

PERAN RISIKO BISNIS DALAM PENGAMBILAN KEPUTUSAN PENDANAAN PERUSAHAAN

Mahirun

Program Studi Manajemen
Fakultas Ekonomi Universitas Pekalongan
Email : mahirun@yahoo.com

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of company size, sales growth, and investment opportunity set for funding policies mediated by business risk. This study also involves asset growth variables as control variables. The object of the research is all manufacturing sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX), with observation periods ranging from 2008 to 2013 that issued R&D costs in their financial statements. The results showed that firm size had a positive and significant effect on capital structure, sales growth and asset growth had a positive but not significant effect, and the investment opportunity set had a negative and significant effect on capital structure. The effect of business risk on the capital structure is negative but not significant, while the company's size on business risk is negative but does not have a significant effect, sales growth and business risk are positive and have a significant effect, the investment opportunity set and business risks are positive and have a significant effect. The results also prove that business risk variables are not able to mediate the influence of company size, sales growth, and investment opportunity set in increasing corporate funding decisions.

Keyword: Company Size, Sales Growth, Asset Growth, Investment Opportunity Set, Business Risk, Capital Structure

Pendahuluan

Sumber dana perusahaan berasal dari 2 sumber, yaitu yang berasal dari internal dan lainnya berasal dari eksternal (Riyanto, 2011). Kedua sumber tersebut dapat digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. Keputusan pendanaan merupakan suatu kebijakan yang terkait dengan pengelolaan keuangan bagaimana menentukan komposisi hutang yang digunakan oleh perusahaan, baik itu total hutang, maupun ekuitas yang dimiliki. Seorang manajer dituntut untuk memiliki kemampuan mengelola dari sisi penghimpunan sumber dana dengan lebih efektif dan efisien. Yuke dan Hadri (2005) berpendapat bahwa keputusan

struktur modal dalam bentuk pendanaan harus mampu memperoleh modal dengan jalan meminimalkan risiko keuangan dalam bentuk biaya modal.

Arianto dan Tulus (2008) membahas struktur modal sebagai sesuatu yang sangat penting karena terkait dengan posisi keuangan perusahaan dan juga terkait dengan pengembangan usaha (ekspansi) perusahaan. Hasil usaha berupa keuntungan dengan mengutamakan kesejahteraan pemegang saham/pemilik perusahaan menjadi prioritas yang utama bagi manajer menjalankan usahanya. Harapan pemegang saham adalah mendapatkan return yang maksimal dengan mengurangi risiko pada saat

keputusan untuk membeli saham dilakukan.

Kompleksitas pengambilan keputusan pendanaan tidak selalu membahas masalah biaya dan manfaat, namun juga mempertimbangkan besar kecilnya ukuran perusahaan (*size*). Penggunaan hutang dapat menjadi alternatif bagi perusahaan yang skala besar untuk pembiayaan aktivitasnya. Van Horne dan Wachowicz (1998) dalam kajiannya mengemukakan bahwa besar dan kecilnya sebuah perusahaan mempengaruhi keputusan struktur modal, dan disisi lain kemampuan membayar hutang dapat dilihat dari rasio perusahaan yaitu likuiditas. Pecking order theory lebih jauh menemukan bahwa sumber dana internal lebih diutamakan dari pada hutang untuk perusahaan dengan posisi rasio likuiditas yang tinggi (Seftianne dan Handayani, 2011). Hal yang sama diungkapkan oleh Mardinawati (2011) yang menjelaskan bahwa tingkat likuiditas mempengaruhi pengambilan keputusan sumber pendanaan, semakin tinggi tingkat likuiditas maka pendanaan yang berasal dari hutang tidak diutamakan, meskipun hal tersebut bertentangan dengan Sabir dan Malik (2012).

