

REFINANCING DALAM STRUKTUR MODAL: STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Windijarto

windijarto@gmail.com

Fika Andiya

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga

ABSTRACT

Is the decision to re-use debt (refinancing) as a source of funding for manufacturing companies strengthen the relationship between profitability to the company's capital structure?. This study aims to examine whether refinancing strengthens the relationship between profitability on the capital structure. The method used in this study is multiple linear regression analysis with 559 observations on manufacturing firms listed in the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the year 2014-2018. This study's dependent variable is capital structure as measured by market leverage, the independent variable in this study is profitability, and the moderating variable is refinancing. The results indicate that profitability has a significant negative effect on capital structure, and refinancing weakens the negative effect of profitability on capital structure; that is, the negative influence of profitability on the capital structure will be weakened if the company is refinancing. Firm Size does not have a significant influence on the company's capital structure. Tangible assets have a significant positive influence on the company's capital structure. Market-to-book ratios have a significant negative influence on the company's capital structure.

Key words: profitability; refinancing; capital structure

ABSTRAK

Apakah keputusan untuk menggunakan lagi utang (*refinancing*) sebagai sumber pendanaan perusahaan manufaktur memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan?. Penelitian ini bertujuan untuk meneliti apakah *refinancing* memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap struktur permodalan. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier dengan 559 pengamatan terhadap perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2014-2018. Variabel dependen dalam studi ini adalah struktur modal yang diukur dengan *leverage* pasar, variabel independen dalam penelitian adalah profitabilitas, dan variabel moderat adalah *refinancing*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki efek negatif yang signifikan pada struktur permodalan, dan *refinancing* melemahkan efek negatif profitabilitas pada struktur modal, artinya, adanya pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal tersebut akan menjadi lemah jika perusahaan melakukan *refinancing*. Selanjutnya *firm size* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan, *tangible asset* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan, dan *market-to-book ratio* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Kata kunci: profitabilitas; refinancing; struktur modal

PENDAHULUAN

Perusahaan dalam prosesnya akan selalu menghadapi masalah pilihan keputusan struktur modal untuk pembiayaan asetnya. Keputusan struktur modal yang dimaksud adalah bagaimana perusahaan memilih komponen pendanaannya dari

beberapa alternatif pendanaan yang ada. Ketika perusahaan melakukan perubahan pada keputusan pendanaannya, tentu akan berpengaruh pada struktur modal perusahaan secara keseluruhan.

Struktur modal perusahaan mengacu pada kombinasi modal dari berbagai sumber

pendanaannya. Sebagian besar perusahaan didanai melalui campuran utang dan ekuitas, termasuk utang jangka panjang, saham biasa, dan saham preferen.

Definisi struktur modal menurut Keown *et al.* (2010:148) yaitu kombinasi dari proporsi sumber pendanaan jangka panjang perusahaan. Pendapat lain dari Pandey (2015:316), menyatakan bahwa struktur modal mengacu pada gabungan antara sumber dana jangka panjang, seperti surat utang, utang jangka panjang, modal saham preferensi, dan modal saham ekuitas termasuk cadangan dan surplus. Teori-teori terkait struktur modal dalam penentuan pilihan penggunaan pendanaan eksternal atau pendanaan internal diantaranya yaitu melalui teori pendekatan tradisional, teori *trade-off*, teori *pecking-order*, teori Modigliani-Miller, teori *signalling*, dan teori keagenan. Namun, pada penelitian ini peneliti lebih fokus pada pengujian teori *pecking-order* untuk menentukan struktur modal.

Tujuan normatif perusahaan ialah meningkatkan kemakmuran para pemegang saham melalui peningkatan nilai kekayaan perusahaan. Seperti melalui *capital gain* ataupun dengan dividen yang mana kedua hal tersebut dapat meningkatkan kekayaan *shareholders*. Cara yang dapat dilakukan salah satunya yaitu dengan menciptakan suatu kombinasi sumber dana sampai pada tingkat struktur modal optimal. Pemanfaatan dan penggunaan dana dalam pemilihan struktur modal perlu menjadi fokus penting bagi setiap perusahaan karena pendanaan yang efisien dapat dihasilkan dari penerapan struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dapat memberikan pengaruh pada kinerja perusahaan. Struktur modal yang optimal ialah struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal rata-rata, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Profitabilitas merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Profitabilitas digambarkan sebagai besarnya keuntungan yang mampu dihasilkan oleh perusahaan atas aktivitas operasional yang dijalankan

perusahaan. Salah satu tolak ukur dalam menilai keberhasilan suatu perusahaan adalah dengan menilai tingkat profitabilitas. Menurut Brigham dan Houston (2013), profitabilitas merupakan kapabilitas perusahaan dalam menghasilkan laba yang dinilai berdasarkan perhitungan penjualan total aset maupun modal sendiri.

Kebangkrutan sering kali terjadi karena banyak perusahaan tidak mampu bertahan pada kondisi tidak mencapai keuntungan yang maksimal dan menanggung kerugian secara terus menerus. Kebangkrutan dapat disebabkan karena kurang optimalnya komposisi pada struktur modal perusahaan. Komposisi struktur modal antara jumlah utang jangka panjang maupun jumlah modal sendiri harus diperhitungkan dengan tepat dan disesuaikan dengan kebutuhan sumber pendanaan jangka panjang perusahaan.

Penggunaan sumber dana yang berasal dari utang dapat menimbulkan keuntungan dan kerugian. Semakin besar proporsi utang yang digunakan perusahaan berdampak pada semakin besar beban tetap yang ditanggung. Perusahaan cenderung memiliki aset yang berumur panjang namun pendanaan eksternal memiliki jatuh tempo terbatas, sehingga perusahaan perlu memikirkan kemungkinan yang akan terjadi saat pendanaan eksternal mereka jatuh tempo sementara kondisi keuangan perusahaan sedang tidak stabil.

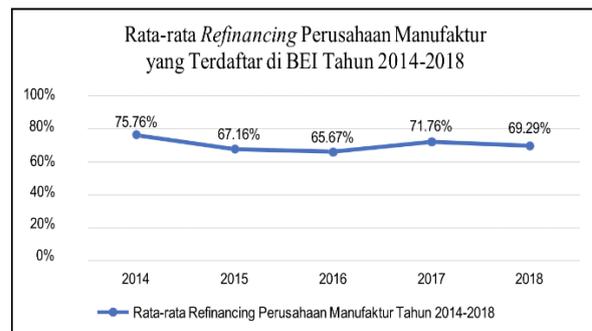
Salah satu upaya yang dapat perusahaan lakukan ketika kondisi di atas terjadi adalah dengan merestrukturisasi komposisi pendanaan jangka panjang. Salah satu cara untuk merestrukturisasi pendanaan perusahaan adalah dengan melakukan *refinancing* dengan menutupi pinjaman yang segera jatuh tempo dengan pinjaman baru dalam jangka panjang. Pendanaan ulang yang dilakukan perusahaan tidak hanya dengan melakukan pinjaman jangka panjang baru namun perusahaan juga dapat menerbitkan surat utang baru. Pembagian dividen tunai juga merupakan salah alternatif perusahaan dalam melakukan *refinancing*.

Banyak alasan yang berbeda di belakang keputusan perusahaan tertentu dalam melakukan *refinancing*, yaitu untuk menerbitkan surat utang baru (obligasi), membiayai proyek investasi baru, mendapatkan dana untuk beroperasi dalam periode pendapatan rendah, atau sekedar membiayai kembali utang yang ada (Yescombe dan Farquharson, 2018). Terlepas dari kenyataan bahwa *refinancing* utang muncul sebagai praktik perpanjangan atas tanggungan kredit perusahaan, *refinancing* dapat berpotensi mempengaruhi kedudukan *leverage* perusahaan dalam jangka panjang.

