



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG
PENENTUAN PERILAKU KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK JAKARTA:
HIPOTESIS STATIC TRADE OFF ATAU PECKING ORDER THEORY

ARI CHRISTIANI¹

Universitas Kristen Duta Wacana

ABSTRACT

This paper investigated the effect of the change in certain factors (assets tangibility, growth, profitability, volatility, and flexibility) that are identified by capital structure theories on the firm's leverage (short term debt and long term debt). The approach used in this paper is Structural Equation Modelling (SEM) with path diagram.

The empirical results show that assets tangibility, growth, and, profitability support POT but earning volatility does not support both STO and POT. This contradict result is caused by agency cost equity and corporate control considerations. However it can be concluded that the financing behaviour of manufacturing industries in JSX can be explained by POT hypothesis.

Keyword: *Static Trade Off Theory (STO), Pecking Order Theory (POT), and Path Diagram*

¹ Universitas Kristen Duta Wacana, Jl. Dr. Wahidin S. No. 05-25, Yogyakarta 55224, Telp. (0274) 563929, Fax. (0274) 513235, e-mail ari@ukdw.ac.id.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

A. LATAR BELAKANG

Seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan secara teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih. Hal ini karena masing-masing sumber pendanaan mempunyai konsekuensi finansial yang berbeda-beda. Proporsi penggunaan sumber dana *intern* dan/ *ekstern* dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan yang selanjutnya disebut dengan struktur modal menjadi sangat penting dalam manajemen keuangan perusahaan. Teori struktur modal dalam manajemen keuangan diantaranya terdiri dari, *Static Trade-Off (STO)* yang dikemukakan oleh Miller (1977) dan *Pecking Order Theory (POT)* yang pertama kali dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984). Penggunaan alternatif sumber dana perusahaan dengan teori STO didasarkan pada *cost* dan *benefit*-nya antara biaya modal dan keuntungan penggunaan hutang yaitu, biaya kebangkrutan dan keuntungan pajak. Penentuan struktur modal perusahaan dengan POT didasarkan pada keputusan pendanaan secara hierarki dari pendanaan yang bersumber pada laba, hutang, sampai pada saham (dimulai dari sumber dana dengan biaya termurah).

Sejauh ini, penelitian mengenai struktur modal, bertujuan untuk menentukan model atau teori struktur modal yang dapat menjelaskan perilaku keputusan pendanaan perusahaan. Walaupun secara teori faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal sulit untuk diukur, berbagai penelitian empiris yang bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan telah dilakukan. Bowen et al. (1982), Bradley et al. (1984), Long dan Malitz (1985), Titman dan Wessels (1988), Friend dan Hasbrouch (1988), Mackie-Mason (1990), Rajan dan Zingales (1995) yang mengukur perilaku keputusan pendanaan dengan menggunakan *leverage*, dan faktor-faktor dalam teori struktur modal seperti, *assets tangibility, firm size, growth, profitability, earning volatility, flexibility*, dan lain-lain.

Namun, hasil penelitian di atas belum bisa menentukan faktor-faktor yang secara tepat dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan karena hasilnya tidak konsisten. Hal yang sama juga ditemukan pada hasil penelitian empiris selanjutnya [Chen dan Jiang (2001); Booth, et all (2001); Medeiros dan Daher (2004); Tong dan Green (2004)] yang juga menggunakan *leverage* dan faktor-faktor penentu perilaku keputusan struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini pun masih belum konsisten



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

sehingga belum bisa diambil kesimpulan mengenai faktor-faktor apa saja yang secara tepat dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan.

Opler dan Titman (2000) secara eksplisit menyatakan bahwa keputusan pendanaan berubah sepanjang waktu. Artinya, keputusan pendanaan berubah seiring dengan perubahan kondisi keuangan perusahaan. Dengan demikian, keputusan struktur modal di masa lalu sangat berperan penting dalam menentukan keputusan struktur modal saat ini. Pernyataan tersebut didukung oleh beberapa penelitian empiris seperti yang dilakukan oleh [(Masulis dan Korwar (1986); Asquith dan Mullins (1986); Kozajcyk, Lucas, dan McDonald (1988) menemukan bahwa jika harga saham perusahaan terlalu tinggi maka perusahaan akan menurunkan harga saham dengan cara menerbitkan saham, sehingga pendanaan yang berasal dari hutang akan turun dengan adanya penambahan dana dari penerbitan saham); (Titman dan Wessels (1988) menemukan bahwa setelah perusahaan mendapatkan laba, perusahaan akan menggunakan labanya untuk mengurangi hutang sehingga penggunaan hutang dalam pendanaannya menjadi turun); (Friend dan Lang (1988) menemukan adanya perubahan struktur kepemilikan dalam perusahaan juga menyebabkan perubahan struktur modal. Seorang manajer yang memiliki proporsi kepemilikan saham paling banyak akan lebih memilih mendanai perusahaannya dengan hutang daripada menerbitkan saham karena akan menyebabkan delusi kepemilikan sahamnya)].

Berdasar pada penemuan di atas, maka penelitian ini menggunakan data masa lalu berupa perubahan faktor-faktor penentu struktur modal dan perubahan *leverage* perusahaan untuk mencari perilaku keputusan pendanaan perusahaan. Dengan demikian, berdasar pada kenyataan bahwa keputusan pendanaan dipengaruhi oleh keputusan pendanaan di masa lalu maka tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah perubahan *leverage* disebabkan oleh perubahan berbagai faktor penentu keputusan struktur modal perusahaan.