Kesuma (2009) dalam kajiannya menerangkan bahwa sumber ekonomi yang dapat diandalkan untuk memberi keuntungan dimasa depan ditentukan oleh struktur aktiva. Struktur aktiva terdiri dari dua, pertama, aktiva lancar yang terdiri dari kas, investasi jangka pendek, berbagai piutang, persediaan, dan lain-lain, dan kedua, aktiva tidak lancar yang terdiri dari

investasi dengan jangka waktu yang panjang, aktiva yang sifatnya tetap dan merupakan bagian kegiatan investasi, dan aktiva tetap tak benda/tidak berwujud (Winahyuningsih dkk., 2009). Kecenderungan perusahaan kadangkala ditentukan oleh jumlah asetnya. Asset dalam jumlah yang tinggi dan dikelola sebagai jaminan hutang, seringkali menyebabkan perusahaan melakukan pinjaman untuk menambah hutang sebagai sumber modalnya.

Sumber dana yang berasal dari dengan jumlah yang tinggi mengakibatkan peningkatan risiko kebangkrutan perusahaan, sementara penggunaan aset tetap yang jumlahnya besar juga meningkatkan risiko bisnis perusahaan. Meskipun struktur aktiva dapat meningkatkan peluang untuk memperoleh hutang, namun kuantitasnya perlu diperhatikan. Kajian ini didukung oleh Sabir dan Malik (2012), namun bertentangan dengan kajiannya Kesuma (2009) yang menyatakan struktur aktiva mempunyai dampak negatif terhadap pengambilan keputusan pendanaan/struktur modal. Seftianne dan Handayani (2011) juga berpendapat bahwa kebijakan pendanaan/struktur modal tidak dipengaruhi oleh komposisi aktiva yang dimiliki.

Tujuan penelitian ini adalah menganalisis pengaruh dari variabel-variabel ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aset, set peluang investasi, dan risiko bisnis terhadap struktur modal. Tujuan lainnya adalah menguji serta menganalisis dampak dari ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, dan set

peluang investasi terhadap risiko bisnis. Sementara tujuan utama penelitian ini adalah menguji peran risiko bisnis dalam memediasi pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, dan set peluang investasi terhadap struktur modal.

Model Penelitian

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Kebijakan pendanaan (struktur modal) dalam prakteknya di putuskan dengan memperhatikan besar kecilnya ukuran dari perusahaan (Kartini dan Tulus Arianto, 2008). Peningkatan ukuran perusahaan akan diiringi oleh peningkatan kebutuhan dana yang diperlukan. Penjelasan *Trade off teory* bahwa perusahaan skala besar mempunyai risiko kebangkrutan yang kecil peluangnya dibandingkan dengan perusahaan kecil. Faktor inilah yang kemudian menyebabkan perusahaan besar mudah untuk memperoleh pinjaman. Kajian ini selaras dengan Seftianne (2011), yang menyatakan bahwa struktur modal dipengaruhi dan arahnya positif oleh ukuran perusahaan. Hasil yang lebih tegas lagi dikemukakan oleh Titman dan Wessel (1988), dan Mas'ud (2008) dengan mengemukakan besar kecilnya perusahaan memiliki dampak yang nyata dan positif terhadap pendanaan perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, hipotesis yang diajukan adalah *ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap debt to equity ratio*

Pengaruh Pertumbuhan penjualan

terhadap struktur modal

Penjualan perusahaan yang stabil dapat dijadikan sebagai daya tawar oleh perusahaan untuk memperoleh pinjaman Brigham dan Houston (2011). Hal tersebut dapat dijelaskan karena beban tetap perusahaan yang penjualannya stabil lebih dapat di kelola, ketimbang beban tetap yang menimpa perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Beban tetap itu muncul karena meningkatnya kebutuhan dana untuk mendukung penjualan. Perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi, lebih besar kebutuhannya akan dana eksternal. Zuliani (2014) menemukan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki efek yang positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sawitri dan Lestari (2015) menemukan hal yang sama dengan menjelaskan pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif serta signifikan terhadap struktur modal. Hipotesis penelitiannya adalah *Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap debt to equity ratio*

Pengaruh Pertumbuhan Aset terhadap Struktur Modal

Kegiatan operasional perusahaan dipengaruhi oleh aktiva yang dimiliki atau sering disebut asset. Dengan penggunaan asset yang besar diharapkan memperoleh pengembalian yang besar pula. Pertumbuhan aset dapat dilihat dari