Terdapat banyak perusahaan BUMN maupun swasta yang melakukan *refinancing* dengan melakukan penerbitan obligasi sebagai sarana untuk ekspansi dan mengatasi tanggungan utang yang segera jatuh tempo. Berdasarkan data yang dirilis oleh PT Pemingkat Efek Indonesia atau Pefindo per 13 mei 2019 mencatat sebanyak 47 emiten mengajukan mandat pemingkatan untuk penerbitan obligasi mencakup beragam jenis utang dengan total nilai emisi Rp52.675 triliun. Dari beragam jenis surat utang yang diterima oleh PEFINDO, mandat terbesar datang dari penawaran umum berkelanjutan (PUB) baru Rp20.75 triliun, disusul rencana realisasi PUB obligasi sebesar Rp14.33 triliun. Selebihnya sebesar Rp6.095 triliun di antaranya merupakan mandat emisi *medium term notes* (MTN), emisi obligasi Rp3.53 triliun, dan sukuk Rp7.92 triliun.

Berdasarkan dari total nilai mandat tersebut, yang berasal dari perusahaan sektor keuangan mencapai 44,42% atau senilai Rp23.4 triliun. Perinciannya yaitu 7 emiten perbankan yang akan menerbitkan surat utang dengan total nilai Rp11.8 triliun dan emiten pembiayaan sebanyak 8 perusahaan dengan rencana emisi total Rp11.6 triliun. Selebihnya adalah dari sektor riil mencapai 32 emiten. Pefindo telah memberi sinyal akan lebih mengawasi korporasi dari sektor pembiayaan, yang mana cenderung selalu mendominasi emisi surat utang korporasi setiap tahun.

Penerbitan obligasi akan mengancam arus kas dari emiten pembiayaan dalam jangka pendek sampai menengah, sehingga menyulitkan mereka untuk bisa memenuhi kewajiban keuangan kepada kreditur atau investornya.



Gambar 1
Rata-rata Refinancing Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-2018

Sumber: Data diolah dari Laporan Tahunan Perusahaan Manufaktur di BEI

Gambar 1 merupakan grafik rata-rata perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2014 yaitu sebesar 75,76%, tahun 2015 sebesar 67,16%, tahun 2016 sebesar 65,67%, tahun 2017 sebesar 71,76%, dan pada tahun 2018 sebesar 69,29%. Berdasarkan grafik tersebut dapat diketahui rata-rata presentase *refinancing* perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2014-2018 sebesar 70% yang artinya rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia telah melakukan *refinancing* untuk melakukan pendanaan kembali pada struktur modalnya.

Penelitian yang dilakukan oleh Danis *et al.* (2014) meneliti terkait *refinancing* sebagai variabel moderasi pada pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal. *Refinancing* adalah salah satu aktivitas besar yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan secara keseluruhan. Ketika perusahaan melakukan *refinancing*, menunjukkan bahwa perusahaan sedang merestrukturisasi pendanaan perusahaan dengan melakukan

penyusunan kembali struktur modalnya sehingga perusahaan dapat mencapai tingkat struktur modal yang optimal. Aktivitas *refinancing* memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan berusaha untuk mempertahankan struktur modal yang optimal dengan menyeimbangkan biaya dan manfaat yang terkait dengan berbagai tingkat *leverage* dan ekuitas. Saat perusahaan tidak berada pada titik optimal ini, perusahaan akan merespons dengan menyeimbangkan kembali *leverage* dan ekuitas mereka ke titik optimal. Hasil dari penelitian tersebut adalah *refinancing* memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal.

Faktor-faktor lain yang menjadi fokus penelitian ini yang menjadi pendukung pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal antara lain yaitu *firm size*, *tangible assets*, dan *market-to-book ratio*. *Firm size* merupakan skala besaran suatu perusahaan. *Firm size* dihitung dengan total penjualan yang berhasil dicapai oleh perusahaan. *Tangible asset* merupakan aset berwujud jangka panjang yang diperoleh dan digunakan dalam operasional bisnis seperti gedung, tanah, peralatan kantor, dan lain-lain. Aset berwujud adalah salah satu pendorong utama untuk menjelaskan struktur modal dalam perusahaan (Charalambakis dan Psychoyios, 2012). *Market to book ratio* merupakan salah satu metode pengukuran kinerja untuk mengetahui peluang pertumbuhan perusahaan. *Market to book ratio* menunjukkan rasio perbandingan antara harga pasar per lembar saham dengan nilai buku perusahaan.

Penelitian terkait hubungan profitabilitas terhadap struktur modal dengan *refinancing* sebagai variabel moderasi masih jarang di Indonesia. Sehubungan penjelasan yang telah disampaikan sebelumnya, peneliti ingin melakukan penelitian mengenai pengaruh dari aktivitas *refinancing* perusahaan pada pengaruh besar kecilnya profitabilitas terhadap keputusan struktur modal, khususnya sekor perusahaan manufaktur

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014 hingga 2018.

Rumusan masalah adalah: (1) Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan? (2) Apakah *refinancing* memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan?

Tujuan penelitian untuk (1) menganalisis apakah profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan dan (2) menganalisis apakah *refinancing* memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan.

TINJAUAN TEORETIS

Struktur Modal

Struktur modal akan selalu dikaitkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Perusahaan cenderung menggunakan gabungan sumber-sumber dana jangka panjang dalam penentuan struktur modalnya (Keown *et al.*, 2010:148). Sansoethan dan Suryono (2016), berpendapat bahwa struktur modal merupakan perpaduan sumber pendanaan tetap dalam jangka panjang yang berasal dari utang dan modal sendiri yaitu saham biasa, saham preferen, dan laba ditahan untuk kebutuhan belanja perusahaan. Keputusan struktur modal memiliki pengaruh besar terhadap operasional perusahaan secara keseluruhan, tidak hanya memiliki pengaruh pada profitabilitas perusahaan, namun juga dapat berpengaruh pada risiko keuangan yang akan dihadapi perusahaan.

Risiko keuangan yang dimaksud adalah ketidakmampuan perusahaan untuk membayar serta melunasi tanggungan kewajibannya. Keputusan pendanaan merupakan proses pemilihan sumber dana yang digunakan sebagai pembelanjaan operasional dan perencanaan investasi dengan berbagai alternatif sumber dana yang tersedia, sehingga diperoleh suatu kombinasi pendanaan atau struktur modal paling optimal (Sudana, 2011:6). Perusahaan dengan struktur modal optimal yaitu memiliki kombinasi yang tepat dalam penggunaan modal sendiri dan utang. Kombinasi antara

utang dan ekuitas yang akan memaksimalkan harga saham merupakan pengertian dari struktur modal yang optimal (Brigham dan Houston, 2013). Perusahaan yang memiliki struktur modal yang optimal adalah perusahaan yang mampu meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan secara keseluruhan (Ross *et al.* 2010:539). Perusahaan perlu menetapkan target struktur modal yang optimal untuk meminimalisir terjadinya risiko kegagalan keuangan. Sartono (2013: 247) menjelaskan bahwa struktur modal optimal dapat diraih dengan menyeimbangkan keuntungan dari manfaat perlindungan pajak dan biaya modal sehingga efek dari penggunaan *leverage* yaitu dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penggunaan *leverage* pada suatu batas tertentu dapat menghasilkan struktur modal dengan capaian nilai perusahaan maksimal karena adanya perisai dari perlindungan pajak. Di satu sisi penggunaan *leverage* juga dapat menurunkan nilai perusahaan karena tingginya biaya modal yang menjadi tanggungan atas penggunaan utang jangka panjang dan kemungkinan adanya tanggungan biaya kebangkrutan. *Leverage* didefinisikan sebagai penggunaan aset atau sumber dana yang harus dibayar perusahaan dengan biaya tetap atau pengembalian tetap (Riyanto, 2013:375). *Leverage* keuangan mengindikasikan porsi atas penggunaan utang untuk pembiayaan investasi perusahaan. Dengan demikian *leverage* menyiratkan penggunaan biaya tetap dalam upaya untuk meningkatkan profitabilitas. Banyaknya jumlah utang yang menjadi tanggungan perusahaan mencerminkan semakin besarnya tingkat *leverage* yang dimiliki dan semakin besar pula kemungkinan perusahaan menghadapi risiko bisnis.