Chen dan Jiang (2001) menyatakan setiap atribut teori untuk mengidentifikasi penentuan struktur modal perusahaan kebanyakan tidak hanya dipengaruhi oleh satu tetapi oleh beberapa indikator akuntansi (sebagai proksi dari setiap atributnya). Kesalahan pengukuran (*measurement error*) bisa terjadi dalam pengujian bila hanya mengambil salah satu indikator akuntansi sebagai proksi dari setiap atribut teori struktur



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

modal. Oleh karena itu, dalam penelitian ini peneliti menggunakan pendekatan SEM (*Structural Equation Modeling*) yaitu *path diagram* mengingat model SEM memiliki keunggulan dibandingkan dengan pendekatan regresi. Pendekatan regresi hanya bisa mengeksplorasi hubungan dan pengaruh diantara variabel-variabel yang *observable* dan terbatas hanya untuk satu proksi saja. SEM justru dapat menentukan model yang *fit* untuk sebuah teori dengan memasukkan semua variabel baik yang *observable* maupun yang *unobservable* dan dapat menjelaskan hubungan masing-masing variabel secara simultan.

Hanya beberapa penelitian tentang perilaku penentuan struktur modal yang menggunakan pendekatan SEM seperti yang telah dilakukan oleh Ramano, Tanewski, dan Smyknios (2000) yang melakukan penelitian mengenai keputusan struktur modal untuk *family business model*; Chen dan Jiang (2001) juga melakukan penelitian terhadap penentuan perilaku struktur modal perusahaan-perusahaan di Belanda.

Adapun penelitian ini mencoba untuk menguji apakah perubahan *leverage* sebagai variabel dependen disebabkan oleh perubahan berbagai faktor penentu perilaku struktur modal perusahaan. Diharapkan dengan menggunakan pendekatan SEM dapat ditentukan perilaku kebijakan struktur modal di BEJ berdasar pada teori struktur modal dalam manajemen keuangan yaitu, *Static Trade-Off (STO)* atau *Pecking Order Theory (POT)*.

B. LANDASAN TEORI

B.1. Pengukuran *Leverage*

Salah satu tolak ukur struktur modal perusahaan ditunjukkan oleh *leverage* keuangan (Kim, 1992). Pengukuran *leverage* dalam penelitian ini menggunakan proksi *book value long term debt* dan *short term debt* (LEVBL dan LEVBS).

B.2. Atribut-atribut Teori Struktur Modal

Sejak keputusan struktur modal tercermin dari perubahan keputusan pendanaan, maka penelitian ini menggunakan perubahan *leverage* untuk mengukur keputusan pendanaan perusahaan. Penelitian ini menggunakan beberapa atribut untuk menentukan



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

struktur modal pada industri manufaktur di BEJ berdasarkan pada hipotesis STO atau POT. Selain itu, penelitian ini juga memasukkan variabel *current debt* untuk mengetahui apakah perubahan *leverage* dipengaruhi oleh *current debt ratio*. Berikut adalah penjelasan mengenai masing-masing atribut yang digunakan dalam penelitian ini,

B.2.1. Tangibility

Semakin banyak *assets tangibility* suatu perusahaan berarti semakin banyak *collateral assets* untuk bisa mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang. Hal ini dikarenakan pihak kreditur akan meminta *collateral assets* untuk memback-up hutang. Berdasar pada teori STO, *assets tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*. Harris dan Raviv (1991) menyatakan perusahaan dengan level *fixed assets* yang rendah mempunyai lebih banyak masalah *asymetric information* dibandingkan perusahaan dengan level *fixed assets* yang tinggi. Perusahaan dengan level *fixed assets* yang tinggi umumnya adalah perusahaan yang besar, yang dapat menerbitkan saham dengan harga yang *fair* sehingga tidak menggunakan hutang untuk mendanai investasi. Dengan demikian berdasar pada teori POT *tangibility assets* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

B.2.2. Size

Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar dan kompleks tidak mempunyai kendala untuk mendapatkan dana eksternal (hutang). Oleh karena itu, berdasar pada STO, *size* berpengaruh positif terhadap *leverage*. Hal ini disebabkan perusahaan dengan ukuran besar mempunyai risiko kebangkrutan yang kecil dibandingkan dengan perusahaan level yang lebih kecil. Berdasar teori POT, Frank & Goyal (2003) dalam hubungannya dengan ukuran perusahaan, *size* mempunyai pengaruh negatif terhadap ukuran perusahaan. Perusahaan dengan level yang lebih kecil mempunyai *asymetric information* yang tinggi dan sedikit untuk mendapatkan sumber dana eksternal (hutang).

B.2.3. Growth

Hipotesis POT, mempunyai dua sinyal yaitu, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung untuk menjaga dan mempertahankan rasio hutang pada level yang rendah (sinyal negatif) atau perusahaan dengan tingkat

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

pertumbuhan yang tinggi akan melakukan ekspansi dengan cara menggunakan dana eksternal berupa hutang (sinyal positif). Fama dan French (2002) menganggap kedua sinyal tersebut sebagai kompleksitas dari POT. Namun, penelitian ini menganggap bahwa atribut pertumbuhan (*growth*) terhadap *leverage* berpengaruh secara negatif terhadap *leverage* perusahaan (sinyal negatif). Hipotesis STO mengestimasi terdapat pengaruh negatif antara pertumbuhan (*growth*) dan *leverage*.

B.2.4. Profitability

Myers & Majluf (1984) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan *leverage*. Jensen (1986) menyatakan terdapat hubungan positif antara *leverage* dengan *profitability* jika pasar dalam mengontrol perusahaan efektif. Sebaliknya, jika pasar dalam mengontrol perusahaan tidak efektif terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan *leverage* perusahaan. Penelitian ini menganggap bahwa terdapat pengaruh negatif antara *profitability* dengan *leverage* untuk POT. Sebaliknya, berdasar pada STO tingkat profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Artinya, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang rendah mempunyai tingkat *leverage* yang tinggi.