Hasil operasi yang meningkat karena peningkatan penggunaan aset dapat meyakinkan pihak stakeholders terhadap perusahaan. Peningkatan ini dengan sendirinya diikuti oleh peningkatan kepercayaan kreditur

untuk menanamkan dananya pada perusahaan sehingga menambah modal perusahaan. Kepercayaan tersebut karena kreditur merasa aman dan memperoleh jaminan untuk dana yang ditanamkan, sehingga keamanan dalam investasi terjamin dengan aset milik perusahaan (Martono dan Harjito, 2013). Pengajuan hipotesisnya adalah *pertumbuhan aset berpengaruh positif terhadap debt to equity ratio*

Pengaruh Set Peluang Investasi terhadap Struktur Modal

Intangible asset yang tinggi dibandingkan dengan aset riil perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan dengan set peluang investasi yang bagus akan meningkatkan nilai perusahaan (Myres, 1997). Perusahaan yang masuk tipe ini dapat mengalami kesulitan dalam pendanaan dari utang, hal tersebut disebabkan oleh minimnya jaminan dalam bentuk aset riil. Investment opportunity set (IOS) yang tinggi juga mencerminkan tingginya risiko yang harus ditanggung kreditur/lender yang dapat meningkatkan biaya hutang (cost of debt) bagi perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan hutang. Kajian tersebut dapat menjelaskan mengapa IOS dapat mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan. Hipotesis yang diajukan adalah *Market to book value equity ratio* berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*

Pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal

Perusahaan yang mengandalkan hutang maka perusahaan meningkatkan risiko

bisnisnya, karena risiko ini muncul karena perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber modalnya. Peningkatan risiko bisnis terjadi pada saat perusahaan menambah modal dengan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar. Beban biaya meningkat akibat kebijakan pinjaman perusahaan. Semakin hutang akan meningkatkan biaya yang harus ditanggung, dengan demikian akan meningkatkan risiko bagi perusahaan. Indrajaya (2011) mengemukakan dengan jelas bahwa risiko ini memiliki pengaruh yang positif meskipun tidak signifikan terhadap pendanaan, sebaliknya Prabansari dan Kusuma (2005) menemukan risiko bisnis pengaruhnya dengan arah yang negatif signifikan terhadap pengambilan keputusan pendanaan. Berdasarkan penjelasan tersebut, diajukan hipotesis *Earning volatility* berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio*.

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko bisnis

Amiriyah (2014) menegaskan bahwa investor akan memperhatikan ukuran perusahaan pada saat menempatkan investasinya di perusahaan. Perusahaan dengan ukuran yang besar dapat dengan mudah menambah pinjaman sehingga meningkatkan jumlah utangnya. Hal tersebut dapat berimbas terhadap risiko bisnis yang dikelola perusahaan. Kemampuan perusahaan dalam pemenuhan kewajibannya di bidang pendanaan dan kemampuan membayar hutang harus menjadi kebijakan prioritas perusahaan. Pendapatan yang stabil dan biaya operasional yang

terstruktur dapat menentukan tingkat risiko bisnis suatu perusahaan, karena biaya kebangkrutan perusahaan akan linier dengan tingkat hutang perusahaan. Hipotesis untuk kajian ini adalah *ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap earning volatility*

Pengaruh pertumbuhan penjualan risiko bisnis

Laba perlembar saham merupakan tolok ukur pendapatan yang diperoleh oleh pemegang saham. Hal tersebut dapat tercapai dengan peningkatan pertumbuhan perusahaan. Peningkatan tersebut diiringi dengan peningkatan pembiayaan pada posisi sumber dana baik yang eksternal dari hutang maupun dari modal sendiri (Weston dan Copeland, 1997). Kaaro (2003) dalam kajiannya menjelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan dapat menyebabkan laba naik ataupun turun, yang pada gilirannya akan membuat penerimaan laba berfluktuatif (*earning volatility*). Hipotesis yang diajukan adalah *pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap earning volatility*.

