

# Financial Flexibility, Bankruptcy Risk And Capital Structure

*by* Sutrisno Abdul Sitah

---

**Submission date:** 09-Apr-2023 09:57AM (UTC+0700)

**Submission ID:** 2059309784

**File name:** 02\_2021-9-ABDUSITAH.docx (83.52K)

**Word count:** 6255

**Character count:** 42417

# Financial Flexibility, Bankruptcy Risk And Capital Structure

Sutrisno and Abdul Sitah  
Universitas Islam Indonesia  
sutrisno@uii.ac.id

## ABSTRACT

*Industry in the infrastructure sector contributes to the development of a region and country. The funding needs for investment in this sector are very large, but the ability of the Indonesian government to fund infrastructure development using public funds from countries is very limited. This research was conducted to determine the determinants of capital structure in infrastructure sector companies in Indonesia. The sample companies in this study are infrastructure, utility and transportation sector companies listed on the IDX. Data used in the form of financial ratios from sample companies during the period 2013-2017. The analytical method used is multiple regression with the dependent variable being the capital structure; while financial flexibility, bankruptcy risk, growth opportunity, and asset structure act as independent variables. The results of analysis show that the variable bankruptcy risk, growth opportunity significantly influences the capital structure. While financial flexibility and asset structure variables do not affect the capital structure. This study is expected to be useful for company management especially as input and consideration in determining decisions on the capital structure of a company.*

*Keywords: capital structure, financial flexibility, bankruptcy risk, growth opportunity.*

## LATAR BELAKANG

Sumber dana perusahaan berasal dari pemilik dan hasil operasi perusahaan serta pinjaman dari kreditor. Struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan hutang yang perusahaan dengan modal sendiri. Masalah struktur modal merupakan masalah penting bagi setiap perusahaan, karena baik atau buruknya struktur modal perusahaan akan mempunyai pengaruh langsung terhadap posisi keuangannya. Struktur modal perusahaan merupakan cerminan dari kondisi keuangan perusahaan tersebut. Beberapa faktor yang umumnya dipertimbangkan dalam mengambil keputusan mengenai struktur modal pada perusahaan menurut Brigham dan Ehrhardt (2005) yaitu stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, tarif pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan perusahaan menilai kredibilitas, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan. Penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal akan memberikan tambahan biaya yang tinggi dan meningkatkan risiko perusahaan terhadap kemungkinan tidak membayar bunga juga tinggi (Hafid, 2013).

Dalam pengambilan keputusan pendanaan, perusahaan harus mempertimbangkan faktor risiko dan keuntungan yang akan didapat oleh perusahaan. Karena struktur modal yang optimal bagi perusahaan adalah struktur modal yang dapat memberikan keuntungan dan mengangkat kinerja perusahaan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang (Selfiana & Fidiana, 2016). Perusahaan dapat didanai dengan hutang dan ekuitas. Komposisi penggunaan hutang dan ekuitas ini tergambar dalam struktur modal. Penggunaan hutang diistilahkan dengan *financial leverage* (pengungkit keuangan). Hutang (*debt*) yang dimaksud adalah hutang untuk pendanaan perusahaan yang tidak selalu sama dengan kewajiban (*liabilities*) dan tidak sama dengan tagihan (*payable*).

Hutang menimbulkan beban bunga yang dapat menghemat pajak. Artinya beban bunga dapat dikurangkan dari pendapatan sehingga laba sebelum pajak menjadi lebih kecil dan

akibatnya pajak semakin kecil (Stretcher & Johnson, 2011). Sedangkan jika pendanaan menggunakan ekuitas, maka tidak terdapat beban yang dapat mengurangi pajak perusahaan. Perusahaan bisa memanfaatkan penghematan pajak yang timbul dari bunga yang dibayarkan (bunga bisa dikurangkan dari pajak, sedangkan dividen tidak bisa dipakai sebagai pengurang pajak) (Ramli, et al., 2018).

Di dalam perusahaan terdapat beberapa fungsi, antara lain fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan. Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan sangat rentan dengan *agency conflict* (konflik kepentingan). Konflik ini terjadi ketika manajer cenderung membuat keputusan yang menguntungkan dirinya daripada kepentingan pemegang saham. *Agency conflict* dapat menimbulkan *agency cost* (biaya agensi), yaitu berupa pemberian insentif yang layak kepada manajer serta biaya pengawasan untuk mencegah tindakan *hazard*. *Agency cost* juga berarti penggunaan aliran kas untuk bonus atau pengeluaran-pengeluaran yang tidak perlu yang dilakukan manajer atas *free cash flow* (aliran kas bebas) (Stretcher & Johnson, 2011). Penggunaan utang dapat mengurangi konflik antara pemilik (pemegang saham) dan agen (manajer) atas penyalahgunaan arus kas bebas.