B.2.5. Earning Volatility

Berdasar pada hipotesis STO dan POT, Chen & Jiang (2001) menyatakan terdapat pengaruh yang negatif antara *earning volatility* dan tingkat *leverage* perusahaan. *Earning volatility* perusahaan yang tinggi dianggap oleh pasar sebagai hasil kinerja manajemen yang buruk, oleh karenanya perusahaan yang seperti ini sulit untuk mendapatkan dana eksternal. Menurut Cools (1993) yang dikutip dari Chen, et al (1998) dalam hubungannya dengan *Agency theory*, hubungan yang terjadi antara *earning volatility* dan tingkat *leverage* perusahaan adalah positif. Hal ini dikarenakan masalah investasi menurun ketika volatilitas *return* perusahaan meningkat.

B.2.6. Flexibility

Opler, *et al*, (1999) menyatakan bahwa jika pasar tidak efektif dalam mengontrol perusahaan, manajemen akan mempertahankan kelebihan kas. Berdasar pada hipotesis POT, fleksibilitas mempunyai hubungan negatif dengan *leverage perusahaan*. Berbeda



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

dengan teori STO fleksibilitas mempunyai hubungan yang positif terhadap *leverage*. Artinya, semakin tinggi tingkat fleksibilitas perusahaan akan menggunakan hutang yang besar pula dalam mendanai perusahaan.

B.4. STUDI LITERATUR DAN HIPOTESIS

Penentuan perilaku struktur modal perusahaan sekarang masih menjadi isu yang sangat penting dalam manajemen keuangan. Banyak penelitian empiris dilakukan untuk menentukan perilaku struktur modal di negara-negara berkembang seperti yang dilakukan oleh [(Booth, *et all*, 2001) Brazil, Mexico, India, South Korea, Jordan, Malaysia, Pakistan, Thailand, Turkey, dan Zimbabwe; (Medeiros dan Daher, 2004) perusahaan di Brazil; (Tong dan Green, 2004) perusahaan di Cina] yang semuanya mendukung POT=*Pecking Order Theory* (salah satu teori struktur modal) dalam kebijakan pendanaan perusahaannya.

Penelitian yang sama juga dilakukan di BEJ (Haloman dan Djakman, 2000) pada tahun 1994-1995 (sebelum krisis). Hasil penelitiannya juga menemukan bahwa perilaku pendanaan perusahaan di BEJ juga mengikuti atau mendukung model POT. Berdasarkan pada penelitian di atas dapat disimpulkan bahwa model POT menjadi model struktur modal yang lebih baik dalam menjelaskan perilaku pendanaan perusahaan dibandingkan dengan model STO (*Static Trade Off*).

Berdasar pada penjelasan mengenai atribut-atribut yang berpengaruh terhadap *leverage* dan beberapa temuan peneliti yang mendukung hipotesis POT khususnya di negara-negara berkembang maka, dapat ditentukan hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁ : Industri Manufaktur di BEJ menggunakan teori POT dalam penentuan kebijakan struktur modalnya.

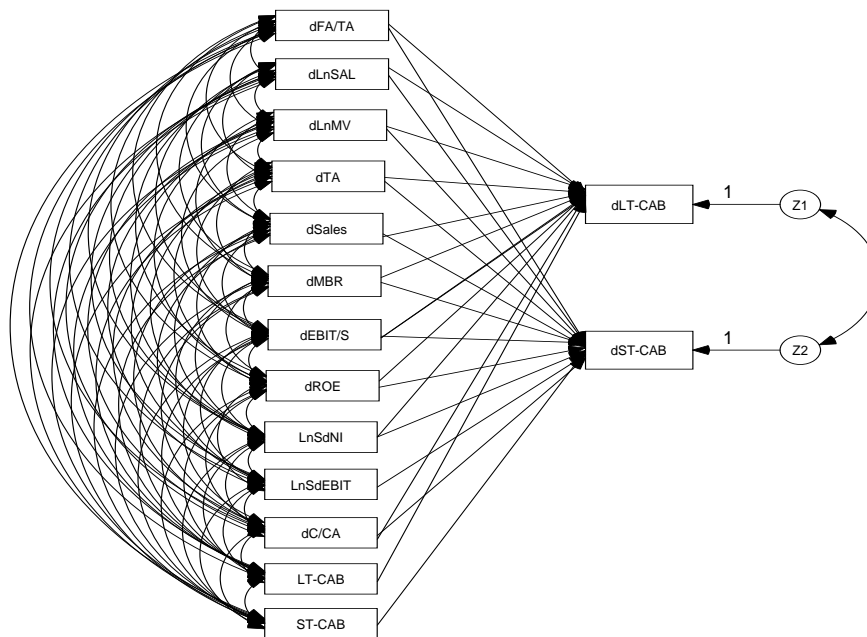
C. MODEL DAN DATA

C.1. Diagram Path

Untuk mencari perilaku keputusan pendanaan perusahaan, penelitian ini menggunakan data historis berupa perubahan faktor-faktor penentu keputusan teori struktur modal (*assets tangibility, size, growth, profitability, earning volatility, dan flexibility*) dan perubahan *leverage* perusahaan untuk mencari perilaku keputusan

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

pendanaan perusahaan. Berikut adalah gambar *path diagram* pengukuran atribut teori struktur modal dan pengukuran *leverage* yang digunakan dalam penelitian ini:



Gambar 1. *Path Diagram* – Struktur Modal Berdasar Nilai Buku

C.2. Populasi dan Sampel

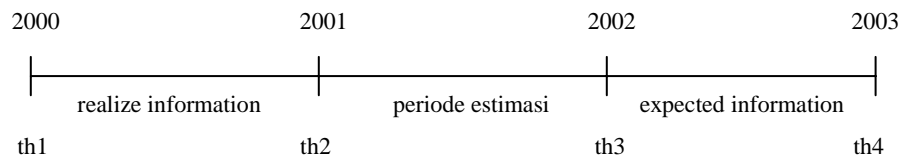
Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor industri manufaktur yang listing di BEJ. Alasan pemilihan sektor manufaktur disesuaikan dengan banyaknya sampel yang diperlukan untuk melakukan pengujian dengan pendekatan model struktural (*SEM=Structural Equation Modeling*). Selanjutnya, dari perusahaan kelompok industri manufaktur yang dijadikan sebagai populasi penelitian, dilakukan pengambilan sampel dengan menggunakan metode *Purposive Sampling*. Adapun ciri-ciri dan sifat-sifat dari perusahaan yang dijadikan sebagai sampel penelitian adalah sebagai berikut:

- Perusahaan telah terdaftar di BEJ sejak Desember 1999 dan tidak mengalami *delisting* selama periode penelitian.
- Perusahaan memiliki hutang jangka panjang selama periode penelitian.
- Perusahaan tidak menghentikan operasinya selama tahun 1999 sampai dengan tahun 2003.
- Perusahaan memberikan laporan keuangan tahunan secara periodik kepada BEJ selama periode penelitian.

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

C.3. Data dan Pengukuran

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dari tahun 2000-2003 yang meliputi data akuntansi berupa laporan keuangan, jumlah saham yang beredar dan harga penutupan saham untuk masing-masing sampel penelitian. Periode yang digunakan dalam penelitian ini dimulai dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2003. Selanjutnya dari keseluruhan periode penelitian yakni tahun 2000, 2001, 2002, dan 2003 ditentukan berturut-turut sebagai tahun ke 1, 2, 3, dan 4 seperti yang terlihat pada gambar dibawah ini:



Gambar 2. Periode data yang estimasi

Berdasarkan pada gambar di atas, penelitian ini menggunakan data perubahan (delta) selama 2 tahun untuk masing-masing variabel yang diestimasi. Pengukuran *leverage* dalam penelitian ini menggunakan data perubahan *leverage* (LT dan ST) dari tahun 2001-2002 sebagai periode yang diestimasi. Hal yang sama juga berlaku untuk perhitungan atribut *tangibility* dan *flexibility*. Atribut *size* dan *profitability* menggunakan data perubahan untuk tahun 2000-2001 sebagai *realize information*. Selanjutnya, atribut *growth* diukur dengan menghitung perubahan *growth* untuk tahun 2002-2003 sebagai *expected information*. Atribut *earning volatility* diukur dengan menggunakan data untuk semua tahun yakni tahun ke-1, 2, 3, dan 4 dengan tujuan agar didapat estimasi yang lebih baik. Pengukuran atribut-atribut teori struktur modal dan *leverage* disajikan pada tabel 1 dan tabel 2 di halaman lampiran.

Tabel 1 & 2

D. HASIL ESTIMASI

D.1. Populasi Dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan Industri Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sejak Desember 1999 sampai dengan Desember 2003. Selanjutnya diambil 120 perusahaan yang setelah melalui metode *Purposive Sampling*, hasil investigasi menunjukkan jumlah sampel dalam penelitian sebesar 90 perusahaan.

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

D.2. Outlier dan Uji Normalitas

Agar data yang diolah benar-benar layak untuk diproses maka terlebih dahulu dilakukan *screening* data yang meliputi membuang data *outlier* dengan mengeluarkan data-data ekstrim dan melakukan uji normalitas. Hal ini dilakukan mengingat data dalam penelitian ini banyak terdapat data *outlier* sehingga setelah dilakukan *cleaning* data, jumlah sampel dalam penelitian ini berkurang dari 90 perusahaan perusahaan menjadi 76 perusahaan.

Asumsi data terdistribusi normal didasarkan pada teori *central limit theorem* (McClave-Sincich, 2003:275) yang mengatakan bahwa semakin besar jumlah sampel maka bentuk distribusi binomial akan semakin menyerupai distribusi/kurva normal yang merupakan distribusi kontinu dari distribusi binomial apabila jumlah observasi diperbesar. Dengan demikian maka asumsi bahwa data terdistribusi normal telah terpenuhi karena jumlah sampel lebih dari 30.

D.3. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif untuk masing-masing variabel yang dipakai dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 3 di halaman lampiran.

Tabel 3

D.4. Model *Structural Equation Model* (SEM)

Penelitian ini menggunakan pendekatan *Structural Equation Model* (SEM) dengan menggunakan *path diagram* yang memungkinkan untuk memasukkan semua variabel *observed* sesuai dengan model teori yang dibangunnya. Adapun variabel endogen yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 13 variabel eksogen (*independent*) yang terdiri dari, *assets tangibility* (dFA/TA), *size* (dLnSAL, dLnMV), *growth* (dTA, dSAL, dLnMBR), *profitability* (dEBIT/S, dROE), *earning volatility* (LnSdNI, LnSdEBIT), dan *flexibility* (dC/CA), *current debt* (LT/CAB,ST/CAB) dan 2 variabel endogen (*dependent*) yaitu, *leverage* (dLT/CAB, dST/CAB).