Pengaruh set peluang investasi terhadap risiko bisnis

Kegiatan operasi perusahaan akan menimbulkan risiko bisnis yang harus dihadapi perusahaan (Tandelilin, 2010). Stabilitas pendapatan dan struktur biaya operasional akan mempengaruhi tingkat risiko bisnis. Risiko bisnis dapat pula disebabkan oleh tingkat utang yang tinggi. Sementara set peluang investasi mencerminkan tersedianya peluang untuk tumbuh

kembangnya perusahaan. IOS menjelaskan hubungan antara pengeluaran perusahaan disaat ini dan yang akan datang dengan pengembalian/return yang dapat meningkatkan dan menciptakan nilai perusahaan (Hasnawati, 2005). Sehingga dapat disimpulkan bahwa tersedianya peluang tumbuh perusahaan akan dapat meningkatkan risiko pengembalian dari tingkat investasi yang dilakukan. Hipotesisnya adalah *Market to book value equity ratio berpengaruh positif terhadap earning volatility*

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal dengan dimediasi oleh risiko bisnis

Firnanti (2011) menemukan hasil bahwa ukuran perusahaan berhubungan dengan struktur modal dengan arah yang negatif dan tidak signifikan, sedangkan hubungan antara risiko bisnis dengan struktur modal positif, dan tidak signifikan juga. Hardanti dan Gunawan (2010) dalam penelitiannya yang mengkaji bagaimana ukuran perusahaan mempengaruhi struktur modal dan memperoleh hasil positif serta signifikan, sedangkan risiko bisnis terhadap struktur modal tidak memiliki pengaruh meskipun arah hubungannya adalah negatif. Indrajaya (2011) memperoleh hasil yang mendukung, namun untuk risiko bisnis berpengaruh terhadap struktur modal secara positif namun tidak signifikan. Amiriyah dan Andayani (2014) lebih jauh mengemukakan bahwa ukuran perusahaan tidak berdampak secara nyata dan terbukti memiliki pengaruh terhadap struktur modal begitu juga dengan risiko bisnis.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut, dapat diajukan hipotesis *ukuran perusahaan berpengaruh terhadap debt to equity ratio dengan dimediasi oleh earning volatility*.

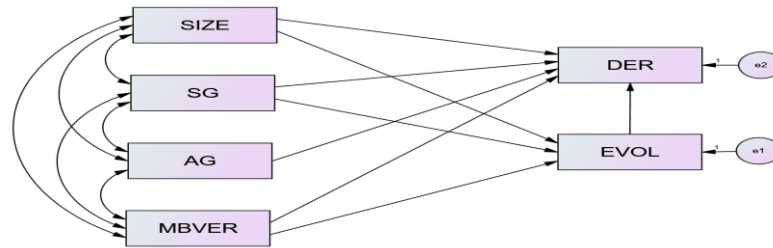
Pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal dengan dimediasi oleh risiko bisnis

Berbagai Faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan sangat bervariasi, apakah yang berasal dari internal maupun dari eksternal. Faktor eksternal diantaranya adalah kondisi pasar modal, tingkat suku bunga, dan kondisi perpolitikan sedangkan faktor internal seperti kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan, ukuran perusahaan dan kebijakan deviden yang stabil (Winahyuningsih dkk., 2011). Brigham dan Houston (2011) mengingatkan bahwa berbagai faktor tersebut antara lain, stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, risiko bisnis, tingkat tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, ukuran perusahaan dan fleksibilitas keuangan. Hipotesisnya adalah *Pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap debt to equity ratio dengan dimediasi oleh earning volatility*.