Pengukuran besaran penggunaan utang perusahaan diukur dengan menggunakan rasio *leverage*. Ukuran keputusan struktur modal yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio *market leverage* yang dihitung dengan rumus:

$$MLV_{it} = \frac{Total\ Debt_{it}}{Total\ Debt_{it} + MV\ of\ Equity_{it}}$$

Pecking-Order Theory

Teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan akan lebih mengutamakan pendanaan internal terlebih dulu daripada pendanaan eksternal. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang lebih tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih rendah.

Teori *pecking order* menunjukkan bahwa biaya pendanaan menentukan pilihan keuangan perusahaan. Terdapat tiga sumber utama dana suatu perusahaan yaitu laba ditahan, utang, dan ekuitas. Perusahaan lebih suka membiayai proyek dari arus kas yang dihasilkan secara internal yaitu laba ditahan. Ketika sumber dana ini habis, mereka selanjutnya beralih ke utang, dan ekuitas tambahan dengan penerbitan sekuritas yang akan dikeluarkan hanya jika utang tidak cukup untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan. Menerbitkan sekuritas baru adalah sumber pembiayaan yang paling mahal karena mencakup asimetri informasi antara manajer, pemegang saham yang ada, dan pemegang saham baru yang potensial. Oleh karena itu, teori *pecking order* menunjukkan bahwa perusahaan yang menguntungkan akan memiliki laba ditahan yang lebih besar, sehingga *leverage* akan menjadi lebih sedikit, sedangkan perusahaan yang tidak menguntungkan akan memiliki rasio *leverage* yang lebih tinggi. Akibatnya, terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan profitabilitas.

Perusahaan tentu mempunyai urutan-urutan preferensi dalam penggunaan dana. Skenario urutan dalam teori *pecking order* ditetapkan sebagai berikut:

1. Perusahaan akan memilih dana internal yang diperoleh dari laba yang dihasilkan dari aktivitas perusahaan.
2. Perusahaan menggunakan *debt ratio* untuk dasar pada perkiraan kesempatan investasi.

3. Kebijakan pembayaran dividen akan cenderung konstan.
4. Apabila pandangan eksternal diperlukan, perusahaan akan memilih mengeluarkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu. Apabila memerlukan pendanaan dari luar lebih banyak maka akan mengikuti urutan sesuai pendanaan *pecking-order*.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Keputusan Struktur Modal

Profitabilitas merupakan salah satu tolak ukur keberhasilan perusahaan. Profitabilitas juga dapat menjadi suatu acuan untuk melihat prospek perusahaan mendatang. Analisis profitabilitas bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Menurut Sudana (2011: 25), profitabilitas menunjukkan adanya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan diantaranya seperti aset, modal, atau penjualan perusahaan.

Perusahaan yang baik adalah perusahaan yang dapat menikmati margin laba yang tinggi dan menghasilkan keuntungan untuk para pemangku kepentingan. Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan, seperti aset, modal atau penjualan perusahaan. Menurut Gulamhussen dan Santa (2015) dari beberapa pengukuran profitabilitas yang ada, *Return on Assets* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE) adalah pengukuran yang paling menonjol bila dilihat dari segi kemungkinan spesifikasinya. Namun dalam penelitian ini peneliti menggunakan rasio *basic earning power* (BEP).

Rasio BEP mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak dengan menggunakan total aset yang dimiliki oleh perusahaan.

$$BEP_{it} = \frac{\text{Earning After Tax}_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

Profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan. Profitabilitas merupakan salah satu tolak ukur efektivitas bisnis perusahaan dalam menghasilkan laba. Perusahaan yang memiliki laba yang tinggi cenderung memiliki tingkat *leverage* yang rendah. Profitabilitas dapat menggambarkan besarnya keuntungan yang diperoleh perusahaan atas kegiatan usaha yang dijalankan perusahaan. Tingginya tingkat profitabilitas yang dihasilkan perusahaan dapat dimanfaatkan sebagai sumber pendanaan, maka modal yang bersumber dari utang akan menjadi alternatif terakhir bagi perusahaan.

Perubahan dalam profitabilitas perusahaan tentu saja akan berpengaruh terhadap keputusan pendanaan perusahaan dalam menentukan struktur modalnya. Keteraturan struktur modal empiris yang paling luas adalah hubungan terbalik antara penggunaan utang dan profitabilitas. Menurut teori *pecking-order*, perusahaan yang mempunyai tingkat laba yang lebih tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan yang profitabilitas tinggi maka memiliki sumber dana internal yang banyak atau berlimpah. Dalam teori *pecking-order* tersebut, tidak terdapat adanya struktur modal yang optimal.

Damayanti (2013) dalam riset yang dilakukan menunjukkan hasil bahwa faktor profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Demikian pula riset yang dilakukan oleh Wimelda dan Marlinah (2013) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap struktur modal.

Dengan demikian berdasarkan riset tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah:

H_1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Efek Moderasi *Refinancing* pada Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Refinancing adalah kegiatan pembiayaan kembali pendanaan perusahaan. *Refinancing* merupakan salah cara yang dapat dilakukan untuk menjaga keberlanjutan operasional perusahaan dengan melakukan restrukturisasi pendanaan. Perusahaan akan melakukan *refinancing* ketika nilai perusahaan terlalu rendah sementara *leverage* terlalu tinggi (Danis *et al.*, 2014). *Refinancing* selalu muncul sebagai praktik perpanjangan dan tentu berpotensi mempengaruhi kedudukan *leverage* perusahaan dalam jangka panjang.

Salah satu tujuan *refinancing* yaitu meningkatkan utang perusahaan yang berarti juga dapat mengurangi beban pajak perusahaan serta memberikan tambahan modal untuk investasi dalam proyek-proyek baru perusahaan (Yescombe dan Farquharson, 2018:422). *Refinancing* dapat dilakukan dengan pembayaran utang lama yang dibayar utang baru yang diperoleh dari pemberi pinjaman lain (Yescombe dan Farquharson, 2018). Terdapat beberapa alasan berbeda dibalik keputusan perusahaan untuk menerbitkan utang baru diantaranya yaitu membiayai proyek untuk melakukan investasi baru, mendapatkan dana untuk beroperasi dalam periode pendapatan rendah, atau sekadar membiayai kembali utang yang ada.

Penelitian ini menggunakan perubahan *leverage* untuk mendefinisikan peristiwa *refinancing*. Perusahaan yang memilih untuk *refinancing* berpotensi dapat mempengaruhi *leverage* dan keputusan struktur modal perusahaan-perusahaan dalam jangka panjang. Perusahaan yang melakukan *refinancing* melalui penerbitan utang, pembayaran dividen tunai, dan pembelian kembali ekuitas yang lebih besar. Prediksi empiris peneliti adalah perusahaan yang melakukan *refinancing* memiliki profitabilitas dan *leverage* yang lebih tinggi. Dalam penelitian ini *refinancing* digambarkan dengan dua kriteria. Pertama, saat perusahaan melakukan penerbitan utang jangka panjang maupun obligasi. Kedua, saat perusahaan melakukan pembagian dividen secara tunai.

Peneliti ini menggunakan variabel *dummy* untuk mengklasifikasikan kriteria *refinancing* sebagai berikut:

D = 1 untuk kategori perusahaan yang melakukan *refinancing*.

D = 0 untuk kategori perusahaan yang tidak melakukan *refinancing*

Profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*. Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal dapat dipengaruhi oleh aktivitas *refinancing*. Ketika perusahaan melakukan *refinancing*, menunjukkan bahwa perusahaan melakukan penyusunan kembali struktur modalnya. Perusahaan dapat memilih untuk meningkatkan *leverage* atau mengurangi ekuitas. Penyesuaian tersebut diharapkan dapat mencapai pada tingkat struktur modal optimal yang diharapkan perusahaan. Hal ini diharapkan mampu membawa pengaruh positif atas peningkatan profitabilitas yang sejalan dengan peningkatan *leverage* perusahaan.