D.4.1. Pengujian Model

Berdasarkan hasil pengolahan data dengan menggunakan AMOS, berikut adalah tabel indeks *Goodness of Fit*:

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

Tabel 4. Evaluasi *Goodness of Fit Index*

<i>Goodness of Fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
<i>Chi-Square</i>		0,687	
<i>DF</i>		2	
<i>Sig. Probability</i>	≥ 0,05	0,709	Baik
<i>RMSEA</i>	≤ 0,08	0,000	Baik
<i>GFI</i>	≥ 0,90	0,999	Baik
<i>AGFI</i>	≥ 0,90	0,927	Baik
<i>TLI</i>	≥ 0,95	1,261	Baik
<i>CFI</i>	≥ 0,94	1,000	Baik

Sumber: data sekunder yang diolah

Secara umum hasil estimasi terhadap model *path* untuk struktur modal di atas didapat nilai *chi-squares* 0,687 dengan probabilitas 0,709 yang jauh diatas 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model estimasi sudah *fit*. Jika dilihat dari kriteria *fit* yang lain, nilai untuk GFI, AGFI, TLI, dan, CFI berada diatas nilai *cut-off* sehingga menunjukkan *fit* yang lebih baik (*a very good fit*). Selain itu, untuk indeks *The Root Mean Square Error of Approximation* (RMSEA) yang lebih kecil dari 0,08 juga menunjukkan *close fit* dari model tersebut.

D.4.2. Analisis *Structural Equation Model* (SEM)

Berdasarkan proses pengolahan data dengan menggunakan AMOS, gambar hasil model SEM yang sudah diolah dapat dilihat pada halaman lampiran:

Gambar 3

Pada gambar model *path* tersebut menunjukkan bahwa hanya beberapa variabel eksogen yang secara signifikan berpengaruh terhadap variabel endogen. Hal ini dapat dijelaskan pada tabel perhitungan AMOS yaitu *Regression Weights* yang dapat dilihat pada tabel 5 di bawah ini.

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

Tabel 5. Hasil estimasi- *Regression Weight*

No.	Path	Estimate	Cr	Arah Hubungan	Sig.
1.	dLT-CAB ----- dFA/TA (leverage) (tangibility)	-2,074	-2,039	Negatif	0,041**
2.	dST-CAB ----- dMBR (leverage) (growth)	-0,190	-1,894	Negatif	0,058*
3.	dST-CAB ----- dEBIT/S (leverage) (profitability)	-4,227	-2,959	Negatif	0,003***
4.	dLT-CAB ----- dROE (leverage) (profitability)	-0,197	-2,468	Negatif	0,014**
5.	dST-CAB ----- LnSdNI (leverage) (volatility)	0,229	2,984	Positif	0,003***
6.	dLT-CAB ----- LnSdNI (leverage) (volatility)	0,115	1,657	Positif	0,097*

Sumber: Data yang diolah

(Catatan: *** sig. pada $\alpha=1\%$, ** sig. pada $\alpha=5\%$, dan sig. pada $\alpha=10\%$)

Berdasar pada tabel *Regression Weight* di atas, hanya beberapa variabel yang secara signifikan berpengaruh terhadap *leverage* yakni atribut *tangibility* yang dicerminkan oleh variabel dFA/TA, atribut *growth* yang dicerminkan oleh dLnMBR, atribut *profitability* yang dicerminkan oleh dEBIT/S dan dROE, dan atribut *earning volatility* yang dicerminkan oleh LnSdNI dengan koefisien regresi untuk masing-masing variabel berturut-turut adalah $-2,074$ ($\alpha=5\%$); $-0,190$ ($\alpha=10\%$); $-4,227$ ($\alpha=1\%$); $-0,197$ ($\alpha=5\%$); $0,229$ ($\alpha=1\%$); dan $0,115$ ($\alpha=10\%$).

1. *Assets Tangibility*

Koefisien regresi untuk dTA sebesar $-2,074$ yang signifikan pada alpha 5% menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara *assets tangibility* dengan tingkat *leverage*. Hasil ini mendukung hipotesis POT yang menjelaskan bahwa semakin tinggi *assets tangibility* perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal yang berasal dari *earning* yang diperolehnya. Dengan demikian hipotesis POT (Myers dan Majluf, 1984) untuk atribut *assets tangibility* terbukti atau dalam hal ini berlaku hipotesis POT. Hasil penemuan ini konsisten dengan Harris dan Raviv (1991) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara *assets tangibility* terhadap *leverage*.

2. *Growth*

Koefisien regresi untuk dLnMBR sebesar $-0,190$ yang signifikan pada alpha 10% menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara tingkat pertumbuhan perusahaan dengan rendah penggunaan *leverage*. Hal ini mendukung hipotesis POT (Myers dan

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

Maijluf, 1984) yang menjelaskan bahwa semakin tinggi pertumbuhan (*growth*) perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal. Dengan demikian hipotesis untuk atribut *growth* terbukti atau dalam hal ini berlaku hipotesis POT.

3. Profitability

Koefisien regresi untuk dEBIT/S dan dROE sebesar $-4,227$ dan $-0,197$ yang signifikan pada alpha 1% dan 5% menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara tingkat profitabilitas dengan *leverage* perusahaan. Hal ini mendukung hipotesis POT (Myers dan Maijluf, 1984) yang menjelaskan bahwa semakin tinggi *profitability* perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal. Dengan demikian hipotesis POT untuk atribut *profitability* terbukti atau dalam hal ini berlaku teori POT.

4. Earning Volatility

Koefisien regresi untuk LnSdNI sebesar $0,229$ (ST) dan $0,115$ (LT) pada alpha 1% dan 10% menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara tingkat volatilitas laba dengan penggunaan *leverage* perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa ternyata hipotesis STO dan POT untuk atribut *earning volatility* tidak terbukti.

E. PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil pengolahan *path diagram* dengan menggunakan AMOS, atribut *assets tangibility*, *growth*, dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa baik atribut *tangibility*, *growth*, *profitability* mendukung hipotesis POT. Namun, untuk atribut *earning volatility* menunjukkan hasil yang tidak mendukung baik hipotesis STO maupun POT.

Hal ini menunjukkan bahwa dalam hubungannya dengan volatilitas laba, perusahaan manufaktur di BEJ masih cenderung menggunakan *leverage* yang tinggi ketika *earning volatility* tinggi. Kemungkinan hal ini terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara *insider* dengan *outsider* yang menyebabkan terjadinya *agency cost equity*. *Agency cost equity* terjadi karena manajer cenderung menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan tetapi untuk kepentingan

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

opportunistik. Artinya, manajer memiliki hak untuk mengelola perusahaan dan dana investor yang memungkinkan manajer dapat melakukan ekspropriasi dana investor.

Berkaitan dengan permasalahan tersebut, Shleiver & Vishny (1997) menyatakan *Corporate Governance* merupakan mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas dari ekspropriasi yang dilakukan oleh manajer dan pemegang saham pengendali dengan penekanan pada mekanisme legal. Dengan demikian, *Corporate governance* merupakan suatu elemen kunci dalam meningkatkan hubungan antara manajemen perusahaan, dewan direksi, para pemegang saham, dan *stakeholder* lainnya.

Dapat disimpulkan bahwa, *Corporate governance* dan *corporate control* pada perusahaan manufaktur di BEJ menjadi hal yang penting dalam pengambilan keputusan pendanaan. Namun, secara garis besar dapat disimpulkan bahwa perilaku kebijakan pendanaan perusahaan manufaktur di BEJ dapat dijelaskan dengan menggunakan teori POT karena atribut *assets tangibility*, *growth*, dan *profitability* hasilnya mendukung hipotesis POT.

F. SIMPULAN

1. Atribut *assets tangibility*, *growth*, *profitability* mempunyai pengaruh terhadap *leverage* perusahaan mendukung hipotesis POT dalam penentuan keputusan pendanaan untuk perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
2. Atribut *earning volatility* mempunyai pengaruh terhadap *leverage* perusahaan yang tidak mendukung baik hipotesis STO atau POT dalam penentuan keputusan pendanaan untuk perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
3. Adanya perbedaan kepentingan antara *outsider* dengan *insider* menyebabkan terjadinya *agency cost equity* dimana manajer cenderung menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan tetapi untuk kepentingan opportunistik.
4. Perilaku struktur modal untuk perusahaan manufaktur di BEJ mendukung teori struktur modal POT.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

F. KETERBATASAN

Ukuran sampel dalam penelitian yang masih dibawah ideal (100-200 sampel) walaupun model *path diagram* untuk struktur modal sudah *fit*. Disamping itu, penelitian ini hanya terfokus pada pengukuran *leverage* berdasar pada *book value* saja. Penelitian selanjutnya tidak hanya terfokus pada pengukuran *leverage* berdasar pada *book value* saja tetapi juga *market value* sehingga hasilnya bisa dibandingkan dan lebih konsisten. Selain itu, periode penelitian dalam penelitian selanjutnya menggunakan lebih dari satu periode estimasi agar bisa mengurangi kesalahan pengukuran karena adanya fluktuasi data dari periode ke periode berikutnya.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG DAFTAR PUSTAKA

- Booth, Laurance, et. all. 2001. *Capital Structure in Developing Countries*. The Journal of Finance. V.I. No. LVI. February.
- Bowen, R. M., Daley, L. A. & Charles C. Huber, J. 1982. *Evidence on The Existance and Determinats of Inter-Industry Differences in Leverage*. Financial Management 11, 10-20.
- Bradley, M., Jarrell, G. & Kim, E. (1984). *On The Existence of An Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*. Journal of Finance 39, 857-878.
- Chen, Linda H and Jiang, George J. 2001. *The Determinants of Dutch Capital Structure Choice*. SOM-theme E. www.ub.rug.nl/eldoc/som/e/01E55/01e55.pdf
- _____. 2001. *The Financing Behavior of Dutch Firms*, SOM-theme E. www.ub.rug.nl/eldoc/som/e/01E54/01e54.pdf
- Chen, Linda H, Robert Lansink, Elmer Sterken. 1998. *The Determinants of Capital Structure: Evidence From Dutch Panel Data*. Presented of The European Economic Association Annual Congress. Berlin. September 2-5.
- Fama, E.F. & French, K.R. 2002. Testing Trade Off and Pecking Order Predictions About Dividend and Debt. Review of Financial Studies.15. 1-33.
- Friend, I. & Hasbrouck, J. 1988. *Determinant of Capital Structure*. JAI Press Inc., New York, pp. 1-19.
- Friend, I. & Lang, H. P. 1988. *An Empirical Test of The Impact of managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure*. Journal of Finance 43, 271-281.
- Halomoan, Gina & Djakman, C. D. 2000. Pengujian Pecking Order Hypothesis Pada Emiten di Bursa Efek Jakarta Tahun 1994-1995. Simposium Nasional Akuntansi III, 958-970.
- Harris, Milton and Raviv, Athur. 1991. *The Theory of Capital Structure*. The Journal of Finance. 46. 297-355.
- Jensen, Michael. 1986. *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Over*. American Economic Review. 76. 323-39
- Kim, E. Han. 1982. *Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles, and Optimal Capital Structure*. The Journal of Finance. Vol. XXXVII. No. 2. 301-319.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