Pengaruh set peluang investasi terhadap struktur modal dengan dimediasi oleh risiko bisnis

Terestiani (2011), dalam penelitian memperoleh temuan bahwa set peluang investasi berpengaruh positif pada struktur modal. Weston dan Brigham (1985) secara teoritis menjelaskan bahwa risiko bisnis berkaitan dengan proyeksi atas tingkat pengembalian modal di masa mendatang bagi sebuah perusahaan, dengan menggunakan asumsi bahwa perusahaan tersebut tidak memiliki/menggunakan utang untuk kegiatan operasinya. Weston (1996) menilai risiko bisnis sebagai ketidakpastian atas laba di masa mendatang yang dapat dihasilkan. Risiko ini menjadi semakin tinggi, seiring dengan meningkatnya risiko kebangkrutan perusahaan karena perusahaan menggunakan utang. Ervina (2011) dan Rachmawardani (2007) menyatakan risiko bisnis dapat mempengaruhi pada struktur modal. Hipotesisnya : *Market to book value equity ratio berpengaruh terhadap debt to equity ratio dengan dimediasi oleh earning volatility*

Model penelitian empiris dapat dilihat pada gambar 1.



Gambar 1. *Empirical Model research*

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data dari ICMD yang terbit dalam kurun waktu tahun 2008-2014, dan juga dari laporan keuangan tahunan perusahaan kurun waktu 2008-2013. Perusahaan sektor manufaktur digunakan sebagai populasi, sampel diambil dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan tersebut mencantumkan pengeluaran biaya R&D dilaporan keuangannya. *Path analysis* dikembangkan oleh Sewall Wright (Ghozali, 2005) digunakan untuk dapat menjelaskan hubungan sebab akibat dari variabel-variabel dalam penelitian ini.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data perusahaan yang memenuhi syarat menjadi sampel adalah 186 perusahaan yang terdiri dari perusahaan sektor manufaktur yang mengeluarkan dana untuk kegiatan R&D, dan setelah dikurangi dengan data yang menjadi *outliers*, sehingga data bersih yang digunakan dalam proses selanjutnya adalah 142 perusahaan. nilai CR multivariate $1,665 < 2,58$, sehingga dapat dinyatakan bahwa data yang

digunakan berdistribusi normal. Hasil perhitungan dalam output SEM *Observations farthest from the centroid (mahalanobis distance)* diketahui sebesar 16,641 sebagai data yang terjauh dan yang terdekat adalah sebesar 3,544. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data tersebut tidak lebih besar dari 22,457. Hal tersebut mengisyaratkan bahwa data yang digunakan tidak terdeteksi *outlier multivariate*. Hasil uji *determinant of sampel covariance matrix* hasilnya adalah *Determinant of sample covariance matrix* sebesar 665.787,558 dan lebih besar dari 1, sehingga tidak terjadi multikolinearitas dan singularitas, sehingga estimasi selanjutnya dapat diteruskan. *Goodness-of fit* tersaji dalam lampiran 1.

Ringkasan hasil evaluasi kriteria *goodness of fit* memperoleh hasil yang sangat baik, maka model penelitian empiris ini dapat dinyatakan layak untuk menguji hipotesis.

Hasil analisis data melalui paket program Amos 19.0. tentang hasil uji path analisis dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1
Hasil uji *path analysis*

		Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
EVOL <---	MBVER	,254	,331	2,259	,024	par_11
EVOL <---	SIZE	-,035	,414	-,302	,762	par_12
EVOL <---	SG	,207	,027	2,494	,013	par_14
DER <---	AG	,038	,004	,382	,703	par_4
DER <---	SG	,101	,004	1,058	,290	par_5
DER <---	SIZE	,251	,050	2,121	,034	par_6
DER <---	EVOL	-,138	,010	-1,639	,101	par_7
DER <---	MBVER	-,362	,040	-3,166	,002	par_13

Sumber : Hasil Olah Data AMOS

Dari Tabel 1 tentang pengujian diperoleh hasil : ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang positif terhadap *debt to equity ratio* sehingga dapat diterima. Ukuran Perusahaan (*size*) adalah faktor penting sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Perusahaan besar memiliki kecenderungan untuk butuh dana dalam jumlah yang besar juga, hal tersebut karena aktivitas perusahaan juga besar. Salah satu alternatif yang diambil adalah dengan cara mengambil pinjaman (hutang). Struktur modal dalam penelitian ini dipengaruhi secara langsung oleh ukuran perusahaan. Hasil ini dukung oleh Mas'ud (2008); Seftianne dan Handayani (2011); Sabir dan Malik (2012), namun demikian hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hadiano (2008); Wijaya dan Hadiano (2008).

