5. Koefisien regresi dari Pertumbuhan Penjualan (X_4) adalah 0.004, maka jika Struktur Aktiva meningkat 1% maka struktur modal akan meningkat sebesar 0.004% jika variabel independen lainnya bernilai nol

Pengaruh Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal

Baker dan Martin (2011:31) berpendapat bahwa struktur aktiva dapat diartikan sebagai ukuran untuk tingkat jaminan perusahaan yang dapat ditawarkan kepada krediturnya. Semakin tinggi rasio ini maka akan memberikan tingkat keamanan yang tinggi kepada kreditor karena asset tetap dapat dilikuidasi jika terjadi kebangkrutan.

Brigham dan Houston (2013:188) menyatakan bahwa hubungan antara hutang dan struktur aktiva diharapkan mempunyai hubungan yang positif, dimana perusahaan yang mempunyai aktiva yang besar dan dapat dijadikan sebagai jaminan hutang, cenderung menggunakan hutang yang relatif lebih besar. Yildirim (2017) berpendapat bahwa aset berwujud memberikan keamanan lebih sebagai jaminan bagi investor yang ada dan investor potensial.

Menurut *Trade-off theory* bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat pajak terhadap financial distress dan biaya

kebangkrutan, dimana bunga yang dibayarkan atas hutang digunakan sebagai pengurang pajak, maka perusahaan lebih menyukai hutang daripada penerbitan ekuitas baru. Oleh karena itu, perusahaan harus menentukan struktur modal yang optimal terlebih dahulu untuk menyeimbangkan manfaat bunga hutang sebagai pengurang pajak terhadap financial distress dan biaya kebangkrutan. Untuk menentukan keseimbangan tersebut, Pendekatan Tradisional menyatakan bahwa struktur modal optimal terjadi ketika penerbitan hutang menyebabkan biaya modal rata-rata tertimbang berada di titik minimum.

Teori tersebut didukung oleh Titman dan Wessels dalam (Yildirim, 2017) yang menyatakan bahwa aset berwujud mengurangi resiko kreditor dan mengakitbatkan pengurangan biaya modal atas hutang untuk perusahaan. Hal ini didukung oleh pendapat Scott dalam (Baker dan Martin, 2011) yang menyatakan bahwa perusahaan yang tidak dapat memberikan jaminan harus membayar bunga lebih tinggi atau menerbitkan ekuitas. Dengan demikian, diprediksi adanya hubungan positif antara struktur aktiva dengan struktur modal. Oleh karena itu, sesuai dengan hasil penelitian ini bahwa struktur aktiva berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan makanan dan minuman yang dikarenakan struktur aktiva yang lebih besar dapat menjadi jaminan yang baik terhadap hutang.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penambahan jumlah struktur aktiva berpengaruh positif terhadap penambahan struktur modal. Hasil penelitian ini sesuai dengan pendapat Yartey (2011) yang menjelaskan bahwa aset tetap biasanya memberikan nilai jaminan tinggi sehingga menyiratkan bahwa aset-aset tersebut dapat mendukung lebih banyak hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Yildirim et al (2017), Handoo dan Sharma (2014), Thippayana (2014) dan

Vinh Vo (2016) yang menyatakan bahwa struktur aktiva yang meningkat akan meningkatkan struktur modal perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Laba perusahaan yang tersisa setelah dibagikan kepada para pemegang saham berupa dividen, berada dalam perusahaan sebagai laba ditahan. Perusahaan yang menghasilkan laba lebih besar akan melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal yaitu pendanaan dari laba ditahan (Brigham dan Houston 2013:189).

Pendekatan Laba Operasi Bersih mengasumsikan bahwa investor akan meminta premi tambahan karena adanya resiko keuangan akibat adanya penambahan hutang. Hasil penelitian ini menunjukkan profitabilitas menurunkan struktur modal. Dengan adanya penurunan hutang maka beban bunga yang akan dibayarkan perusahaan akan ikut menurun juga. Oleh karena hal itu, adanya penurunan resiko akan menyebabkan akan adanya penurunan biaya modal ekuitas juga.