- Korajczyk, R. A., Lucas, D. J. & McDonald, R. L. 1988. *Understanding Stock Price behavior Around The Time of Equity Issues*. NBER working paper 2727.
- Long, M. S. I. B. M. 1985. *Investment Patterns and Financial Leverage*, in Friedman (1985), pp 325-348.
- MacKei-Manson, J. K. 1990. *Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?*. Journal of Finance 45, 1471-1495.
- Modeiros, Otavio. R. De and Daher. Cecilio. E. 2004. *Testing Static Tradeoff Against Pecking Models of Capital Structure in Brazilian Firms*. Presented at The 4th USP Congress of Management Control and Accounting, Sao Paulo, Brazil, October 7-8.
- Masulis, R. & Korwar, A. 1986. *Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation*. Journal of Financial Economics 15, 91-118.
- McClave, James T & Sincich, Terry. 2003. *Statistics*. International Edition. Prentice Hall. New Jersey.
- Myers, Steward C. & Nicholas S. Majluf. 1984. *Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have*. Journal of Financial Economics. 13. 187-221.
- Opler, T., Pinkowitz, N. S. 1984. *The Determinant and Implications of Corporate Cash Holdings*. Journal of Finance 52, 3-46.
- Rajan, Ramesh G. and Luigi, Zingales. 1995. *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data*. Journal of Finance. 50. 1421-1460.
- Romano, Claudio A. George A, Tanesuski. and Kosmos X Smyrniotis. 2000. *Capital Structure Decision Making: A Model For Family Business*. Journal of Business Venturing. 16. 285-310.
- Shleifer, A. & R.W. Vishny. 1997. *A Survey of Corporate Governance*. Journal of Finance. 52. 737-783.
- Song, Han-Suck. 2004. *Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Swedish Companies*. Presented at Conference "Innovation Entrepreneurship and Growth". Stockholm. November 18-20.
- Titman, S. 1984. *The Effect of Capital Structure on The Firm's Liquidation Decision*. Journal of Financial Economics 13. 137-152.
- Tong, Guanqun and Green, Christopher J. 2004. *Pecking Order or Trade-Off Hypothesis? Evidence on The Capital Structure of Companies*.

LAMPIRAN:

Tabel 1. Atribut-atribut teori dalam struktur modal

Atribut	Proksi	Pengukuran
<i>Tangibility</i>	<i>dFA-TA</i>	<i>Fixed Assets/ Total Assets</i>
<i>Size</i>	<i>DLnS</i>	<i>Ln (Sales)</i>
	<i>DLnMV</i>	<i>Ln (Outstanding stocks value x Close Price)</i>
<i>Growth</i>	<i>DLnMBR</i>	<i>Ln (outstanding stocks value x Close Price)/ Total Equity</i>
	<i>DdTA</i>	<i>Total assets market value_t - Total market value_{t-1}</i>
	<i>DdSales</i>	<i>Sales_t - Sales_{t-1}</i>
<i>Profitability</i>	<i>DEBIT-S</i>	<i>EBIT/ Sales</i>
	<i>DROE</i>	<i>EBIT/Equity</i>
<i>Earning</i>	<i>DLnSDNI</i>	<i>Ln (Standard deviation of Net Income)</i>
<i>Volatility</i>	<i>DLnSDEBIT</i>	<i>Ln (Standard deviation of EBIT)</i>
<i>Flexibility</i>	<i>dC-CA</i>	<i>Cash + Marketable securities/ Current Assets</i>

Tabel 2. Tabel Pengukuran *Leverage*

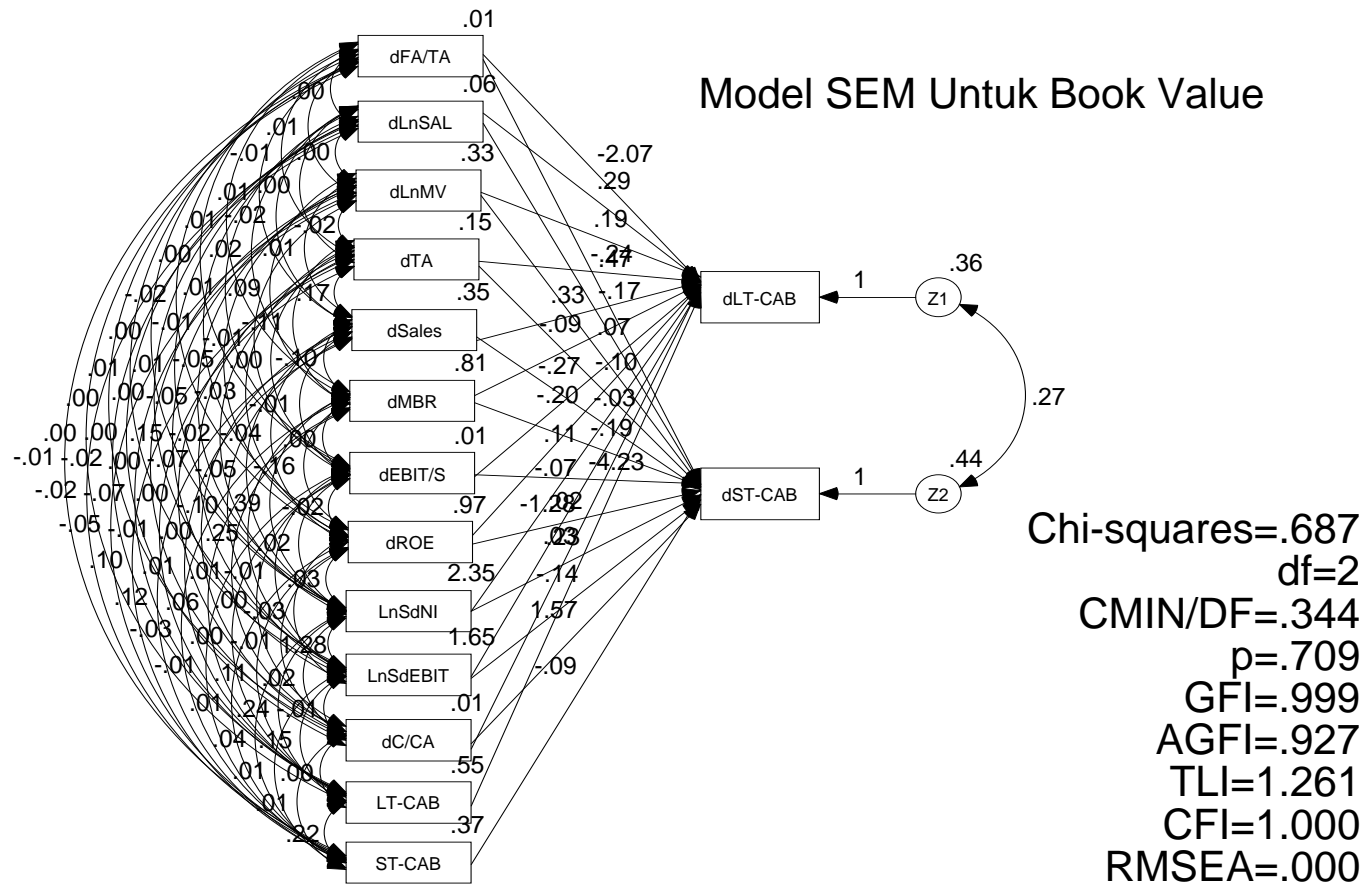
Atribut	Proksi	Pengukuran
<i>Leverage</i>	<i>LEVBL</i>	<i>Book value of long term debt/ Book value of capital assets</i>
	<i>LEVBL</i>	<i>Book value of short term debt/ Book value of capital assets</i>