Investasi modal merupakan salah satu aspek utama dalam keputusan investasi selain penentuan komposisi aktiva. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan investasi harus dievaluasi dan dihubungkan dengan risiko dan hasil yang diharapkan. Menurut *signaling theory*, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan (Hermuningsih, 2013). Keputusan pendanaan berhubungan dengan sumber dana adalah apakah sumber internal atau eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan. Struktur pembiayaan akan menentukan *cost of capital* yang akan menjadi dasar penentuan *required return* yang diinginkan.

Laporan keuangan yang dikeluarkan perusahaan memberikan informasi tentang kinerja perusahaan. Laporan keuangan diharapkan bisa memberikan informasi yang berkaitan dengan tingkat keuntungan, risiko, rasio-rasio keuangan dan kemampuan operasional perusahaan. Laporan keuangan juga memberikan informasi mengenai aliran dana perusahaan, likuiditas perusahaan, fleksibilitas keuangan perusahaan, dan kemampuan operasional perusahaan. Laporan aliran kas yang ada menunjukkan fleksibilitas keuangan perusahaan. Fleksibilitas keuangan (*financial flexibility*) adalah kemampuan perusahaan untuk melakukan tindakan-tindakan yang efektif berkaitan dengan jumlah dan waktu aliran kas, sehingga perusahaan tersebut dapat menjawab tantangan kebutuhan yang tidak diharapkan (tak terduga) dan mengambil kesempatan yang ada (Murti, 2016). Perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang tinggi mengalami dampak yang lebih rendah saat terjadi krisis. Fleksibilitas keuangan merupakan bagian dari strategi bisnis perusahaan dan penting untuk keputusan struktur modalnya (Bancel & Mitoo, 2011).

Fleksibilitas keuangan mampu mempengaruhi keputusan struktur modal yang akan diambil oleh manajer perusahaan dan pada setiap tahapan besarnya perusahaan keputusan struktur modal akan berbeda-beda. Semakin tinggi leverage perusahaan, semakin kecil fleksibilitas yang dimiliki perusahaan, yang berarti perusahaan akan menggunakan tambahan hutang yang lebih sedikit. Penelitian yang dilakukan oleh Denis (2011) menyatakan bahwa perusahaan mencapai fleksibilitas keuangan melalui pengelolaan likuiditas perusahaan, melalui kebijakan struktur modal dan kebijakan pembayaran. Perusahaan yang memiliki banyak utang akan tidak fleksibel karena kas akan terbatas untuk ekspansi dan harus melunasi utang tersebut. Kepemilikan kas memungkinkan perusahaan dengan cepat mendanai peluang investasi ketika pembiayaan eksternal (utang atau ekuitas) mahal atau memakan waktu.

Perusahaan dengan fleksibilitas yang tinggi biasanya tidak memiliki masalah dalam meningkatkan modal saat penjualan naik dan pendapatan dalam kondisi kuat. Semakin rendah tingkat hutang perusahaan, semakin banyak fleksibilitas finansial yang dimiliki perusahaan. Penelitian Alipour, et al. (2015) dan Rapp, et al. (2014) menemukan bahwa perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi akan memiliki tingkat hutang yang lebih sedikit. Sementara itu, Anderson dan Carverhill (2012) menyatakan tingkat hutang jangka panjang yang lebih tinggi akan meningkatkan fleksibilitas perusahaan dan mengurangi hutang jangka pendek. Temuan Byoun (2008) juga menunjukkan bahwa perusahaan besar lebih suka menggunakan dana internal untuk menjaga fleksibilitas keuangan. Di sisi lain, perusahaan kecil mengeluarkan

ekuitas dan meningkatkan kepemilikan kas meskipun memiliki *leverage* yang rendah untuk mengatasi kurangnya fleksibilitas keuangan, sehingga membalikkan hierarki pembiayaan eksternal yang disarankan oleh teori *pecking order*.

