

Analisis Variabel- Variabel Yang Mempengaruhi Struktur Modal Dan Return On Equity Perusahaan Pada Industri Produk Metal Yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Oleh :

Sujoko

Staff Pengajar Fakultas Ekonomi dan Pascasarjana
Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya

Abstract

The research is examined empirically the variables predicted significant influence on capital structure and return on equity. The method of sampling used purposive sampling . As much as 8 firm in metal industries is used sample in the research. The period of observation during five years so pooled data. The result of hipotesis testing is indicate that variables of cash flow to total liabilities , earning variability , assets structure, firm size, ROI and tax are significant influence on capital structure and return on equity. The future research is important to conduct to generalized on population.

Key Word : Cash Flow to Liabilities, Return On Equity, Earning Variability.

Pendahuluan

Sejalan dengan perkembangan ekonomi Indonesia maka diperlukan berbagai kebijakan pemerintah sebagai stimulus perekonomian Indonesia. Pemerintah baru saja mengeluarkan kebijakan disektor riil yaitu dengan mengeluarkan Pakjun 2007 yang salah satunya adalah pengembangan sektor riil yaitu dengan mengembangkan infrastruktur. Seiring dengan pembangunan jaringan infrastuktur tersebut diatas maka dalam hal ini salah satu industri yang berperan dalam cukup besar dalam pembangunan tersebut adalah Industri Produk Metal. Industri produk metal adalah perusahaan-perusahaan yang memproduksi pipa-pipa baik dengan standard API (American Petroleum Institute : Sebuah industri di Amerika Serikat yang mengeluarkan sertifikat atas

standar mutu pipa) dan jenis non API serta memproduksi Aluminium, Batangan Kawat Tembaga, dan Jaring Kawat Baja Las. Kegunaan pipa jenis API di Indonesia dapat dikelompokkan dalam tabel berikut ini :

Tabel 1. Jenis dan Kegunaan Pipa Standard API

	Jenis Pipa	Kegunaan
a	Pipa dengan diameter 8” atau kurang untuk minyak dan diameter 8” lebih untuk gas	Untuk transportasi dalam daerah eksplorasi
b	Pipa dengan diameter 10” dan lebih	Untuk transportasi keluar daerah eksplorasi
c	Pipa dengan diameter 10” atau lebih	Untuk transportasi hasil pengilangan dalam bentuk cair

Sumber : Prospektus PT. Bakrie & Brothers, 2006

Keterangan : OCTG (Oil Country Tubular Goods)

- a. Casing
- b. Pipa kecil (flowline)
- c. Pipa bor
- d. Pipa kecil untuk riser (seabed to well head deck), Lumpur, saluran semen, saluran udara bertekanan tinggi.

Melihat berbagai macam kegunaan pipa tersebut maka pertumbuhan yang pesat di sektor industri ini telah mendorong peningkatan permintaan akan layanan pembangunan jaringan infrastruktur yang pada akhirnya akan meningkatkan permintaan pipa.

Permintaan pipa di Indonesia terbagi menjadi dua kategori yaitu permintaan terhadap sektor minyak dan gas dan permintaan pada pasar non minyak/gas. Permintaan pipa untuk saluran minyak dan gas dipengaruhi oleh tiga faktor yaitu :

1. Tingkat eksplorasi dan pembangunan
2. Kebutuhan akan penemuan akan sumber gas
3. Tingkat perkembangan infrastruktur

Penggunaan hutang dalam pembelanjaan atau pembiayaan investasi, perusahaan dapat mengungkit (leverage) kemampulabaan karena adanya penghematan pajak yang dibayarkan kepada pemilik dana. Tetapi sebaliknya, apabila perusahaan mendasarkan pada saham saja (dalam hal ini emisi saham baru) perusahaan akan kehilangan kesempatan dalam memperoleh tax saving.

Dengan mempertimbangkan faktor tax benefit dan financial distress secara simultan, dapat dikatakan bahwa perusahaan dapat memaksimalkan nilainya dengan membentuk suatu struktur modal yang optimal.

Struktur modal perusahaan swasta sangat lemah sebagai mana diperlihatkan oleh besarnya proporsi hutang, sehingga mengakibatkan ketidakmampuan dalam membayar bunga maupun angsuran pokoknya yang sudah tentu profitabilitas perusahaan sulit dicapai dan sulit untuk bersaing dipasar yang semakin terbuka ini. Jika perusahaan tidak mempunyai kemampuan berkompetisi maka usaha perusahaan tersebut akan gagal.

Menurut **Porter (1994:7)**, untuk mendukung kemampuan berkompetisi perusahaan harus memperoleh laba dalam jangka panjang, karena kemampulabaan tersebut diperlukan agar perusahaan dapat survive untuk dapat selalu berupaya menciptakan peluang-peluang baru di dunia perdagangan internasional.

Indikator profit yang penting bagi pemegang saham adalah return on equity, **Hampton (1989:112)**. ROE memberikan kontribusi pada pertumbuhan perusahaan jika pendapatan tersebut diinvestasikan kedalam perusahaan.