Hipotesis tentang pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh yang positif terhadap *debt to equity ratio* tidak dapat diterima atau ditolak. Peningkatan pertumbuhan penjualan harus

didukung oleh sumber dana yang mencukupi. Di sisi yang lain pertumbuhan penjualan akan mempengaruhi kinerja keuangan, karena dapat meningkatkan profitabilitas (Chandra, 2007). Zuliani (2014) mendukung hasil kajian ini. Hasil berbeda diperoleh dalam kajiannya Titman dan Wessel (1988) dan Mas'ud (2008) yang menjelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berdampak terhadap leverage perusahaan.

Pertumbuhan aktiva tidak memiliki pengaruh yang positif terhadap *debt to equity ratio*, sehingga hipotesis tersebut tidak dapat diterima atau ditolak. Pihak eksternal akan meningkat kepercayaannya apabila terjadi peningkatan kegiatan operasi, yang muaranya adalah peningkatan jumlah asset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan dengan peluang untuk tumbuh serta berkembang dalam melakukan investasi maka memiliki kebutuhan dana yang tinggi pula. Hal tersebut dapat dipenuhi dari sumber dana internal yang tersedia, dan juga diperoleh dari hutang sebagai pendanaan eksternal. Hasil kajian ini

mendukung penelitian yang dilakukan oleh Seftianne dan Handayani (2011) dengan hasil bahwa terdapat pengaruh di antara pertumbuhan penjualan dengan struktur modal. Sebaliknya hasil kajian ini tidak mendukung hasil kajiannya Susanti (2015) yang menunjukkan struktur modal dipengaruhi oleh pertumbuhan aset secara signifikan.

Hasil selanjutnya dari dapat diketahui bahwa *Market to book value equity ratio* berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio* dapat diterima. Myres (1997) menyampaikan tersedianya peluang investasi dalam bentuk intangible aset akan meningkatkan nilai bagi perusahaan dibandingkan pada aset riil yang dimilikinya. Keterbatasan akan utang dialami oleh perusahaan yang intangible assetnya tinggi, karena perusahaan tersebut kurang memiliki aset riil sebagai jaminan apabila keputusan berhutang dilakukan. Fitrijanti dan Jogiyanto (2002) menunjukkan hasil yang berbeda yang menyatakan bahwa variabel IOS terbukti secara nyata dan positif mempengaruhi struktur modal (*debt to equity ratio*).

Earning volatility terbukti berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*. Hal ini sesuai dengan Indrajaya dkk., (2012) yang menjelaskan risiko bisnis memiliki arah pengaruh yang positif meskipun tidak secara nyata terhadap struktur modal. Brigham dan Houston (2011) secara berbeda menjelaskan risiko ini akan meningkat seiring dengan meningkatnya hutang perusahaan kepada pihak pemberi pinjaman.

Hasil dari ukuran perusahaan terhadap *earning volatility*

berpengaruh positif tidak dapat diterima atau ditolak. Ukuran perusahaan memberikan gambaran tentang besar kecilnya risiko yang akan digunakan investor sebagai acuan investasi pada suatu perusahaan (Amiriyah, 2014). Dalam banyak contoh perusahaan besar memiliki kecenderungan untuk menggunakan pinjaman yang besar pula. Hal tersebut mengakibatkan terjadinya peningkatan risiko bisnis yang dihadapi perusahaan. Perusahaan dituntut untuk mampu menyediakan dana mencukupi guna membayar kewajiban beserta biaya bunga yang menjadi beban perusahaan.

Pertumbuhan penjualan terbukti berpengaruh positif terhadap *earning volatility* sehingga hipotesis tentang pengaruh keduanya dapat diterima. Pertumbuhan penjualan adalah manifestasi keberhasilan investasi di periode-periode sebelumnya dan dapat digunakan sebagai alat untuk memprediksi pertumbuhan masa mendatang. Pertumbuhan perusahaan dapat mempengaruhi kemampuan atau kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan mengambil kesempatan investasi di masa mendatang (Barton et al., 1989).