Ketika terjadi peningkatan profitabilitas setelah aktivitas *refinancing* maka hal ini juga sejalan dengan pencapaian struktur modal yang optimal sehingga aktivitas *refinancing* dapat memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal. Perusahaan berusaha untuk mempertahankan struktur modal yang optimal dengan menyeimbangkan adanya biaya dan manfaat yang terkait dengan berbagai tingkat *leverage* keuangan perusahaan.

Ketika perusahaan tidak berada pada titik optimal ini, perusahaan akan merespons dengan merestrukturisasi *leverage* mereka sampai pada tingkat optimal. Dengan demikian, *refinancing* memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan.

Keberlanjutan atas operasional perusahaan dapat dilakukan melalui kegiatan *refinancing* yaitu dengan melakukan restrukturisasi atas pendanaan perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan aktivitas *refinancing* maka dapat mempengaruhi *leverage* dan pengambilan keputusan struktur modal perusahaan untuk periode jangka

panjang. Faktor profitabilitas tersebut mempunyai pengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan, dengan kata lain adanya pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan dipengaruhi *refinancing*. Saat perusahaan melakukan *refinancing*, ini menunjukkan kondisi perusahaan sedang menetapkan penyusunan kembali atas struktur modalnya.

Berdasarkan landasan teori, maka hipotesis yang diajukan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₂: *Refinancing* memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal.

Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Keputusan Struktur Modal

Firms size

Firms size (ukuran perusahaan) merupakan gambaran skala perusahaan. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan total penjualan yang berhasil dicapai oleh perusahaan. Semakin besar total penjualan perusahaan maka akan semakin besar pula kebutuhan operasional perusahaan. Besaran *firm size* berbanding lurus dengan kepercayaan kreditur maupun investor dalam menanamkan modalnya, karena semakin besar nilai perusahaan dipandang memiliki kemampuan lebih untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Firm size dalam penelitian ini dapat diukur dengan logaritma natural total aset dengan rumus:

$$\text{Size}_{it-1} = \text{Ln}(\text{Total Sales})_{it}$$

Tangible asset

Tangible asset merupakan aset berwujud dengan keberadaan wujud jangka panjang yang diperoleh dan digunakan dalam operasional bisnis. *Tangible asset* yang dimiliki suatu perusahaan dapat dijadikan sebagai jaminan untuk memperoleh pinjaman dari kreditur. *Tangible asset* dapat lebih mudah dijual untuk mendapatkan uang tunai secara cepat dalam kondisi darurat. Aset berwujud umumnya lebih

likuid daripada aset tidak berwujud. Aset berwujud memiliki nilai pasar yang lebih tinggi, dan dalam kasus kebangkrutan, dapat dengan cepat dan mudah dijual. Selain itu, kepemilikan aset berwujud harus memberi perusahaan jaminan peningkatan kapasitas utang. Aset berwujud adalah salah satu pendorong utama untuk menjelaskan struktur modal dalam perusahaan (Charalambakis dan Psychoyios, 2012). Komposisi aset berwujud sangat penting untuk menjelaskan tingkat utang dalam perusahaan (Giambona *et al.*, 2014). Dalam penelitian ini, aset berwujud dihitung dengan rumus:

$$TA_{i,t} = \frac{\text{Fixed Asset}_{i,t}}{\text{Total Asset}_{i,t}}$$

Market to book

Peluang pertumbuhan perusahaan dapat diukur dengan salah satu metode pengukuran kinerja yaitu *market to book ratio*. Kinerja perusahaan berdasarkan penilaian masyarakat umum dapat dilihat dari cerminan nilai pasar dari per lembar sahamnya karena nilai pasar pada kurun waktu tertentu dapat dipengaruhi oleh berbagai aktivitas pasar. Nilai pasar yaitu harga yang menurut pasar mencerminkan nilai suatu perusahaan diperoleh dari harga saham saat ini dari semua saham yang beredar. Nilai buku adalah jumlah yang akan dibiarkan jika perusahaan melikuidasi semua asetnya dan melunasi semua kewajibannya. Nilai buku sama dengan aset bersih perusahaan dan berasal dari neraca. *Market to book ratio* biasanya digunakan oleh investor untuk menunjukkan persepsi pasar tentang nilai saham tertentu.

Ketika perusahaan memiliki *market to book ratio* yang bernilai tinggi, maka berdampak pada penilaian investor terhadap nilai buku perusahaan akan menjadi semakin baik. Perusahaan dengan rasio *market to book* yang lebih tinggi, rata-rata memiliki laba yang lebih tinggi dan memiliki *leverage* lebih rendah. Rasio *market to book* dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan penjumlahan dari *market value of equity* (MVE) dan *total debt* dibagi *total*

asset. Rumus tersebut dituliskan sebagai berikut:

$$MTB_{i,t} = \frac{MVE_{i,t} + Debt_{i,t}}{Total\ Asset_{i,t}}$$

Penelitian terdahulu

Penelitian terdahulu yang dijadikan acuan di dalam penelitian ini adalah penelitian oleh Danis *et al.* (2014). Tujuan dari penelitian yang dilakukan oleh Danis *et al.* (2014) adalah untuk meninjau kembali teka-teki bahwa *leverage* berkorelasi negatif dengan profitabilitas. Variabel dependen dalam penelitian tersebut ialah struktur modal yang dinilai menggunakan *market leverage*. Variabel independen dalam penelitian tersebut ialah profitabilitas dan variabel moderasinya ialah *refinancing*. Peneliti mendapatkan hasil bahwa pada saat perusahaan berada pada atau dekat dengan level *leverage* yang optimal, korelasi *cross-sectional* antara profitabilitas dan *leverage* ialah positif. Selain pada waktu itu, yaitu negatif. Hasil ini konsisten dengan model *trade-off* yang dinamis di mana penyeimbangan struktur modal yang jarang terjadi adalah optimal. Rangkaian waktu *leverage* pasar dan profitabilitas di kuartal sebelum peristiwa penyeimbangan kembali cocok dengan pola yang diprediksi.

DeAngelo *et al.* (2011) mengestimasi model struktur modal yang dan menemukan bahwa model tersebut mereplikasi *leverage* industri dengan sangat baik, selanjutnya menjelaskan penerbitan utang/pembayaran kembali lebih baik daripada model *tradeoff*. Hasil penelitian menghasilkan rasio *leverage* dengan rata-rata kecepatan penyesuaian yang lambat ke target, yang diredam bergerak menjauh dari target, dan bukan biaya penerbitan utang. Banyak perusahaan memiliki *leverage* tinggi dan rendah pada waktu yang berbeda, tetapi sedikit yang mempertahankan rasio utang terhadap aset secara konsisten di atas 0,500. (DeAngelo dan Roll, 2014).

Peneliti menyusun dan melaksanakan tes baru dari teori *trade-off* struktur modal,

khususnya, teori-teori dinamis dimana biaya penerbitan utang menyebabkan sedikitnya perubahan terhadap struktur modal. Peneliti mengembangkan kriteria untuk mengisolasi perusahaan yang berada pada struktur modal optimal mereka.

Hasil ini adalah berita baik untuk kelas teori *trade-off* di mana arus kas dan penyesuaian *leverage* jarang terjadi. Pada waktu-waktu tertentu perusahaan membiayai kembali, perusahaan-perusahaan yang menguntungkan benar-benar menginginkan *leverage* yang lebih tinggi untuk melindungi arus kas besar mereka dari pajak. Hasil ini penting karena ada bukti sebuah korelasi positif antara profitabilitas dan *leverage* sangat kurang dalam literatur.