Menurut **Francis (1988: 233)**, ROE suatu perusahaan dapat ditingkatkan dalam tiga langkah, yaitu dengan lebih efisien menggunakan asset (diukur dengan kecepatan total asset turn over), dengan meningkatkan penggunaan hutang (diukur dengan financial leverage ratio), atau dengan meningkatkan profit margin (diukur dengan net profit margin ratio).

Oleh sebab itu profitabilitas (ROE) akan meningkat jika perusahaan meningkatkan hutang atau *financial leverage*. Namun financial leverage juga mempunyai pengaruh yang kuat terhadap ekspektasi return pemegang saham dan resikonya karena semakin tinggi financial leverage maka semakin tinggi resiko finansialnya. Oleh karena itu struktur modal merupakan salah satu kebijaksanaan finansial yang penting untuk dikaji oleh perusahaan, **Ross (1995: 478)**.

Walaupun dapat dikatakan bahwa tidak ada satu metodepun yang bisa dianggap sempurna dalam menentukan struktur modal yang optimal, namun demikian berdasarkan metode yang ada memungkinkan bagi para manajer untuk mengambil suatu keputusan yang rasional dengan informasi yang relevan. Dilain pihak merupakan hal yang sulit sekali untuk menentukan suatu struktur pendanaan yang tetap, karena banyak sekali variabel-variabel yang mempengaruhi struktur keuangan. Dengan mempertimbangkan variabel-

variabel tersebut, diharapkan dapat tercapainya peningkatan keuntungan (profitabilitas) bagi perusahaan yang pada akhirnya dapat meningkatkan pendapatan pemilikinya melalui peningkatan nilai perusahaan.

KERANGKA KONSEPTUAL DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

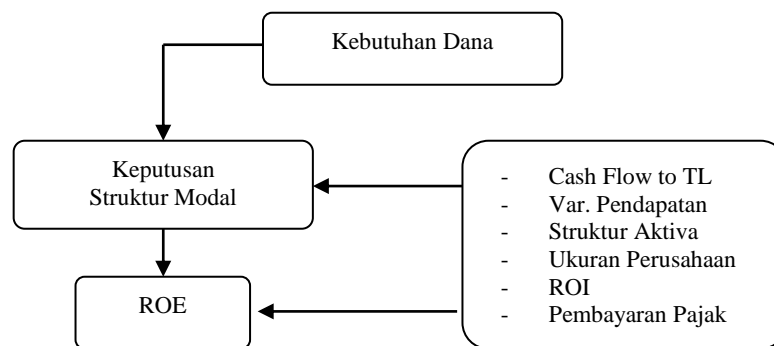
Penentuan struktur modal adalah hal yang sangat penting dalam manajemen keuangan. Struktur modal yang optimal akan mengakibatkan nilai perusahaan menjadi meningkat. Dalam penentuan struktur modal ada beberapa variabel yang dipertimbangkan :

1. Cash Flow To Total Liabilities diprediksi akan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Jumlah aliran kas yang meningkat merupakan jaminan untuk bisa membayar angsuran pokok beserta bunga. Stabilitas arus kas dan hutang mempunyai hubungan . Bila stabilitas penjualan dan laba lebih terjaga maka beban hutang yang dimiliki perusahaan akan berisiko kecil dibanding perusahaan yang mempunyai penjualan dan laba yang tidak stabil. Pada saat mempertimbangkan struktur modal yang tepat, kita harus menganalisis kemampuan arus kas perusahaan untuk menutupi beban tetap.
2. Variabilitas pendapatan diprediksi berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Variabilitas pendapatan yang semakin meningkat berarti risiko perusahaan akan semakin meningkat dan potensi perusahaan untuk mengalami kebangkrutan semakin besar sehingga mengarah pada pengurangan hutang. Variabilitas pendapatan dapat mempengaruhi *financial leverage*. *Financial leverage* adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar dibanding beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham.
3. Struktur aktiva diprediksi berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan yang struktur aktiva didominasi aktiva tetap diprediksi akan meningkatkan hutangnya. Jumlah aktiva tetap yang semakin meningkat akan bisa dijadikan jaminan untuk memperoleh hutang Perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan *leverage* yang lebih besar dibanding struktur aktiva yang tidak fleksibel.
4. Ukuran perusahaan diprediksi berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan yang berskala besar akan mempunyai asset yang lebih