Perusahaan yang memiliki beberapa utang sering kali lebih baik daripada perusahaan yang tidak ada utang sama sekali, tetapi terlalu banyak utang akan meningkatkan risiko kebangkrutan. Dalam istilah teknis, utang tambahan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) (Brigham & Houston, 2011). Tentu saja, pada titik tertentu utang tambahan menjadi terlalu berisiko. Utang tambahan hanya optimal sampai titik tertentu karena ada biaya kebangkrutan yang harus dihadapi. Menurut *trade off model*, struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan hutang dengan biaya kesulitan akibat penggunaan hutang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain

Ketika perusahaan mengambil lebih banyak utang, mereka harus melayani utang itu dengan pembayaran bunga yang lebih tinggi, yang menurunkan pendapatan dan arus kas. Karena tingginya utang dalam struktur modal, biaya untuk melunasi utang itu meningkat dan risiko gagal bayar juga meningkat. Perusahaan yang mempunyai risiko tinggi akan kesulitan mencari dana eksternal. Semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan maka perusahaan tersebut cenderung untuk mempunyai hutang yang sedikit. Hasil penelitian tentang *bankruptcy risk* yaitu Eldomiaty (2007); Stretcher dan Johnson (2011) menyatakan bahwa risiko kebangkrutan berpengaruh terhadap struktur modal. Seppa (2014) menemukan bahwa penggunaan utang secara signifikan dan positif terkait dengan probabilitas kebangkrutan. Penetapan struktur modal yang optimal akan menjauhkan perusahaan dari kebangkrutan dikarenakan ketidakmampuan dalam membayar hutang (Margaretha & Ginting, 2016).

Struktur modal cenderung mengikuti siklus pertumbuhan perusahaan. Perusahaan pemula dan baru yang tumbuh dengan cepat, lebih menyukai ekuitas daripada utang karena para pemegang saham mereka akan menunda pembayaran dividen demi pengembalian harga di masa mendatang. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi lebih banyak membutuhkan dana di masa depan untuk memenuhi kebutuhan investasi atau memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Pengambilan utang dipandang memiliki biaya yang lebih efisien dibanding menerbitkan saham, utang juga mengandung sinyal positif peluang pertumbuhan perusahaan di masa depan. Perusahaan-perusahaan dengan pertumbuhan tinggi tidak perlu memberi para pemegang saham ini uang tunai hari ini, namun pemberi pinjaman akan mengharapkan pembayaran bunga semesteran atau kuartalan.

Perusahaan dengan pertumbuhan yang stabil akan meningkatkan kepercayaan kreditur sehingga perusahaan dapat memperoleh pinjaman yang lebih besar (Dewi & Lestari, 2014; Borochin & Yang, 2016; dan Ramli, et al., 2018). Dengan kata lain semakin tinggi *growth opportunity* perusahaan maka utang yang diambil perusahaan juga akan meningkat. Hasil penelitian Hermuningsih (2013) menemukan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh variabel yakni *growth opportunity* dan profitabilitas. Sementara itu, hasil analisis lain menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan positif tetapi tidak signifikan dengan struktur modal (Harjito, 2011 dan Kartika, 2016).

Struktur modal perusahaan juga dipengaruhi oleh struktur aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan dengan nilai aktiva yang besar lebih mudah dipercaya mendapatkan pinjaman dari pihak luar karena lebih mudah akses ke sumber dana dibandingkan perusahaan yang masih berskala kecil. Hal ini berlawanan dengan *pecking order theory*, ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya menjadi lebih mudah sehingga permasalahan asimetri informasi menjadi lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi penggunaan utangnya ketika proporsi aktiva berwujud meningkat. Sejumlah hasil analisis menunjukkan bahwa struktur aset perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap rasio hutang perusahaan (Harjito, 2011; Alipour, et al., 2015). Sementara itu penelitian lain menyatakan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap struktur modal (Kartika, 2016; Mahapsari, 2013; dan Novitasari, 2016).

Struktur modal yang optimal juga berbeda-beda menurut industri, terutama karena beberapa industri lebih padat aset daripada yang lain. Secara umum, semakin besar investasi dalam aset tetap (pabrik, properti dan peralatan), semakin besar penggunaan rata-rata utang. Ini karena bank lebih memilih untuk melakukan pinjaman terhadap aset tetap yang dapat dijadikan

jaminan daripada asset tak berwujud (Ramli, et al., 2018). Industri yang membutuhkan banyak investasi seperti infrastruktur, properti, dan telekomunikasi, umumnya menggunakan lebih banyak utang jangka panjang. Hasil penelitian Margaretha dan Ginting (2016) struktur aktiva berpengaruh secara positif terhadap rasio utang jangka panjang. Sedangkan penelitian Sansoethan (2016) dan Yudiarthi (2016) menyatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

## PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Financial Flexibility dan Struktur Modal

Menurut Byoun (2008) *financial flexibility* adalah tingkat kapasitas dan kecepatan perusahaan untuk dapat memobilisasi sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Salah satu cara suatu perusahaan untuk dapat menjaga fleksibilitas keuangannya ialah dengan mengatur proporsi antara utang dan modal sendiri yang sewajarnya. Fleksibilitas keuangan suatu perusahaan dapat diamati melalui arus kas yang dimiliki perusahaan (Murti, dkk., 2015).