Hipotesis tentang *Market to book value equity ratio* berpengaruh positif terhadap *earning volatility* dapat diterima. Adam dan Goyal (2003) menjelaskan bahwa pencapaian tujuan perusahaan akan berdampak terhadap IOS. Tingkat pendapatan yang stabil dan struktur biaya operasional, dan perusahaan yang memiliki utang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko

bisnis. Set peluang investasi menggambarkan tersedianya peluang pertumbuhan perusahaan.

Pengujian mediasi variabel risiko bisnis menunjukkan hasil, *pertama*, Pengaruh SIZE terhadap DER adalah tidak melalui/dimediasi oleh EVOL, hal tersebut terjadi karena pengaruh langsungnya lebih besar dari pengaruh tidak langsung. *Kedua*, Pengaruh SG terhadap DER adalah tidak dimediasi oleh EVOL. Hipotesis yang menyatakan bahwa *earning volatility* memediasi pengaruh sales growth terhadap debt to equity ratio ditolak atau tidak dapat diterima, penyebabnya adalah pengaruh langsung sebesar 0,207 lebih tinggi dibandingkan pengaruh nilai pengaruh tidak langsungnya yang sebesar -0,029., dan *ketiga*, Nilai pengaruh langsung sebesar -0,362 lebih kecil dari -0,035 sebagai representasi dari pengaruh tidak langsung. Dengan demikian pengaruh MBVER terhadap DER adalah dimediasi oleh EVOL. Uji Sobel dilakukan untuk menguji dampak signifikan atau tidaknya fungsi mediasi ini. Hasil uji sobel tes dengan membandingkan nilai t hitung (t statistik) dengan nilai t Tabel (α , df). Diketahui nilai t hitung adalah sebesar -0.76419 dan t Tabel (5%,2) adalah sebesar 1.65581, oleh karena nilai t hitung lebih kecil dari t Tabel ($-0,76419 < 1.65881$) maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi 0,0257 adalah tidak signifikan, yang berarti tidak ada pengaruh mediasi. Dengan demikian hipotesis *earning volatility* memediasi pengaruh market to book equity ratio terhadap debt to equity ratio ditolak atau tidak dapat diterima.

Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis terhadap sampel yang menjadi obyek penelitian maka dapat ditarik simpulan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aktiva berpengaruh positif namun tidak signifikan, dan set peluang investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal adalah negative namun tidak signifikan, sementara ukuran perusahaan terhadap risiko bisnis adalah negative namun tidak berpengaruh signifikan, pertumbuhan penjualan dan risiko bisnis adalah positif dan berpengaruh signifikan, set peluang investasi dan risiko bisnis adalah positif dan berpengaruh signifikan. Hasil penelitian juga membuktikan bahwa variabel risiko bisnis tidak mampu memediasi pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, dan set peluang investasi dalam peningkatan keputusan pendanaan perusahaan.

Saran

Berdasarkan simpulan, maka saran yang dapat diberikan adalah untuk penelitian selanjutnya sebaiknya perlu dilakukan beberapa modifikasi, seperti menambah variabel bebas, menggunakan teknik pengambilan sampel yang berbeda, memperbesar jumlah sampel yang digunakan dan memperpanjang rentang waktu pengamatan, sehingga kesimpulan penelitian yang dihasilkan dapat lebih akurat dibandingkan dengan kesimpulan dari penelitian sebelumnya. Risiko

bisnis dengan menggunakan indikator earning volatility dalam penelitian ini terbukti tidak menjadi variabel mediasi pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, maupun set peluang investasi. Dengan kata lain bahwa variabel-variabel tersebut mempengaruhi struktur modal secara langsung, namun demikian untuk variabel pertumbuhan penjualan dan set peluang investasi mempengaruhi secara nyata terhadap fluktuatifnya laba perusahaan (earning volatility), sehingga antisipasi/langkah-langkah perlu diambil perusahaan agar fluktuatif laba tersebut dalam arti terjadi peningkatan laba bukan penurunan laba.