- besar sehingga bisa digunakan untuk jaminan untuk memperoleh pinjaman di bank dan hutang akan meningkat.
5. ROI diprediksi berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi akan meningkatkan sumber dana internal sehingga akan mengurangi jumlah utang. Sarjono (1993), menemukan bukti bahwa ROI berpengaruh signifikan terhadap leverage.
 6. Beban Pajak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Bunga dari hutang bisa meningkatkan penghematan pajak. Semakin besar hutang dan bunga yang dibayarkan maka akan semakin besar penghematan pajaknya.
 7. Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap ROE. Struktur modal yang optimal akan bisa mempengaruhi tingkat keuntungan bagi pemilik perusahaan. Jika penggunaan hutang perusahaan bisa menghasilkan return melebihi biaya modalnya maka hal ini akan bisa meningkatkan keuntungan bagi pemilik.
 8. Cash flow to liabilities berpengaruh signifikan terhadap ROE. Semakin tinggi cash flow to liabilities maka akan semakin besar arus kas yang bisa dijadikan jaminan dalam menutup kewajiban hutangnya. Kemampuan arus kas yang semakin meningkat akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi yang produktif sehingga akan diprediksi bisa meningkatkan keuntungan bagi pemilik.
 9. Variabilitas pendapatan berpengaruh signifikan terhadap ROE. Semakin tinggi variabilitas pendapatan maka akan semakin tinggi prosentase perubahan EPS akibat dari perubahan EBIT. Perubahan EPS yang semakin meningkat akan meningkatkan keuntungan bagi pemilik sehingga akan meningkatkan ROE.
 10. Struktur aktiva berpengaruh signifikan terhadap ROE. Struktur aktiva yang semakin fleksibel akan mempengaruhi perusahaan dalam mengelola aktiva sehingga diprediksi akan meningkatkan profitabilitas perusahaan, selanjutnya akan meningkatkan keuntungan bagi pemilik.
 11. Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap ROE. Ukuran perusahaan yang semakin besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut berkembang dan mampu menghasilkan laba. Profitabilitas perusahaan yang semakin meningkat diprediksi akan meningkatkan keuntungan bagi pemilik.

12. ROI berpengaruh signifikan terhadap ROE. Semakin tinggi ROI akan meningkatkan ROE. Kemampuan menghasilkan laba dengan aktiva yang dimiliki akan berpengaruh terhadap keuntungan bagi pemilik. Tingkat keuntungan yang semakin tinggi sangat diharapkan pemilik perusahaan.
13. Beban pajak berpengaruh signifikan terhadap ROE. Semakin tinggi pajak yang dibayarkan maka keuntungan bagi pemilik akan semakin menurun dan sebaliknya jika pajak yang dibayarkan semakin rendah maka akan meningkatkan keuntungan bagi pemilik.

Gambar 1. Kerangka Konseptual



Sumber : Diolah Peneliti

Hipotesis Penelitian

Dengan memperhatikan review terhadap penelitian terdahulu serta atas dasar landasan teori maka hipotesa penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

- H1 : Variabel cash flow to total liabilities berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.**
- H2 : Variabilitas pendapatan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.**
- H3 : Struktur Aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.**
- H4 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.**

- H5 : Return On Invesment berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.**
- H6 : Pembayaran pajak berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.**
- H7 : Struktur Modal berpengaruh positif signifikan terhadap ROE.**
- H8 : Variabel cash flow to total liabilities berpengaruh positif signifikan terhadap ROE.**
- H9 : Variabilitas pendapatan berpengaruh positif signifikan terhadap ROE.**
- H10: Struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap ROE.**
- H11: Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap ROE.**
- H12: ROI berpengaruh positif signifikan terhadap ROE.**
- H13: Beban pajak berpengaruh negatif signifikan terhadap ROE.**

METODE PENELITIAN

Sampel Penelitian

Penentuan sampel pada penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling*, yaitu metode pengambilan sampel yang tergolong dalam sampel nonprobabilitas yang pemilihannya dilakukan berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangannya di Bursa Efek Jakarta secara terus menerus per 31 Desember 2002 dan 31 Desember 2006.
2. Perusahaan yang akan dijadikan obyek penelitian adalah perusahaan penghasil produk metal yang go publik dari tahun 2002 sampai dengan tahun 2006.

Definisi Operasional Variabel

Berdasarkan identifikasi variabel tersebut diatas, selanjutnya perlu diutarakan definisi operasionalnya masing-masing dengan maksud

menjabarkan konsep masing-masing variabel sehingga dapat diukur, adapun rumusnya adalah :

a. Variabel terikat (Y)

1. Struktur Modal (Y_1) adalah perbandingan antara total hutang dengan modal sendiri.

$$\text{Struktur Modal} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

2. Return on Equity (Y_2) adalah perbandingan antara jumlah laba setelah pajak dengan modal sendiri.

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

b. Variabel bebas (X)

1. Struktur Modal (Y_1) adalah perbandingan antara total hutang dengan modal sendiri.

$$\text{Struktur Modal} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

2. Cash Flow to Total Liabilities (X_1) adalah perbandingan jumlah pendapatan sebelum bunga dan pajak (EBIT) ditambah dengan depresiasi dan amortisasi terhadap total hutang.

$$\text{CFTL} = \frac{\text{EBIT} + \text{Depresiasi} + \text{Amortisasi}}{\text{Total Hutang}} \times 100\%$$

3. Variabilitas Pendapatan (X_2) dalam perubahan laba perlembar saham sebagai akibat perubahan EBIT.

$$\text{DFL} = \frac{\% \text{ Perubahan EPS}}{\% \text{ Perubahan EBIT}} \times 100\%$$

4. Struktur Aktiva (X_3) adalah merupakan komposisi aktiva tetap bersih terhadap total aktiva.

$$\text{Struktur Aktiva} = \frac{\text{Aktiva Tetap Bersih}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

5. Ukuran Perusahaan (X_4) adalah ditunjukkan dengan melihat pertumbuhan aktiva perusahaan setiap periode.

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \frac{\text{Aktiva}_t + \text{Aktiva}_{t-1}}{\text{Aktiva}_{t-1}} \times 100\%$$