Menurut *Pecking Order Theory*, perusahaan yang untung lebih mungkin untuk mengganti penggunaan hutang dengan dana internal. Semakin besar laba ditahan maka semakin besar pemenuhan dananya dari internal perusahaan sehingga dapat menurunkan struktur modal perusahaan. Oleh karena itu, hubungan negatif antara tingkat hutang dan profitabilitas diharapkan. Sehingga profitabilitas yang meningkat akan menurunkan struktur modal perusahaan. Selain itu, keuntungan yang tinggi akan digunakan juga untuk membayar hutang perusahaan yang selanjutnya diharapkan dapat mencapai rasio hutang yang lebih rendah dari tahun ke tahun.

Oleh karena itu, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa keputusan pendanaan perusahaan makanan dan minuman di Indonesia sesuai dengan *Pecking*

Order Theory, yaitu sumber pendanaan dimulai dari sumber internal sebagai pilihan pertama dan selanjutnya melakukan pendanaan eksternal yang paling aman dimana dimulai dari hutang kemudian sekuritas *hybrid* seperti *convertible bonds* yaitu obligasi yang dapat dikonversi menjadi saham dan saham menjadi pilihan terakhir.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Yartey (2016), Yildirim et al (2017), Serghiescu dan Vaidean (2014), Sheikh dan Wang (2011), Handoo dan Sharma (2014), dan Thippayana (2014) yang menyatakan bahwa profitabilitas yang meningkat akan menurunkan struktur modal perusahaan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan merupakan variabel yang menunjukkan nilai buku dari total aktiva perusahaan, diukur dengan *natural logarithma* dari total aktiva. Ukuran perusahaan yang meningkat diharapkan dapat meningkatkan struktur modal perusahaan.

Menurut Handoo dan Sharma (2014) perusahaan besar seringkali lebih terdiversifikasi dan memiliki arus kas yang lebih stabil dan kemungkinan gagal bayar (*probability default*) yang lebih kecil. Oleh karena itu, perusahaan yang lebih besar mempunyai kapasitas untuk mendapatkan hutang yang lebih besar. Disamping itu, perusahaan yang lebih besar menggunakan hutang dapat menggunakan bunga yang dibayarkan atas hutang sebagai pengurang pajak (*trade-off theory*). Tetapi tidak berarti bahwa perusahaan yang besar dapat dengan bebas menggunakan hutang sebanyak-banyaknya tanpa memperhatikan terjadinya kesulitan keuangan atau resiko kebangkrutan yang dapat timbul dikarenakan adanya penggunaan hutang yang berlebihan..

Menurut Handoo dan Sharma (2014) bahwa perusahaan besar memiliki arus kas yang lebih stabil yang dapat mendukung penggunaan hutang yang lebih besar lagi. Tetapi temuan dari penelitian ini tidak menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan dapat meningkatkan struktur modal. Menurut Damodaran (2014:510) bahwa hal tersebut terjadi karena perusahaan berinvestasi di proyek jangka panjang dan mungkin membutuhkan waktu yang bertahun-tahun untuk membuahkan hasil atau menghasilkan produk yang komersial.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada rentang tahun 2014-2018 dalam memutuskan keputusan pendanaan dari hutang tidak berdasarkan ukuran perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan Yildirim et al (2017), Serghiescu dan Vaidean (2014), Sheikh dan Wang (2011), Thippayana (2014), dan Vinh Vo (2016) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang meningkat akan meningkatkan struktur modal perusahaan. Disamping itu, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Yartey (2016) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang meningkat tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal

Pertumbuhan penjualan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak manajemen perusahaan dan pihak eksternal (investor dan kreditor). Menurut Sartono (2010:248) bahwa pertumbuhan penjualan merupakan salah satu faktor penting yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal. Hal ini dikarenakan bahwa perusahaan yang bertumbuh dengan cepat harus lebih banyak menggunakan sumber

modal internal. Tujuannya adalah agar perusahaan yang mempunyai prospek bagus dalam bertumbuh agar tidak dihambat dari sisi keuangan.