Peneliti juga menemukan bahwa peristiwa-peristiwa *refinancing* ini, meskipun tidak sering *refinancing* menyumbang sebagian besar dari total penerbitan utang. Penelitian ini juga mengamati hubungan teori *trade-off* dengan *refinancing* yang jarang relevan terhadap sebagian besar keputusan *leverage* yang diamati. Penelitian lain tentang *refinancing* juga dilakukan oleh Dudley dan Yin (2018) yang memeriksa perubahan dalam struktur utang ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Pada titik waktu ini, perusahaan melakukan *refinancing* dan mengalami perubahan substansial dalam struktur keuangannya. Forte dan Pe~na (2010), banyak perusahaan memilih untuk membiayai kembali utangnya.

Model Analisis

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan analisis regresi linier berganda dengan 2 modal analisis, yaitu sebagai berikut:

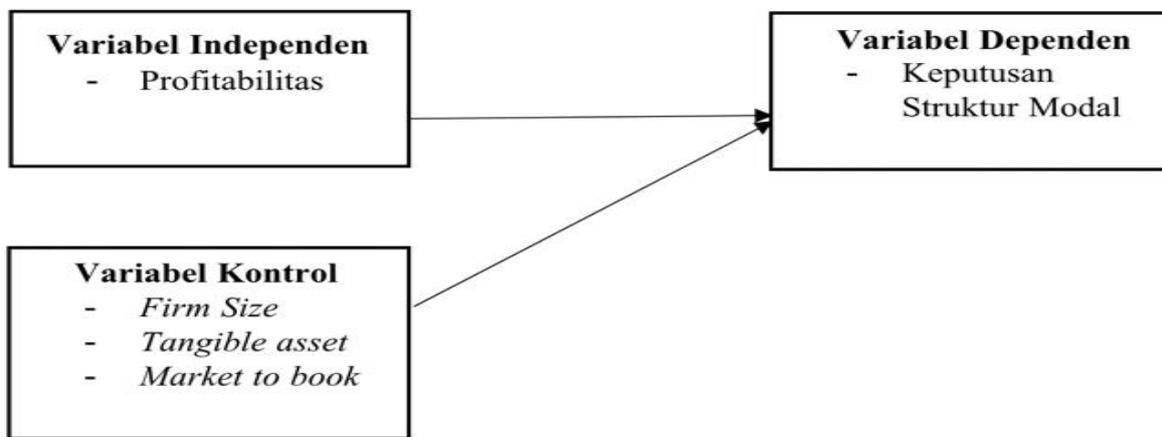
1. $MLV_{it} = \alpha + \beta_1 BEP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TA_{it} + \beta_4 MTB_{it} + e_{it}$
2. $MLV_{it} = \alpha + \beta_1 BEP_{it} + \beta_2 REF_{it} + \beta_3 BEP_{it} * REF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 TA_{it} + \beta_6 MTB_{it} + e_{it}$

Penjelasan Model:

MLV _{it}	: <i>market leverage</i> perusahaan i pada periode t	BEP _{it}	: <i>basic earning power</i> perusahaan i pada periode t
A	: konstanta	Size _{it}	: <i>firm size</i> perusahaan i pada periode t
$\beta_1 \dots \beta_6$: koefisien regresi	TA _{it}	: <i>tangible asset</i> perusahaan i pada periode t
e _{it}	: <i>standard error</i>	MTB _{it}	: <i>market to book</i> perusahaan i pada periode t
REF _{it}	: <i>refinancing</i> perusahaan i pada periode t		

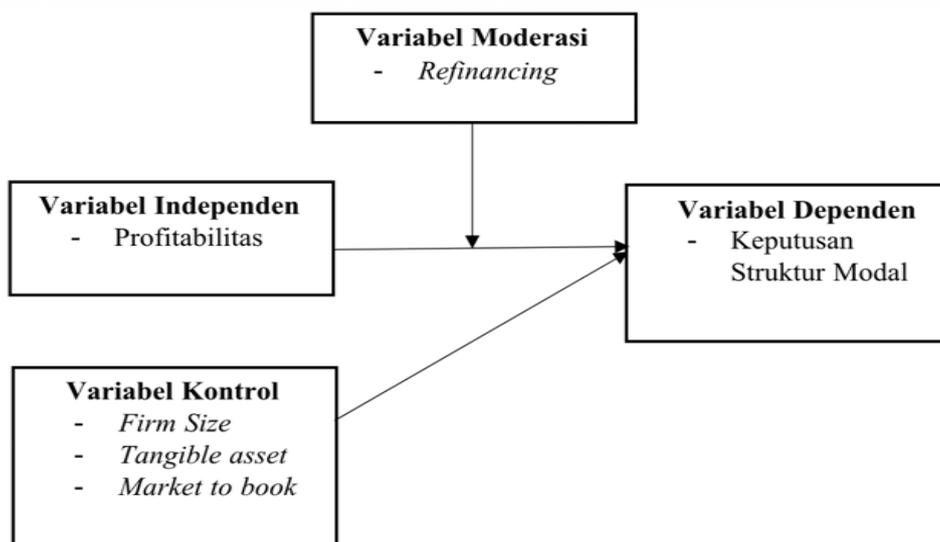
Rerangka Berfikir

Model Analisis 1:



Gambar 2
Rerangka Berpikir Model Analisis 1

Model Analisis 2:



Gambar 3
Rerangka Berpikir Model Analisis 2

METODE PENELITIAN

Sampel yang digunakan diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2014-2018. Sampel-sampel tersebut dapat diperoleh dari laporan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang dapat diakses melalui situs resmi website (www.idx.co.id), perusahaan sampel dan artikel-artikel lain untuk melengkapi data. Adapun penentuan sampel dilakukan dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan sampel pada penelitian adalah perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Indonesia pada periode 2014-2018.
2. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan dan laporan tahunan disertai data yang lengkap terkait variabel-variabel yang akan digunakan dalam penelitian pada periode 2014-2018.
3. Perusahaan sampel dengan laporan keuangan bernilai mata uang USD akan dikonversikan terlebih dulu sesuai kurs yang berlaku di tahun tersebut. Peneliti mengkonversikan kurs USD terhadap IDR tahun 2014 yaitu IDR 12.440, tahun 2015 yaitu IDR 13.795, tahun 2016 yaitu IDR 13.436, tahun 2017 yaitu IDR 13.548, dan tahun 2018 yaitu IDR 14.481.

Definisi Operasional Variabel

Berdasarkan dari variabel-variabel yang telah disebutkan di atas, maka dapat dijelaskan definisi untuk masing-masing variabel operasional adalah sebagai berikut:

1. Struktur modal adalah kombinasi penggunaan antara utang dan ekuitas dalam mendanai aset perusahaan. Dalam penelitian ini, struktur modal diukur menggunakan rasio *market leverage* (MLV).
2. *Refinancing* adalah aktivitas pendanaan kembali struktur modal dengan melakukan restrukturisasi keuangan perusahaan. Dalam penelitian ini *refinancing* diukur dengan variabel *dummy* dimana bernilai 1 apabila perusahaan melakukan

refinancing dan bernilai 0 apabila perusahaan tidak melakukan *refinancing*.

3. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan. Dalam penelitian ini, profitabilitas diukur menggunakan rasio *basic earning power* (BEP)
4. *Firm size* adalah suatu ukuran skala yang menunjukkan besar kecilnya kekayaan perusahaan yang diukur dengan logaritma natural total aset perusahaan.
5. *Tangible asset* adalah aset tetap berwujud yang dimiliki perusahaan.
6. *Market to book ratio* adalah rasio yang mengukur peluang pertumbuhan perusahaan. Dalam penelitian ini, *market to book ratio*.