6. Return on Investment (X_5) adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan.

$$\text{Return on Investment} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

7. Pajak (X_6) adalah total beban pajak penghasilan yang dibayarkan dibagi dengan laba sebelum pajak.

$$\text{Beban Pajak} = \frac{\text{Pajak Yang Dibayar}}{\text{Laba Sebelum Pajak}} \times 100\%$$

Hasil Analisis Regresi

Tabel 2. Hasil Analisis regresi

No	Variabel	Koef. Regresi	T sta dan F sta	R ² dan DW	Hasil
1	V. Terikat: Y _i (SM)		F _{sta} = 13,9117 Sign F = 0.0000		
	V. Bebas:		Sign T	R ² = 0,8335	X ₁ , ..., X ₆ . Sig pd. level 5%
	X ₁ (CFTL)	0,212322	0.0036	DW = 2,081'	
	X ₂ (VP)	-0,499114	0.0000		
	X ₃ (SA)	1,671718	0.0010		
	X ₄ (UP)	0,879932	0.0264		
	X ₅ (RO!)	-7,717795	0.0002		
	X ₆ (BP)	0,900131	0.0000		
	Konstanta	223,0844			
2	V. Terikat: V: (ROE)		F Sta. = 7,22771 Sign F = 0.0000		
	V. Bebas:		Sign T :	R ² = 0, 81270	Y ₁ , X ₁ ...X ₅ , Sign. pada level 5%
	Y ₁ (SM)	0,061581	0.0003	DW = 1,91224	
	X ₁ (CFTL)	0,002177	0,0088		
	X ₂ (VP)	0,063005	0.0007		
	X ₃ (SA)	0,065902	0,0065		

X4 (UP)	0,044921	0,0042		
X5 (ROI)	1,625473	0.0000		
X6(BP)	-0,102381	0.0076		
Konstanta	-10,128536	0.0447		

Sumber : Data Diolah

Hasil Uji Hipotesis Dan Pembahasan

Dari persamaan (1) tersebut diatas, maka hasil regresi tersebut dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Secara simultan semua variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat (Y). Hal ini ditunjukkan dengan indikator nilai F Sign = 0.000. Dapat disimpulkan bahwa secara bersama –sama semua variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat (Y).
2. Koefisien regresi parsial variabel cash flow to total liabilities (X1) sebesar 0,2123 artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, dengan meningkatnya cash flow to total liabilities 1% maka struktur modal akan naik sebesar 0,2123% . Dengan uji t, variabel cash flow to total liabilities berpengaruh signifikan terhadap struktur modal , hal ini ditunjukkan dengan indikator p value 0.0036 lebih kecil dibanding tingkat alpha 0.05 artinya secara statistik variabel *cash flow to total liabilities* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Temuan ini mendukung hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *cash flow to total liabilities* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Berarti hipotesis pertama diterima. Koefisien regresi bertanda positif berarti hal ini mendukung teori. Secara teori semakin meningkat cash flow to total liabilities (X1) maka akan semakin meningkat hutang (Y). Berdasarkan Home (1995) dan Husnan (1994) , variabel *cash flow to total liabilities* berpengaruh positif terhadap struktur modal , berarti jika kemampuan arus kas dalam menutup beban tetap semakin besar maka perusahaan layak membiayai perusahaan dengan hutang yang besar. Disamping itu, Leibowitz dan kawan-kawan (1990) menyatakan bahwa kreditor lebih tertarik untuk melihat kestabilan dari arus kas, karena dengan adanya peningkatan hutang maka resiko bagi kreditor akan meningkat. Sukaja (1993) menemukan bahwa variabel cash flow secara parsial mempunyai pengaruh positif dan dominan terhadap perubahan struktur modal. Temuan pada perusahaan produk metal ini mendukung penelitian sebelumnya, artinya perusahaan dalam mengambil hutang memperhatikan kemampuan arus kasnya, sehingga hal ini mempunyai dampak kepada perusahaan

karena mampu memenuhi kewajiban-kewajibannya dan sangat mendukung keberhasilan perusahaan dalam jangka panjang.

3. Koefisien regresi parsial untuk variabel variabelitas pendapatan (X_2) yaitu sebesar $-0,4991$, artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, dengan meningkatnya variabelitas pendapatan 1% maka struktur modal akan turun sebesar 0,49%. Dengan uji t pada level signifikansi 5% , secara statistik variabel variabelitas pendapatan mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Temuan penelitian ini mendukung hipotesis kedua yang menyatakan bahwa variabelitas pendapatan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Berarti hipotesis kedua diterima. Koefisien regresi negatif ini sesuai dengan teori yang ada yang menyatakan bahwa jika variabelitas pendapatan meningkat maka hutang perusahaan akan menurun. Atmaja (1994) menyatakan bila perusahaan menggunakan dana yang memiliki beban tetap berarti mempunyai harapan dapat memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar dari pada beban tetapnya sehingga diharapkan bisa meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham. Variabilitas pendapatan yang tinggi menunjukkan risiko finansial perusahaan yang tinggi sehingga perusahaan akan semakin berhati- hati untuk memperoleh pinjaman karena penambahan hutang baru akan menambah beban tetap bagi perusahaan dalam bentuk bunga dan angsuran pokok
4. Koefisien regresi parsial variabel struktur aktiva (X_3) sebesar $1,671$ artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, dengan meningkatnya struktur aktiva 1% maka akan menaikkan struktur modal sebesar 1,67%. Dengan uji t, variabel struktur aktiva mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal , hal ini ditunjukkan dengan p value 0.0010 lebih kecil dibanding tingkat alpha 0.05 . Temuan penelitian ini mendukung hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini mendukung teori yang dikemukakan oleh Brigham dan Gapenski (1996). Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap semakin besar maka aktiva tetap tersebut bisa dijadikan jaminan untuk memperoleh pinjaman di bank sehingga hutang akan meningkat.
5. Koefisien regresi variabel ukuran perusahaan (X_4) sebesar $0,879$ artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, dengan meningkatnya ukuran perusahaan sebesar 1% maka akan meningkatkan struktur modal sebesar 0,87%. Dengan uji- t, variabel ukuran perusahaan