Sesuai dengan hasil penelitian ini menunjukkan variabel pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan makanan dan minuman yang diteliti secara rata-rata tidak mengalami pertumbuhan yang cukup signifikan. Selain itu, temuan penelitian ini mencerminkan bahwa perusahaan makanan dan minuman di Indonesia mempunyai resiko dalam membayar kewajiban tetap atas penggunaan hutangnya dikarenakan tidak didukung oleh kemampuan pertumbuhan penjualan jangka panjang yang stabil. Hal ini dikarenakan, selama tahun penelitian, dilihat rata-rata pertumbuhan penjualan bahwa pertumbuhan penjualan dari tahun 2013 hingga 2017 mengalami fluktuasi yang sangat besar.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan makanan dan minuman yang dikarenakan penggunaan hutang tidak didukung oleh kemampuan pertumbuhan penjualan jangka panjang yang stabil. Selain itu, ada unsur biaya yang masih harus dipertimbangkan dalam mengambil keputusan struktur modal terkait variabel penjualan. Oleh karena itu, pengambilan keputusan tidak dapat hanya dengan melihat penjualan. Penjualan tidak dapat menjamin penentuan struktur modal karena perusahaan melihat hasil operasional berupa laba yang menjadi penentu struktur modal dibandingkan penjualan.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian dari Yartey (2016), Yildirim *et al* (2017), Sheikh dan Wang (2011) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan akan berpengaruh negatif terhadap struktur modal secara signifikan. Disamping itu, hasil

penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Thippayana (2014) dan Vinh Vo (2016) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan yang meningkat tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

IMPLIKASI HASIL PENELITIAN

Secara teori, struktur aktiva akan memengaruhi struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki aktiva yang besar dan dapat dijadikan jaminan cenderung akan menggunakan hutang yang relatif lebih besar. Perusahaan yang memiliki struktur aktiva yang tinggi akan memberikan tingkat keamanan yang tinggi kepada kreditor karena asset tetap dapat dijual jika terjadi kebangkrutan. Semakin besar rasio struktur aktiva maka semakin besar tingkat keamanan yang diberikan kepada kreditor terhadap hutang yang diberikan.

Hasil penelitian perusahaan di Indonesia menunjukkan bahwa struktur aktiva akan meningkatkan struktur modal perusahaan. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris, keputusan pendanaan perusahaan mengikuti *trade-off theory*. Hal ini dikarenakan perusahaan menyeimbangkan manfaat pajak terhadap *financial distress* dan biaya kebangkrutan, dimana bunga yang dibayarkan atas hutang digunakan sebagai pengurang pajak. Tujuan untuk menyeimbangkan manfaat bunga hutang sebagai pengurang pajak terhadap *financial distress* dan biaya kebangkrutan adalah dengan menentukan penerbitan hutang yang seberapa besar yang dapat menyebabkan biaya modal rata-rata tertimbang berada di titik minimum. Aktiva tetap dijadikan jaminan oleh kreditor untuk memberikan hutang, oleh karena itu semakin besar struktur aktiva maka dapat mengurangi resiko kreditor dan mengakibatkan pengurangan biaya modal atas hutang untuk perusahaan.

Selain itu juga, makna dari temuan di penelitian ini menunjukkan secara empiris,

keputusan pendanaan perusahaan mengikuti pendekatan tradisional. Pendekatan ini mengasumsikan peningkatan hutang hingga batas tertentu, biaya modal hutang dan biaya modal ekuitas tidak mengalami perubahan. Ketika adanya peningkatan jumlah hutang maka akan mempengaruhi peningkatan biaya modal karena adanya peningkatan resiko. Dengan adanya peningkatan resiko, biaya modal perusahaan pun akan meningkat. Pada hasil penelitian ini, dengan tingginya rasio struktur aktiva, perusahaan masih berada pada tingkat aman untuk meningkatkan hutang karena resiko masih berada pada batas yang wajar jika dibandingkan dengan jaminan yang ditunjukkan struktur aktiva.

Secara teori, profitabilitas akan memengaruhi struktur modal perusahaan. Perusahaan yang menghasilkan laba lebih besar akan melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal yaitu pendanaan dari laba ditahan. Semakin besar laba ditahan maka semakin besar pemenuhan dananya dari internal perusahaan sehingga dapat menurunkan struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas yang meningkat akan menurunkan struktur modal. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa keputusan pendanaan perusahaan mengikuti *pecking order theory* yang mengindikasikan bahwa perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pendanaan untuk investasi maka prioritas pendanaan diutamakan pada penggunaan dana internal dalam bentuk saldo laba ditahan dan berikutnya jika dana internal tidak mencukupi maka alternative yang digunakan adalah menggunakan hutang dan jika masih diperlukan tambahan dana maka penerbitan saham menjadi alternative terakhir.