Teknik Analisis

Tahap-tahap yang dilakukan dalam teknik analisis penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Mengumpulkan data yang diperlukan dalam penelitian.
2. Menghitung nilai dari variabel-variabel yang digunakan dalam model penelitian.
3. Melakukan uji t untuk mengetahui pengaruh koefisien variabel independen dan variabel kontrol secara parsial terhadap variabel dependen.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik Penelitian

Deskripsi statistik variabel yang meliputi nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata tiap variabel, dan standar deviasi tiap variabel ditunjukkan pada tabel 1. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diukur dengan menggunakan rasio *market leverage*. Variabel independen dalam penelitian ini adalah profitabilitas yang diukur dengan menggunakan rasio *Basic Earning Power* (BEP) dan variabel moderasi dalam penelitian ini adalah *refinancing*. Variabel kontrol pada penelitian ini terdiri atas *firm size*, (SIZE),

tangible asset (TA), dan rasio *market-to-book* (MTB).

Berdasarkan pada Tabel 1 dapat diketahui bahwa struktur modal perusahaan yang diukur menggunakan rasio *market leverage* (MLV) sesuai dengan persamaan 2.1. *Market leverage* menggambarkan proporsi penggunaan *leverage* perusahaan untuk membiayai aset tetapnya berdasarkan penilaian pelaku pasar. Struktur modal

perusahaan memiliki rata-rata sebesar 0,384556 yang menunjukkan bahwa rata-rata penggunaan *leverage* perusahaan adalah sebesar 38,46%.

Nilai maksimum MLV sebesar 0,9938 menunjukkan bahwa *leverage* tertinggi perusahaan sebesar 99,4% dan nilai minimum MLV sebesar 0,0001 menunjukkan bahwa perusahaan memiliki *leverage* terendah sebesar 0,01%.

Tabel 1
Deskripsi Statistik Variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.Deviation
MLV	559	0.0001	0.9938	0.384556	0.3006468
BEP ^a	559	-0.3021	0.7595	0.77584	0.1093776
REF	559	0	1	0.71	0.454
SIZE	559	18.8686	33.1083	28.414264	1.7605648
TA	559	0.0166	1.0000	0.414912	0.2228594
MTB	559	0.0045	22.5594	1.245640	2.5332369

a = Variabel dummy

Sumber: Data hasil output SPSS 23

Variabel profitabilitas diukur dengan rasio *basic earning power* (BEP) sesuai dengan persamaan 2.3. Rasio BEP menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak menggunakan total aset yang dimiliki perusahaan. Nilai BEP memiliki nilai rata-rata sebesar 0,77584 yang menunjukkan bahwa rata-rata profitabilitas yang dihasilkan perusahaan adalah sebesar 77,58%. Nilai maksimum profitabilitas perusahaan sebesar 0,7595 menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba tertinggi adalah sebesar 75,95% dari total aset yang dimiliki perusahaan. Nilai minimum sebesar -0,3021 menunjukkan bahwa rugi terendah perusahaan mencapai -30,21%.

Variabel *refinancing* (REF) menunjukkan perusahaan yang melakukan pembiayaan kembali pada struktur modalnya. REF merupakan variabel *dummy* dengan nilai 1 dan 0 untuk perusahaan yang memenuhi kriteria. Nilai *refinancing* sebesar 1 menunjukkan perusahaan yang melakukan aktivitas *refinancing* berdasarkan kriteria yang

telah ditetapkan (2.2). Nilai minimum sebesar 0 menunjukkan perusahaan yang tidak melakukan aktivitas *refinancing* berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan (2.2).

Variabel *firm size* (SIZE) mencerminkan besaran ukuran perusahaan yang diukur dengan menggunakan logaritma *total sales* memiliki nilai rata-rata sebesar 28,4143 dengan standar deviasi sebesar 1,7606. Nilai maksimum sebesar 33,1083 dan nilai minimum sebesar 18,8686. Variabel *tangible asset* (TA) menunjukkan proporsi penggunaan aset tetap berwujud dengan total aset yang dimiliki suatu perusahaan. TA memiliki nilai rata-rata sebesar 0,4149 dengan standar deviasi sebesar 0,2229. Nilai maksimum sebesar 3,1413 dan nilai minimum sebesar 0,0166.

Variabel *market to book* (MTB) mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan dimasa depan. Rasio MTB memiliki nilai rata-rata sebesar 1,2456 dengan standar deviasi sebesar 2,5332. Nilai maksimum sebesar 22,5594 dan nilai minimum sebesar 0,0045.

Pengujian Asumsi Klasik

Berikut merupakan hasil dan analisis pengujian asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas:

1. Uji Normalitas

Uji normalitas merupakan penilaian untuk mengetahui apakah dalam model regresi, variabel residual terdistribusi secara normal atau tidak. Penelitian ini menggunakan grafik *probability plot*. Data terdistribusi normal apabila data berada di dekat dan searah dengan garis diagonal, maka model regresi telah memenuhi asumsi normalitas (Ghozali, 2018). Hasil pengujian pada model 1 dan 2 menunjukkan data menyebar di sekitar garis diagonal dan arah penyebaran data mengikuti garis diagonal, maka model regresi dalam penelitian ini telah memenuhi asumsi normalitas.

2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas merupakan penilaian untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Model regresi dianggap baik apabila tidak terjadi korelasi di antara variabel independen (Ghozali 2018). Gejala multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan nilai VIF. Apabila nilai *tolerance* lebih dari 0,10 dan nilai VIF kurang dari 10, maka tidak terjadi gejala multikolinearitas dalam model regresi. Hasil pengujian dalam model 1 dan model 2 menunjukkan nilai *tolerance* lebih dari 0,10 dan nilai VIF kurang dari 10, maka dapat dikatakan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas dalam kedua model regresi.

3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan penilaian untuk mengetahui apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu periode $t-1$ (Ghozali, 2018). Apabila terdapat kesalahan pengganggu, maka model regresi memiliki

masalah autokorelasi. Penelitian ini mengamati uji *Durbin-Watson* untuk melihat adanya gejala autokorelasi. Model regresi dikatakan terbebas dari autokorelasi apabila nilai *Durbin-Watson* berada di antara $-2 \leq DW \leq +2$. Berdasarkan hasil olah data, nilai *Durbin-Watson* pada model 1 sebesar 0,728, sehingga tidak terjadi masalah autokorelasi dalam model 1 (tanpa moderasi). Nilai *Durbin-Watson* pada model 2 sebesar 0,760 sehingga tidak terjadi masalah autokorelasi dalam model 2 (dengan moderasi).

4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas merupakan penilaian untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya dengan melihat grafik *scatterplot* antara nilai prediksi variabel dependen, yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID (Ghozali, 2018). Dari hasil pengujian model regresi 1 dan 2 memperlihatkan bahwa tidak membentuk pola-pola tertentu dan titik-titik menyebar secara acak di atas maupun di bawah angka nol pada sumbu Y, sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas dalam penelitian ini.

Analisis Hasil Penelitian

Hasil analisis dan pengujian hipotesis regresi linear berganda dipaparkan pada Tabel 2. Terdapat 2 model analisis yang dipaparkan. Model 1 menunjukkan hasil pengujian hipotesis dan analisis regresi linier berganda tanpa variabel moderasi *refinancing*, sedangkan model 2 menunjukkan hasil analisis dan pengujian hipotesis regresi linier berganda dengan variabel moderasi *refinancing*.

Berdasarkan Tabel 2, hasil analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan memiliki nilai koefisien regresi negatif dengan nilai signifikansi pada model 1 dan model 2 sebesar 0,001 dan 0,001 yang berada di bawah level of significant (α) 1% pada struktur modal perusahaan, sehingga H_0

ditolak dan H_1 diterima. Hasil tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap

struktur modal yang artinya perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi memiliki struktur modalnya yang rendah.