ini berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, hal ini ditunjukkan dengan indikator p value 0.0264 lebih kecil dibanding tingkat alpha 0.05. Secara statistik variabel ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan dalam menentukan struktur modal. Artinya semakin tinggi ukuran perusahaan semakin tinggi struktur modal. Hasil ini memperkuat teori yang dikemukakan oleh Awat dan Mulyadi (1996) bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin mudah untuk memperoleh hutang dalam jumlah besar. Ukuran perusahaan yang semakin besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut semakin berkembang dan mempunyai prospek bagus di masa yang akan datang sehingga akan menarik pihak kreditor untuk memberikan pinjaman. Perusahaan besar juga mempunyai hubungan yang lebih fleksibel dengan pihak kreditor. Disamping itu perusahaan besar juga mempunyai asset yang cukup untuk dijadikan jaminan dalam memperoleh pinjaman bank.

6. Koefisien regresi parsial variabel return on investment (X5) sebesar -7,717 artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, dengan meningkatnya return on investment sebesar 1% maka akan menurunkan struktur modal sebesar 7,72%. Dengan uji t, variabel ROI ini mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal, hal ini ditunjukkan dengan indikator p value 0.0002 lebih kecil dibanding tingkat alpha 0.05, artinya secara statistik, variabel ROI mempunyai pengaruh yang signifikan dalam menentukan struktur modal. Hasil ini memperkuat teori Brigham dan Gapenski (1996) bahwa perusahaan yang tingkat pengembalian investasinya tinggi secara relatif menggunakan hutang yang lebih kecil, karena perusahaan mampu menggunakan dana yang cukup melalui laba ditahan. Sarjono (1993) juga menemukan bahwa ROI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Titman (1983) menyatakan bahwa profitabilitas yang diukur dengan *operating income over sales* mempunyai hubungan yang negatif dan kuat dengan leverage. Demikian pula Sukaja (1993) menemukan bahwa variabel profitabilitas dan variabel-variabel lainnya secara simultan berpengaruh signifikan terhadap perubahan struktur modal.
7. Koefisien regresi parsial variabel pajak (X6) sebesar 0,900 artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan dengan meningkatnya pajak sebesar 1%, maka akan menaikkan struktur modalnya. Dengan uji- t variabel ini memiliki arti penting pada level 5%, artinya secara statistik variabel beban pajak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini mendukung teori yang ada, artinya sesuai dengan harapan. Home

(1995) bahwa adanya keuntungan dari penggunaan hutang dalam perusahaan karena tingkat bunga merupakan tax *deductible*. Fischer dkk (1989) menemukan bahwa tax *rate* mempunyai koefisien yang signifikan dan mempunyai tanda yang positif terhadap leverage. Hal ini juga didukung oleh Awat dan Mulyadi (1996) yang menemukan bahwa tarip pajak dan D / S rasio diharapkan mempunyai hubungan yang positif. Berarti dalam hal ini perusahaan cenderung menggunakan hutang dalam jumlah yang besar jika tarip pajaknya meningkat karena adanya penghematan pajak.

Analisis Regresi Variabel bebas Terhadap Return On Equity

Dari persamaan (2) yang diperoleh, maka hasil regresinya dapat diinterpretasikan sebagai berikut :

1. Secara simultan semua variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat (Y2). Hal ini ditunjukkan dengan indikator Sign F = 0.000. Dapat disimpulkan bahwa secara bersama –sama semua variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat (Y2).
2. Koefisien regresi parsial struktur modal (Y1) adalah sebesar 0.0615 artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, maka dengan meningkatnya struktur modal 1% akan meningkatkan *return on equity* sebesar 0,061%. Hal ini berarti bila jumlah hutang perusahaan bertambah maka tentunya hal ini akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba terhadap modal sendiri. Dengan melakukan uji- t, variabel ini penting secara statistik, artinya variabel ini berpengaruh signifikan terhadap ROE perusahaan. Temuan ini juga didukung atau diperkuat oleh teori yang dikemukakan oleh Home (1996) bahwa besar kecilnya kemampuan laba terhadap modal sendiri dipengaruhi oleh struktur modal. Disamping itu juga hasil penelitian Gale (1972) dan Hermeindito (1997) yang menemukan bahwa leverage mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap ROE perusahaan.
3. Koefisien regresi parsial CFTL (X1) adalah sebesar 0,0021 artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, dengan meningkatnya CFTL sebesar 1% maka akan meningkatkan ROE sebesar 0,002%. Hal ini menunjukkan bahwa dengan meningkatnya CFTL maka akan meningkatkan kemampuan laba perusahaan karena dengan kestabilan arus kas terhadap total hutang berarti perusahaan dapat menutupi beban tetap berupa bunga dan hutang dapat ditanggung sambil tetap berada dalam batas