Temuan penelitian ini menunjukkan ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal yang mengartikan bahwa kedua variabel tersebut tidak menjadi

pertimbangan perusahaan dalam menentukan keputusan struktur modal. Hal ini tidak berarti bahwa ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan tidak dapat digunakan untuk menjadi bahan pertimbangan dalam menentukan struktur modal, akan tetapi kondisi dari objek penelitian serta kurun waktu yang diamati dalam penelitian kemungkinan akan menghasilkan kesimpulan penelitian yang berbeda.

Brigham dan Houston (2013:436) menyatakan bahwa hutang memiliki keuntungan dan kelemahan didalam penggunaannya. Selain karena adanya peningkatan resiko yang dikarenakan adanya penambahan hutang, perusahaan juga dapat berada pada masa-masa sulit dan arus kas operasi yang fluktuatif. Oleh karena faktor-faktor itu, Brigham dan Houston (2013:437) menyatakan bahwa perusahaan dengan pendapatan dan arus kas operasi yang fluktuatif cenderung membatasi penggunaan hutang. Disisi lain, Brigham dan Houston (2013:437) berpendapat bahwa perusahaan dengan resiko bisnis yang lebih kecil dan arus kas operasi yang lebih stabil dapat mengambil hutang yang lebih banyak.

Banyak faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal, hal ini menyebabkan bahkan perusahaan dalam industri yang sama sering memiliki struktur modal yang sangat berbeda. Dikarenakan hal tersebut, manajer keuangan diharapkan dapat menentukan kebijakan pendanaan yang dapat memaksimalkan harga saham dengan mempertimbangkan proporsi struktur modal

Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan

a. Struktur Aktiva yang meningkat akan meningkatkan struktur modal. Hasil penelitian ini sesuai dengan *trade-off theory* yang menyatakan bahwa adanya hubungan positif antara struktur aktiva dengan struktur modal. Temuan ini menunjukkan bahwa

semakin besar perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva maka semakin besar tingkat keamanan jaminan yang diperoleh kreditor atas hutang yang perusahaan terima.

b. Profitabilitas yang meningkat akan menurunkan struktur modal. Temuan ini menunjukkan bahwa semakin besar laba perusahaan maka semakin kecil pendanaan dari hutang, selain itu laba yang besar akan memperbesar laba ditahan yang merupakan sumber dana internal sehingga mengurangi pendanaan dari hutang dan hal ini sesuai dengan *pecking order theory*.

c. Ukuran Perusahaan yang meningkat tidak meningkatkan struktur modal perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa komposisi hutang dalam struktur modal perusahaan makanan dan minuman di Indonesia tidak dipengaruhi oleh besarnya perusahaan. Hal ini dikarenakan, perusahaan berinvestasi di proyek jangka panjang dan belum menghasilkan arus kas, sehingga pertimbangan dalam menentukan struktur modal tidak dipengaruhi oleh besarnya perusahaan.

d. Pertumbuhan penjualan yang meningkat tidak meningkatkan struktur modal perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa komposisi hutang dalam struktur modal perusahaan makanan dan minuman di Indonesia tidak dipengaruhi pertumbuhan penjualan tiap tahunnya. Hal tersebut dikarenakan perusahaan makanan dan minuman yang diteliti memiliki rata-rata pertumbuhan penjualan yang berfluktuasi besar.

Saran

a. Bagi perusahaan makanan dan minuman di Bursa Efek Indonesia terlebih dahulu memperhatikan variabel-variabel yang dianggap mampu memberikan pengaruh dalam menentukan struktur modal. Dengan analisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal, manajemen diharapkan mampu memutuskan struktur modal yang optimal, dimana struktur

modal yang optimal adalah struktur modal yang mempunyai kombinasi hutang dan ekuitas yang menyebabkan biaya modal rata-rata tertimbang berada pada titik terendah dan menghasilkan nilai perusahaan maksimal.