Tabel 2
Hasil Analisa Regresi

Variabel Independen	Struktur Modal (MVL)	
	Model 1	Model 2
(Konstanta)	0.622** (0.001)	0.513*** (0.008)
BEP	-0.456*** (0.001)	-0.741*** (0.001)
REF	-	-0.139*** 0.000
REF_BEP	-	0.571** (0.037)
SIZE	-0.008 (0.825)	0.000 (0.954)
TA	0.153*** (0.003)	0.132*** (0.009)
MTB	-0.039*** (0.000)	-0.044*** (0.000)
R-Square (R^2)	0.236	0.267
F-Statistik	12.717 (0.000)	33.567 (0.000)

Keterangan: Tanda ***, **, * menunjukkan tingkat signifikansi (α) 1%, 5%, 10%,
Angka dalam kurung adalah nilai probabilitas signifikansi
Sumber: Data hasil Output SPSS 23

Variabel moderasi (REF_BEP) memiliki nilai koefisien regresi positif dengan nilai signifikansi sebesar 0,037 yang berada di bawah level of significant (α) 5% pada struktur modal, sehingga H_0 ditolak dan H_2 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa aktivitas *refinancing* memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal.

Variabel kontrol pada penelitian ini yaitu yang pertama variabel *firm size* (SIZE) memiliki nilai koefisien regresi negatif dengan nilai signifikansi pada model 1 dan model 2 sebesar 0,825 dan 0,954 yang berada di atas level of significant (α) 10%. Hal ini menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal sehingga H_0 diterima dan H_1 ditolak.

Kedua, variabel *tangible asset* (TA) memiliki nilai koefisien regresi positif dengan nilai signifikansi pada model 1 dan model 2 sebesar 0,003 dan 0,009 yang berada di bawah level of significant (α) 1% pada struktur modal, sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima.

Hal ini menunjukkan bahwa *tangible asset* berpengaruh positif terhadap struktur modal. Ketiga, variabel rasio *market-to-book* (MTB) memiliki nilai koefisien regresi negatif dengan nilai signifikansi pada model 1 dan model 2 sebesar 0,000 dan 0,000 yang berada di bawah level of significant (α) 1% pada struktur modal, sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa *market-to-book* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

PEMBAHASAN

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil analisis model regresi pada penelitian ini menunjukkan bahwa variabel profitabilitas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Profitabilitas merupakan salah satu tolak ukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Profitabilitas juga dapat menjadi suatu acuan untuk melihat prospek perusahaan mendatang. Profitabilitas mampu menjelaskan besarnya laba yang diperoleh perusahaan dari operasional bisnis perusahaan. Perusahaan yang dapat menghasilkan margin laba yang tinggi sehingga dapat memakmurkan para pemangku kepentingan (*share holder wealth*) dapat dikategorikan sebagai perusahaan yang baik.

Besarnya profitabilitas yang dihasilkan suatu perusahaan dapat dimanfaatkan kembali sebagai sumber pendanaan, sehingga sumber dana yang berasal utang akan menjadi pilihan alternatif selanjutnya. Hal ini sesuai dengan teori *pecking-order* yang menekankan bahwa perusahaan akan lebih mengutamakan pendanaan internal terlebih dulu daripada pendanaan eksternal. Teori *pecking-order* menunjukkan bahwa perusahaan yang menguntungkan akan memiliki lebih banyak laba ditahan, sementara perusahaan yang tidak menguntungkan akan memiliki rasio *leverage* yang lebih tinggi. Akibatnya, terdapat pengaruh negatif *leverage* terhadap profitabilitas. Artinya, jika suatu perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi maka perusahaan tersebut memiliki tingkat *leverage* yang rendah. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Danis *et al.* (2014), Li dan Islam (2015), Kieschnick dan Moussawi (2018) yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Moderasi Refinancing terhadap Pengaruh Negatif Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil analisis model regresi pada penelitian ini diketahui bahwa interaksi antara profitabilitas dan aktivitas refinancing (BEP*REF) bernilai positif signifikan, artinya *refinancing* memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal.

Pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal menjadi lemah ketika perusahaan melakukan *refinancing*. Perusahaan menghadapi potensi untuk melakukan *refinancing* ketika perusahaan merasa kurang optimal pada struktur pendanaannya sehingga perusahaan ingin merestrukturisasi komposisi pendanaan. Dalam penelitian ini, *refinancing* digambarkan dengan dua kriteria yaitu saat perusahaan melakukan penerbitan utang jangka panjang maupun obligasi dan melalui pembagian dividen tunai (Danis *et al.*, 2014). Dalam hal ini aktifitas *refinancing* berarti sejalan dengan penambahan *leverage* dan pengurangan ekuitas *perusahaan*.

Teori *trade-off* adalah teori tertua dan terhubung dengan teori dari Miller dan Modigliani pada struktur modal yang menekankan pada struktur modal yang optimal. Teori *trade-off* menerangkan bahwa perusahaan dapat mengubah perisai pajak dari sumber dana utang dengan masalah yang timbul dari potensi kebangkrutan.

Teori *trade-off* struktur modal memprediksikan perusahaan memilih tingkat utang untuk menyeimbangkan manfaat dari beban pajak dan biaya kebangkrutan pada tingkat struktur modal yang optimal. Biaya kebangkrutan didefinisikan sebagai biaya yang secara langsung dikeluarkan ketika kemungkinan perusahaan mengalami kegagalan lebih besar. Salah satu biaya kebangkrutan adalah biaya likuidasi perusahaan. Berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan akan lebih memfokuskan untuk penggunaan sumber dana utang dengan mempertimbangkan keseimbangan antara perisai pajak, biaya kesulitan keuangan, dan biaya keagenan (Sudana, 2011:173).

Manfaat penggunaan utang bagi perusahaan ialah biaya bunga yang dapat mengurangi pajak perusahaan dan meningkatkan laba bersih perusahaan (Sudana, 2011:170). Berdasarkan penjelasan di atas, *trade-off theory* berasumsi bahwa adanya pemanfaatan pajak sebagai hasil dari penggunaan utang, sehingga perusahaan akan terus berutang sampai tingkat tertentu untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki profit yang tinggi merupakan perusahaan berprospek baik karena dianggap mampu melunasi utang secara disiplin dan memberi imbal balik yang baik bagi para investor.

Aktivitas *refinancing* dengan kriteria satu yaitu menerbitkan utang jangka panjang maupun surat utang (obligasi) merupakan salah satu acara yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk mencapai tingkat struktur modal yang optimal karena penggunaan utang pada batas tertentu mampu meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, para *stockholder* juga cenderung memaksa manajemen agar tetap berutang untuk mendisiplinkan para manajer dalam mengejar target operasional meskipun memiliki profit yang tinggi. Ketika kenaikan laba perusahaan sejalan dengan peningkatan *leverage* dari pemenuhan struktur modal optimal hal ini akan memperlihatkan hubungan positif antara profitabilitas dengan *leverage*.

Berdasarkan kriteria *refinancing* kedua yaitu pembagian dividen dianggap sebagai cara perusahaan untuk menunjukkan bahwa perusahaan bersprospek baik serta memiliki laba yang tinggi karena mampu membagikan dividen. Pembagian dividen yang dilakukan perusahaan mempengaruhi ekuitas yang dimiliki perusahaan. Semakin besar dividen yang dibayarkan maka akan semakin kecil ekuitas yang dimiliki perusahaan, sehingga untuk menyeimbangkan struktur modal pada tingkat optimal akan sejalan dengan peningkatan *leverage* perusahaan.

Aktivitas *refinancing* dengan kriteria kedua sejalan dengan penurunan ekuitas

perusahaan. Penurunan ekuitas akan sejalan dengan peningkatan *leverage* perusahaan karena perusahaan akan berusaha mengoptimalkan struktur modalnya.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa aktivitas *refinancing* memperkuat pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dikemukakan oleh Danis *et al.* (2014), yang menunjukkan bahwa aktivitas *refinancing* memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal.

Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Struktur Modal Firm Size

Firm size mempengaruhi struktur modal secara negatif tidak signifikan. *Firm size* dalam penelitian ini mengukur besaran skala perusahaan berdasarkan dari *logaritma natural* total penjualannya. *Firm size* dapat dihitung dengan total penjualan yang berhasil dicapai oleh perusahaan. Perusahaan umumnya lebih mudah mendapatkan pinjaman dari kreditur jika mempunyai tingkat penjualan yang tinggi karena pendapatan yang dihasilkan perusahaan akan semakin tinggi sehingga risiko kerugian yang ditanggung menjadi lebih kecil sehingga mampu meningkatkan kepercayaan kreditur.

Namun, perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi serta tingkat profit yang lebih besar akan cenderung menggunakan pendanaan internalnya terlebih dulu, jika dirasa tidak mencukupi perusahaan baru akan menggunakan sumber pendanaan eksternal yaitu melakukan pinjaman atau menerbitkan surat utang.

Dalam pemilihan penggunaan sumber dana dalam struktur modalnya, perusahaan tentu memiliki kriterianya masing-masing tergantung pada tingkat risiko yang akan dihasilkan. Selain itu dapat juga didukung oleh pengaruh kondisi ekonomi yang tidak stabil dan persaingan antar perusahaan. Pada penelitian ini *firm size* tidak mempengaruhi struktur modal secara signifikan.

Tangible Asset

Tangible asset merupakan aset berwujud jangka panjang yang diperoleh dan digunakan dalam operasional bisnis seperti gedung, tanah, peralatan kantor, dan lain-lain. Aset berwujud adalah salah satu pendorong utama untuk menjelaskan struktur modal dalam perusahaan (Charalambakis dan Psychoyios, 2012). Komposisi aset berwujud sangat penting untuk menjelaskan tingkat utang dalam perusahaan (Giambona *et al.*, 2014). Aset berwujud dapat menjadi jaminan bagi pihak pemberi pinjaman (Brigham dan Houston, 2013) sehingga dapat lebih mudah bagi perusahaan dalam memperoleh pinjaman dengan memberikan jaminan berupa aset tetap.

Tangible asset memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Artinya, semakin meningkatnya aset berwujud yang dimiliki oleh suatu perusahaan maka akan semakin besar pula *leverage* yang dimiliki oleh perusahaan. Aset tetap dapat menyediakan jaminan bagi pihak kreditur sehingga perusahaan dapat lebih mudah memperoleh pinjaman dengan memberikan jaminan berupa aset tetap. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh Danis *et al.* (2014), Kieschnick dan Mousawwi (2018) yang menunjukkan bahwa *tangible asset* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Market to Book Ratio

Market to book ratio merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan. *Market to book ratio* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Artinya, semakin tinggi pertumbuhan suatu perusahaan maka kecenderungan perusahaan untuk menggunakan *leverage* dalam struktur modalnya akan semakin rendah. Perusahaan dengan rasio *market-to-book* yang tinggi rata-rata memiliki laba yang tinggi karena manfaat dari biaya pinjaman yang rendah lebih mungkin untuk menerbitkan ekuitas sehingga penggunaan utang akan cenderung

rendah. Sebaliknya jika perusahaan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi, rasio pertumbuhan perusahaan akan cenderung rendah karena penggunaan utang tidak sejalan dengan pertumbuhan perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh Danis *et al.* (2014), yang menunjukkan bahwa *market to book ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan dari hasil analisis regresi linier berganda yang telah dilakukan pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2014-2018, maka dapat ditarik simpulan yaitu:

1. Variabel profitabilitas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan, yang menunjukkan bahwa dengan meningkatnya profitabilitas yang dihasilkan oleh perusahaan maka akan semakin kecil tingkat *leverage* yang digunakan perusahaan. Sebaliknya, semakin meningkatnya proporsi *leverage* yang digunakan perusahaan untuk pendanaan maka tingkat profitabilitas yang dihasilkan oleh perusahaan akan semakin kecil.
2. Aktivitas *refinancing* secara signifikan memperkuat pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan. Artinya, pengaruh negatif profitabilitas terhadap struktur modal akan semakin kuat jika perusahaan melakukan *refinancing*.
3. Untuk variabel kontrol dalam penelitian ini, *firm size* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. *Tangible asset* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. *Market-to-book ratio* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Saran

Kehati-hatian dalam penggunaan sumber dana utang sangat diperlukan

mengingat hasil pada penelitian yang menunjukkan pengaruh negatif signifikan antara profitabilitas dan *leverage* (yang diukur dengan menggunakan nilai pasar utang (MVL). Selain itu, strategi *refinancing* terbukti dapat menurunkan pengaruh negatif *leverage* terhadap struktur modal perusahaan yang sebaiknya dapat dijadikan pertimbangan perusahaan dalam memilih pendanaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E. F. and J. F. Houston. 2013. *Fundamentals of Financial Management*. 12th ed. United State of America: South-Western Publishing Co.
- Charalambakis, E. C. and D. Psychoyios. 2012. What Do We Know about Capital Structure? Revisiting the Impact of Debt Ratios on Some Firm-Specific Factors. *Applied Financial Economics* 22: 1727-1742.
- Damayanti. 2013. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Peluang Pertumbuhan, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal (Studi Pada Perusahaan Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Perspektif Bisnis* 11(1): 17-32.
- Danis, A., D. A. Rettl, and T. M. Whited. 2014. Refinancing, Profitability, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 14: 424-443.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and T. M. Whited. 2011. Capital Structure Dynamics and Transitory Debt. *Journal of Financial Economics* 99: 235-261.
- DeAngelo, H. and R. Roll. 2014. How Stable Are Corporate Capital Structures?. *Journal of Finance*, forthcoming.
- Dudley, E. and Q. E. Yin. 2018. Financial distress, refinancing, and debt structure. *Journal of Banking and Finance* 94.
- Forte, S. and J. I. Peña. 2010. Debt Refinancing and Credit Risk. *Spanish Review of Financial Economics* 9(1): 1-10.
- Ghozali, I. 2018. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS* 25. Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang.
- Giambona, E., J. Golec, and A. Schwienbacher. 2014. Debt Capacity of Real Estate Collateral. *Real Estate Economics* 42(3): 578-605, 2014.
- Gulamhussen, M. A. and S. F. Santa. 2015. Female directors in bank boardrooms and their influence on performance and risk-taking. *Global Finance Journal* 28: 10-23
- Keown, A. J., D. F. Scott, Jr., J. D. Martin, and J. W. Petty. 2010. *Basic Financial Management*. Terjemahan Chaerul D. Djakman, 2010. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan Jilid 1* Edisi 10. Salemba Empat. Jakarta.
- Kieschnick, R. and R. Moussawi. 2018. Firm Age, Corporate Governance, and Capital Structure Choices. *Journal of Corporate Finance*. 48(C): 597-614.
- Li, L. and S. Z. Islam. 2015. Firm and Industry Specific Determinants of Capital Structure: Evidence from Australian Market Paper. *Financial Markets & Corporate Governance Conference*.
- Pandey, I. M. 2015. *Financial Management*. 11th ed. India: Vikas Publishing House.
- Riyanto, B. 2013. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi keempat. Yogyakarta: Penerbit BPFE-Yogyakarta.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield, and B. D. Jordan. 2010. *Fundamentals Of Corporate Finance*. 9th ed. McGraw-Hill. New York.
- Sartono, A. 2013. *Manajemen Keuangan (Teori dan Aplikasi)*. Edisi Keempat, Penerbit BPFE. Yogyakarta.
- Sudana, I. M. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Erlangga. Surabaya.
- Sansoethan, D. K. dan B. Suryono. 2016. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Makanan dan Minuman. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 5(1).
- Wimelda, L. dan A. Marlinah. 2013. Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur

- Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan. *Media Bisnis*: 200-2013.
- Yescombe, E. R. and E. Farquharson. 2018. *Public-Private Partnerships for Infrastructure: Principles of Policy and Finance*. 2th ed. Elsevier Science.
- www.pefindo.com
www.idx.co.id
www.seputarforex.com
www.investin