DAFTAR PUSTAKA

- Amiriyah dan Andayani, 2014. Pengaruh Kinerja Keuangan, Ukuran Perusahaan, dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi* Vol. 3 No. 1: hal. 1-15.
- Arianto, Kartini dan Tulus, 2008. Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.12,No.1: hal. 11-21.
- Brigham, E. F. dan Houston, J.F., 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jilid 1. Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Edisi Kesepuluh, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Fitrijanti, Tettet dan Jogiyanto Hartono M., 2002. Set Kesempatan Investasi: Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol. 5. No. 1: hal. 35-63.
- Firnanti, Friska, 2011. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.13, No 2. :hal. 119-128.
- Ghozali, Imam, 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Hadianto, Bram, 2008. *Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Periode 2000-2006: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order*. www.googlesearch.com
- Handianto, Bram dan M. Sienly Veronica Wijaya, 2008. Pengaruh Struktur Aktiva, Likuiditas, dan Profitabilitas terhadap struktur modal emiten 62 sektor Retel di bursa efek

- indonesia: sebuah pengujian packing order. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, Vol. & No.1.
- Indrajaya, Glenn, 2011. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007. *Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi*, No. 2: hal. 1-23.
- Kesuma, Ali, 2009. Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. Universitas Darwan Ali Sampit Kalimantan Tengah. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 11, No. 1, Maret 2009: 38-45.
- Mas'ud, Masdar, 2008. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan. *Manajemen dan Bisnis*, Volume 7, Nomor 1, Maret 2008: www.googlesearch.com
- Riyanto, B., 2011. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. Cetakan kesebelas. BPFE. Yogyakarta.
- Seftianne dan Handayani, 2011. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.13, No. 1, April 2011, Hlm. 39-56.
- Sabir, Mahvish dan Malik, Qaisar Ali, 2012. Determinan of Capital Structure – A Study of Oil and Gas Sector of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* 3 (10): 395-400.
- Sawitri, Ni Putu Y, dan Lestari, Putu V., 2015. Pengaruh Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 4, No. 5, hal. 1-14
- Titman dan Wessels, 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43
- Van Horne, James C. dan John M. Wachowicz, Jr., 1998. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Weston, J. Fred dan Copeland, Thomas E., 1997. *Manajemen Keuangan*. Volume 2. Edisi kedelapan. Alih Bahasa PT Glora Aksara Pratama. Jakarta.
- Weston, J.F., dan Brigham, E.F., 1985. *Manajemen Keuangan*. Penerjemah

Djoerban Wahid. Edisi Ketujuh. Jilid II. Penerbit Erlangga, Jakarta.

Winahyuningsih. Panca; Kertati Sumekar dan Hanar Prasetyo, 2009. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal ISSN: 1979-6889.

Yuke, Prabansari dan Hadri, kusuma, 2005. *Faktor-Faktor yang mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Go Publick yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta*. Sinergi, Edisi Khusus On Finace: hal. 1-15

Zuliani, Selly, 2014. Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, dan Tingkat Pertumbuhan Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, Vol. 3, No. 7: hal. 1-16.

Lampiran 1.

Tabel 1			
Ringkasan hasil evaluasi <i>Goodnes of fit</i> model penelitian empiris			
<i>GOODNES OF FIT INDEX</i>	<i>CUT-OFF VALUE</i>	<i>HASIL MODEL</i>	<i>KETERANGAN</i>
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2	χ^2, df, α		Nilai χ^2 dengan df 1 probabilitas 0,05 adalah 3,841. Nilai Chi-Square 0,080 adalah lebih kecil
<i>Probability</i>	$\geq 0,05$	0,770	Baik sekali
CMIN/DF	$\leq 2,00$	0,080	Baik sekali
RMSEA	$\leq 0,08$	0,000	Baik sekali
GFI	$\geq 0,90$	1,000	Baik sekali
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	$\geq 0,90$	0,996	Baik sekali
TLI	$\geq 0,95$	1,073	Baik sekali
CFI	$\geq 0,95$	1,000	Baik sekali
NFI	$\geq 0,90$	1,000	Baik sekali
Sumber : Data diolah dari hasil perhitungan SEM dari data sampel penelitian			