b. Bagi Kreditor

Disarankan untuk para kreditor dalam memberikan dana pinjaman hendaknya selalu memperhatikan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban finansialnya. Hal tersebut menyangkut resiko kredit macet akibat pembiayaan hutang yang akan dilakukan perusahaan.

c. Bagi peneliti selanjutnya

Disarankan untuk pengembangan dengan menggunakan sampel dari industri yang lebih luas serta dapat meningkatkan jumlah sampel dan juga menambah periode penelitian. Penelitian yang akan datang dapat memasukkan variabel makro seperti kurs dan inflasi sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan struktur modal. Dengan demikian, diharapkan hasil penelitian berikutnya dapat melengkapi hasil penelitian ini

Daftar Pustaka

Anak Agung Putu. (2012). *Metodologi Penelitian Bisnis*. Malang: Tim UB Press.

Baker, H. K., & Martin, G. S. (2011). *Capital Structure and Corporate Financing Decisions*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.

Bambang Riyanto. (2001). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: Yayasan Badan Penerbit Gadjah Mada.

Bessler, W., Drobotz, W., & Kazemih, R. (2011). *Capital Structure and Corporate Financing Decision : Theory, Evidence and Practice*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Brigham, E., & Houston, J. (2013). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Ed.11 , Jilid 2*. Jakarta: Salemba Empat.

Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance* (4th ed.). New York: John Wiley.

- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2011). *Financial Management: Theory and Practice, Thirteenth Edition*. Ohio: South-Western Cengage Learning.
- Frank, M., & Goyal, V. (2008). *Handbook of Empirical Corporate Finance*. Hungary: Elsevier B.V.
- H S Munawir. (2014). *Analisa Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty Yogyakarta.
- Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in india. *IIMB Management Review*, 170-182.
- I Made Sudana. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktik, Ed.2*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Irwan Djaja. (2018). *All About Corporate Valuation*. Jakarta: PT ELEX MEDIA KOMPUTINDO.
- Kemenperin. (2017, November 24). *Industri Makanan dan Minuman Masih Jadi Andalan*. Retrieved from [Kemenperin.go.id: https://kemenperin.go.id/siaran-pers/?&hal=28](https://kemenperin.go.id/siaran-pers/?&hal=28)
- Kemenperin. (2019, Februari 2). *Industri Makanan dan Minuman Jadi Sektor Kampiun*. Retrieved from [Kemenperin.go.id: https://kemenperin.go.id/artikel/20298/Industri-Makanan-dan-Minuman-Jadi-Sektor-Kampiun](https://kemenperin.go.id/artikel/20298/Industri-Makanan-dan-Minuman-Jadi-Sektor-Kampiun)
- Koh, A., Ang, S. K., Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2014). *Financial Management : Theory and Practice, An Asia Edition*. Singapore: Cengage Learning.
- Moeljadi. (2006). *Manajemen Keuangan : Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif*. Malang: Bayumedia Publishing.
- Ridwan Sundjaja, & Inge Berlian. (2003). *Manajemen Keuangan Dua*. Klaten: Literata Lintas Media.
- Ross, S. A., Westerfield, R., Jordan, B., Lim, J., & Tan, R. (2016). *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2010). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: The McGraw-Hill.
- Sartono, R. A. (2010). *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFY-Yogyakarta.
- Serghiescu, L., & Vaidean, V.-L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm- an. *Emerging markets queries in finance and business*, 1447-1457.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry. *Managerial Finance*, 117-133.
- Suad Husnan, & Enny Pudjiastuti. (2015). *Dasa-Dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Pendidikan (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, Dan R&D)*. Bandung: Penerbit Alfabeta.
- Suliyanto. (2011). *Ekonometrika Terapan : Teori & Aplikasi dengan SPSS*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Thippayana, P. (2014). Determinants of Capital Structure in Thailand. *Social and Behavioral Sciences*, 1074-1077.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. J. (2007). *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan, ed.12*. Jakarta: Salemba Empat.
- Vinh Vo, X. (2016). Determinants of capital structure in emerging markets:. *Research in International Business and Finance*, 105-113.
- Weston, J. F., & Copeland, T. E. (1992). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Binarupa Aksara.
- Yartey, C. A. (2011). Small business finance in Sub-Saharan Africa: the case of Ghana. *Management Research Review*, 172-185.
- Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants of capital structure: evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. 1-50.