keamanan keuangan yang dapat ditolerir oleh perusahaan. Hal ini diperkuat oleh hasil penelitian Beaver (1966), Platt *et al.* (1994), Hermeindito (1997), dan Machfoedz (1994), yang menemukan bahwa CFTL berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Dengan uji t, variabel ini berpengaruh signifikan terhadap ROE perusahaan. Seperti yang telah diuraikan sebelumnya bahwa hubungan antara CFTL ini positif terhadap struktur modal artinya perusahaan ini memperhatikan tingkat kemampuan arus kasnya dalam menanggung beban tetap dan hutangnya. Akibatnya perusahaan bisa menjaga kelangsungan usahanya dan mempunyai tingkat profitabilitas yang semakin bagus.

4. Koefisien regresi parsial variabilitas pendapatan (X2) adalah sebesar 0,063 artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, dengan meningkatnya variabilitas pendapatan 1%, maka akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba sebesar 0,063%. Dengan melakukan uji- t, variabel ini berpengaruh signifikan terhadap ROE, artinya variabilitas pendapatan berpengaruh signifikan terhadap ROE. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Van Home (1996), Sartono (1996), dan Atmaja (1994) yang menemukan bahwa dengan semakin meningkatnya variabilitas pendapatan yang ditunjukkan oleh perubahan laba per lembar saham (EPS) sebagai akibat perubahan EBIT maka diharapkan akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham.
5. Koefisien regresi parsial struktur aktiva (X3) adalah sebesar 0,0659 artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, dengan meningkatnya struktur aktiva 1% maka akan meningkatkan ROE sebesar 0,0659. Sedangkan berdasarkan uji- t, variabel ini berpengaruh secara signifikan terhadap ROE. Hal ini ditunjukkan oleh p value sebesar 0.0065, lebih kecil dibanding tingkat alpha 5%. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Ghoniyah (1997) yang menemukan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE. Berpengaruhnya struktur aktiva perusahaan tersebut berarti alokasi dana dari hutang ditanamkan pada aktiva tetap yang masih produktif sehingga mampu meningkatkan *asset turnover* yang tinggi dan hal ini bisa meningkatkan profitabilitas. Rasio ini merupakan perbandingan aktiva tetap bersih terhadap total aktiva dan dana dari hutang justru banyak dialokasikan pada aktiva tetap yang produktif sehingga dapat menunjang aktivitas perusahaan dalam meningkatkan profitabilitasnya.

6. Koefisien regresi parsial variabel ukuran perusahaan (X4) adalah sebesar 0,0449 artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, dengan meningkatnya ukuran perusahaan 1% maka akan meningkatkan ROE sebesar 0,0449%. Temuan penelitian ini juga didukung oleh Gale (1972) dalam karya ilmiah Hermeindito (1997) bahwa ukuran perusahaan mempunyai dampak yang positif dan signifikan terhadap ROE perusahaan. Dengan uji t, variabel ini berpengaruh signifikan terhadap ROE, hal ini ditunjukkan dengan indikator p value sebesar 0.0042 lebih kecil dibanding tingkat alpha 5%. Dana yang diperoleh dari hutang banyak ditanamkan pada aktiva yang produktif dan mampu mengembangkan usahanya sehingga ukuran perusahaan semakin besar. Semakin berkembangnya perusahaan tentunya akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba sehingga akan mampu meningkatkan keuntungan kepada pemilik.
7. Koefisien regresi parsial variabel return on investment (X5) sebesar 1,625 artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, dengan meningkatnya ROI 1% maka akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (ROE) sebesar 1,625%. Hal ini menunjukkan bahwa jika kemampuan perusahaan memperoleh laba terhadap aktiva meningkat maka akan meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham. Hal ini diperkuat oleh Home (1996) dimana besar kecilnya ROE ditentukan juga oleh ROI. Jadi semakin tinggi ROI maka ROE akan semakin tinggi. Disamping itu hasil penelitian Mandra (1995) menemukan bahwa ROI berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE. Dengan uji t, variabel ROI mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap ROE, hal ini ditunjukkan dengan indikator p value sebesar 0.000. Temuan ini mendukung teori yang ada bahwa peningkatan ROI akan meningkatkan ROE..
8. Koefisien regresi parsial variabel beban pajak (X6) adalah sebesar 0,102 artinya dengan menjaga agar semua variabel yang lain konstan, dengan meningkatnya beban pajak 1% maka akan menurunkan ROE sebesar 0,102%. Setelah dilakukan dilakukan uji t, variabel ini mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap ROE, hal ini ditunjukkan oleh indikator p value sebesar 0.0076 lebih kecil dibanding tingkat alpha 5%. Temuan penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Mandra (199P) yang menemukan bahwa beban pajak berpengaruh signifikan terhadap ROE perusahaan. Pada perusahaan produk metal ini beban pajak berpengaruh signifikan terhadap ROE. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin

besar beban pajak yang harus dibayar perusahaan maka akan semakin menurun bagian keuntungan yang akan dinikmati oleh pemilik.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini membahas variabel-variabel yang mempengaruhi Struktur Modal dan *Return on Equity* pada perusahaan penghasil produk metal yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta. Dengan menggunakan delapan perusahaan yang dijadikan sampel penelitian dan memiliki laporan keuangan 31 Desember tahun 2002 sampai dengan tahun 2006. Variabel terikat yang digunakan adalah struktur modal dan *return on equity*, sedangkan variabel bebasnya adalah *cash flow to total liabilities*, variabilitas pendapatan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, *return on investment* dan beban pajak. Penentuan variabel bebas didasarkan pada teori dan kombinasi dari penelitian terdahulu sedangkan variabel terikatnya diukur dengan rasio D / E dan laba setelah pajak / Modal Sendiri. Model analisis yang digunakan adalah Regresi Berganda Model Berulang (*Recursive Models*), yang mana regresi tersebut dilakukan dua tahap. Regresi pertama dilakukan antara struktur modal terhadap variabel variabel bebasnya, kemudian regresi kedua antara *ROE* terhadap variabel-variabel bebas termasuk variabel struktur modal. Dari persamaan-persamaan yang dihasilkan dilakukan pengujian persyaratan analisis untuk terpenuhinya asumsi klasik yang selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis. Dari hasil analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa :

1. Tahap pertama dilakukannya regresi dimaksudkan untuk mengetahui apakah variabel-variabel bebas tersebut berpengaruh signifikan secara parsial maupun simultan terhadap struktur modal. Dari hasil regresi ini diketahui bahwa secara parsial variabel *cash flow to total liabilities*, variabilitas pendapatan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, *ROE* dan pajak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan tingkat signifikansi 5%. Secara simultan variabel-variabel bebas tersebut berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada level 5%.
2. Tahap kedua regresi dimaksudkan untuk mengetahui apakah variabel-variabel bebas tersebut termasuk variabel struktur modal berpengaruh signifikan baik secara parsial maupun simultan terhadap *return on equity* perusahaan. Dari hasil regresi tersebut diketahui bahwa secara parsial variabel struktur modal, *cash flow to liabilities*, variabilitas pendapatan,

struktur aktiva, ukuran perusahaan, *ROI* dan beban pajak berpengaruh signifikan terhadap *ROE* dengan tingkat signifikansi 5%.

3. Berdasarkan nilai masing-masing koefisien determinasi : R^2 untuk persamaan pertama adalah 0.83346 artinya 83.346% variasi variabel struktur modal dijelaskan oleh variabel bebasnya, sisanya dijelaskan variabel lain diluar model dan error. Untuk persamaan kedua diperoleh R^2 sebesar 0.81270 artinya 81.270% variasi variabel *ROE* dijelaskan oleh variabel bebasnya, sedangkan sisanya dijelaskan variabel lain yang ada diluar model dan error.

Saran Bagi Pemilik dan Manajemen Perusahaan,

Struktur modal merupakan salah satu keputusan yang penting dalam perusahaan, karena dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Disatu pihak pada kondisi ekonomi yang cerah penggunaan *leverage* yang tinggi dapat meningkatkan *ROE* perusahaan. Namun pada kondisi ekonomi yang buruk, dimana tingkat suku bunga dan nilai kurs valas yang berfluktuasi maka penggunaan *leverage* yang tinggi akan meningkatkan biaya modal perusahaan. Oleh karena itu dalam rangka memutuskan penggunaan *leverage* sebaiknya:

- Perusahaan dapat mempertimbangkan arus kasnya dalam memenuhi kewajiban-kewajiban *finansialnya*
- Perusahaan harus dapat membandingkan tingkat pengembalian atas aktivitya dengan tingkat bunga yang dibayarkan sehingga dapat dilihat apakah penggunaan *leverage* tersebut dapat meningkatkan keuntungan atautkah sebaliknya.
- Sebaiknya penggunaan *leverage* lebih banyak ditanamkan pada aktiva tetap dan pada aktiva lancar yang produktif dan bisa mendorong peningkatan profitabilitas perusahaan.
- Disamping itu pula karena *return on investment* merupakan salah satu variabel yang dominan bagi *ROE* perusahaan, maka sebaiknya perusahaan dapat lebih memperhatikan kemampuan laba atas aktivitya.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A., 1998. Does The Pecking order Hypothesis explain The Dividend Payout Ratio Of Firms In The UK?, *Journal Of Business Finance & Accounting*, 25 (9) & (10), November/December, pp. 1127-1155.
- Banerjee, S., Heshmati, A., and Wihlborg, C. 2000. The Dynamics Of Capital Structure, *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance* No. 333.
- Baskin, J., 1989. An Empirical Investigation of the pecking order Hypothesis, *Financial Management*, Spring, pp. 26-35.
- Billing Sley, R. S.; Lamy, R. E. And Thompson, G. R., 1988. The Choice Among Debt, Equity, and Convertible Bonds, *The Journal Of Financial Research*, Vol. XI, No. 1, Spring, ppl. 43-55.
- Dajan, A., 1994. *Pengantar Metode Statistik*. Jilid II, Cetakan Ketujuhbelas, LP3ES, Jakarta.
- Dharma, D., 2001. *Beberapa Variabel Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Go Public di Bursa Efek Jakarta*, Tesis S2 PascaSarjana Studi Manajemen, Univ. Brawijaya, Malang.
- Djakman, C. D., dan Holomoan, G., 2001. Pengujian Pecking Order Hypothesis pada emitan di Bursa Efek Jakarta 1994 dan 1995, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 4, No. 3, September, hal. 303-313.
- Frank, M., and Goyal, F., 1999. Capital Structure: New Evidence Of Optimality and Pecking Order Theory, *American Business Review*, January, pp. 32-37.
- Husnan, S., dan Pudjiastuti, E., 1998. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 2, Cetakan Pertama, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Kaujan, 1999. *Analisis Variabel-variabel yang mempengaruhi Pertumbuhan Modal Sendiri*. Tesis S2 PascaSarjana studi Manajemen, Univ. Brawijaya, Malang.
- Masidonda, J. L.; Maski, G., dan Idrus, M. S., 2001. Analisis Variabel-Variabel Yang Mempengaruhi Struktur Pendanaan Dan Pengaruhnya Bersama Beban Bunga, Return On Asset Terhadap Rentabilitas Modal Sendiri, *TEMA*, Vol. II, No. 1, Maret, hal. 76-95.

- Mastra, I. G., 2001. *Interaksi Antara Tingkat Pertumbuhan Penjualan Di Atas Tingkat Pertumbuhan Dana Internal Terhadap Kecenderungan Pemilihan Sumber Pembiayaan*. Tesis S2 PascaSarjana Studi Manajemen, Univ. Brawijaya, Malang.
- Myers, S. C., 1984. The Capital Structure Puzzle, *Journal Of Finance*, Vol. XXXIX, No. 3, July, pp. 144-155.
- Nasutioan, S., 2002, *Metode Research (Penelitian Ilmiah)*. Cetakan Kelima, Bumi Aksara, Jakarta
- Parry, J. R. ; Rose, L. C., and Smith, D. G., 2001. Efficient Funding Of Biotechnology Firms – A Pecking Order Approach, *Departement Of Finance, Banking and Property*, Massey University, New Zealand.
- Riyanto, B., 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh, BPFE, Yogyakarta.
- Ross, S., A. ; Westerfield, R. W., and Jaffe, J., 1996. *Corporate Finance*. Fourth Edition, The McGraw – Hill Companies, Inc.
- Santoso, S. ; 2000. *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. PT Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Sartono, R. A., 2000. *Ringkasan Teori Manajemen Keuangan Soal dan Penyelesaiannya*. Edisi Ketiga, Cetakan Kdua, BPFE, Yogyakarta.
- Sheehan, R. J., and Graham, J. E., 2001. Capital Structure Choice and The New High-Tech Firm, *Proceeding of The Academy of Economics and Finance*, pp. 1-17.
- Shyam, L. – Sunder and Myers, S. C., 1994. Testing Static Trade-Off against Pecking Order Models Of Capital Structure, *NBER Working Papaer Series*, No. 4722, April, pp. 1-32.
- Stephanus, D. S., 2001. *Studi Empirik Pengaruh Konsep Pecking Order Theory Dalam Pengambilan Keputusan Pendanaan (Financing Decesion)*. Tesis S2 PascaSarjana Studi Manajemen, Univ. Brawijaya, Malang.
- Sugiyono, 2001. *Metode Penelitian Bisnis*. Cetakan Ketiga, Alfabeta, Bandung.
- Syamsudin, L., 2000. *Manajemen Keuangan Perusahaan Konsep Aplikasi Dalam : Perencanaan, Pengawasan, Dan Pengambilan Keputusan*. Edisi Baru, Cetakan Kelima, Raja Grafindo Persada, Jakarta.

- Tedjasuksmana, B., 1998. *Struktur Keuangan Pada Industri Kimia/Farmasi Yang Go Publik Di Bursa Efek Surabaya*. Tesis S2 PascaSarjana Studi Manajemen, Univ. Brawijaya, Malang.
- Uddin, N. M., 2000. *Pola Pemilihan Sumber Dana Pada Industri Manufaktur Yang Tingkat Pertumbuhan Penjualan Di Atas Tingkat Perumbuhan Internal Dalam Perspektif Teori Pecking Order*. Tesis S2 PascaSarjana Studi Manajemen, Univ. Brawijaya, Malang.
- Weston, J. F., and Brgiham, E. F., 1994. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 1, Edisi Kesembilan, Cetakan Kedua, alih Bahasa alfonsus Sirait, erlangga, Jakarta.
- Weston, J. F., and Copelanf, T. E., 1995. *Manajemen Keuangan*, Jilid 1, Edisi Kesembilan, Cetakan Pertama, Alih Bahasa Jaka Wasana dan Kirbrandoko, Birarupa Kasara, Jakarta.