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

Tabel 3. Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
dFA/TA	76	-.2953	.2395	.011672	.0840402
DLNSAL	76	-.7129	1.1299	.148139	.2425107
DLNMV	76	-2.1972	1.5919	-.374835	.5823147
DTA	76	-.3927	2.9267	.046910	.3908956
DSALES	76	-.8688	3.6813	.065351	.5971081
DMBR	76	-1.9830	3.6290	.356193	.9056253
dEBIT/S	76	-.3269	.2289	-.027159	.0722424
DROE	76	-2.3223	4.0778	.081722	.9902792
LNSDNI	76	22.2815	28.5318	24.683051	1.5426644
LNSDEBIT	76	21.0991	26.6301	24.158385	1.2947722
dC/CA	76	-.2779	.2344	-.015755	.0840305
LT-CAB	76	-4.8872	3.4348	.229824	.7466036
ST-CAB	76	-2.2829	2.9446	.336367	.6142976
dLT-CAB	76	-1.7358	4.1018	.040045	.6734741
dST-CAB	76	-3.4239	2.8256	.103639	.7640786
Valid N (listwise)	76				



Gambar 3. Hasil Model Path

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG



Tabel 6. Tabel *Regression Weights*

			Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
dLT-CAB	<--	DFA/TA	-2.074	1.017	-2.039	0.041	Par-78
dLT-CAB	<--	DLnSAL	0.287	0.340	0.844	0.398	Par-79
dLT-CAB	<--	DLnMV	0.188	0.133	1.418	0.156	Par-80
dLT-CAB	<--	DTA	-0.239	0.323	-0.740	0.459	Par-81
dLT-CAB	<--	Dsales	0.332	0.206	1.617	0.106	Par-82
dLT-CAB	<--	DMBR	-0.091	0.091	-1.000	0.317	Par-83
dLT-CAB	<--	DEBIT/S	-0.270	1.289	-0.210	0.834	Par-84
dLT-CAB	<--	LnSdNI	0.115	0.069	1.657	0.097	Par-85
dLT-CAB	<--	DROE	-0.197	0.080	-2.468	0.014	Par-86
dLT-CAB	<--	LnSdEBIT	-0.069	0.081	-0.849	0.396	Par-87
dLT-CAB	<--	dC/CA	-1.279	0.912	-1.403	0.161	Par-88
dLT-CAB	<--	LT-CAB	0.028	0.078	0.358	0.720	par-89
dST-CAB	<--	DFA/TA	0.469	1.131	0.415	0.678	par-90
dST-CAB	<--	DLnSAL	-0.167	0.375	-0.444	0.657	par-91
dST-CAB	<--	DLnMV	0.068	0.146	0.464	0.643	par-92
dST-CAB	<--	DTA	-0.102	0.362	-0.281	0.778	par-93
dST-CAB	<--	Dsales	-0.029	0.227	-0.127	0.899	par-94
dST-CAB	<--	DMBR	-0.190	0.100	-1.894	0.058	par-95
dST-CAB	<--	DEBIT/S	-4.227	1.428	-2.959	0.003	par-96
dST-CAB	<--	DROE	0.024	0.088	0.275	0.784	par-97
dST-CAB	<--	LnSdNI	0.229	0.077	2.984	0.003	par-98
dST-CAB	<--	LnSdEBIT	-0.145	0.090	-1.609	0.108	par-99
dST-CAB	<--	dC/CA	1.568	1.011	1.552	0.121	par-100
dST-CAB	<--	ST-CAB	-0.090	0.115	-0.786	0.432	par-101

Sumber: Hasil estimasi