Fleksibilitas keuangan merupakan perhatian utama bagi manajer perusahaan. Perusahaan mencapai fleksibilitas keuangan melalui pengelolaan likuiditas perusahaan, kebijakan struktur modal, dan kebijakan pembayaran (Denis, 2011). Pertimbangan fleksibilitas keuangan membentuk kebijakan keuangan perusahaan. Perusahaan dengan nilai fleksibilitas keuangan yang tinggi memilih rasio leverage yang lebih rendah (Rapp, et al., 2014).

Perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang tinggi cenderung memiliki proporsi hutang yang sedikit, karena perusahaan berusaha meminimalkan kebutuhan pembiayaan eksternal dengan cara meningkatkan fleksibilitas mereka. Dengan kata lain jika terjadi kesulitan keuangan atau ada kesempatan investasi yang menguntungkan secara mendadak, maka perusahaan tidak perlu mencari sumber pendanaan dari luar. Jadi perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi akan memiliki hutang yang lebih sedikit. Pernyataan tersebut dibuktikan dengan penelitian Alipour, et al. (2015). *Financial flexibility* memiliki hubungan negatif dengan semua komponen struktur keuangan yang diajukan yaitu *long term debt*, *short term debt* dan *total debt*. Perusahaan menghindari kebutuhan pendanaan dari luar dengan meningkatkan fleksibilitas keuangan (Margaretha & Ginting, 2016).

H<sub>1</sub>: *financial flexibility* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan

### Bankruptcy risk dan Struktur Modal

*Bankruptcy risk* merupakan tingkat risiko atau peluang terjadinya kebangkrutan. Biaya kebangkrutan dapat secara signifikan mempengaruhi biaya modal perusahaan. Ketika sebuah perusahaan berinvestasi dalam utang, perusahaan diminta untuk melayani utang itu dengan melakukan pembayaran bunga yang diperlukan. Ketika utang meningkat, kemungkinan kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan meningkat. Dengan risiko kebangkrutan yang lebih tinggi, *debtholders* akan bersikeras pada tingkat bunga yang lebih tinggi, dan meningkatkan biaya utang sebelum pajak (Brigham dan Houston, 2011). Perusahaan yang mengambil proyek-proyek berisiko tinggi dapat menyebabkan perusahaan mengalami kebangkrutan.

Risiko kebangkrutan juga dapat mengakibatkan biaya agensi. Dimana tingkat hutang yang lebih tinggi dapat mempengaruhi perilaku manajer untuk mengurangi berbagai pengeluaran yang boros atau menolak proyek-proyek dengan NPV positif. Perusahaan dengan biaya operasional yang tinggi akan cenderung menghindari pendanaan dari hutang/pinjaman dibanding perusahaan dengan risiko yang lebih rendah. Perusahaan dengan lebih banyak risiko cenderung menghindari penggunaan pembiayaan eksternal dan sebaliknya lebih bergantung pada pembiayaan internal untuk mencegah kebangkrutan (Alipour, et al., 2015).

Munculnya potensi kebangkrutan akan menyebabkan pemberi pinjaman menuntut suku bunga yang lebih tinggi dan memberlakukan perjanjian pinjaman yang lebih ketat. Masalah yang berkaitan dengan kepailitan atau kebangkrutan kemungkinan besar muncul ketika perusahaan memasukkan banyak hutang dalam struktur modalnya. Oleh karena itu, biaya kepailitan membuat perusahaan menahan penggunaan utang mereka ke tingkat tertentu dan tidak berlebihan. Perusahaan-perusahaan dengan leverage operasi yang tinggi dan dengan risiko bisnis yang lebih besar, harus membatasi penggunaan leverage keuangan mereka. Demikian juga, perusahaan

yang akan menghadapi biaya tinggi dalam hal kesulitan keuangan harus lebih sedikit bergantung pada utang. Teori *leverage trade-off*, di mana perusahaan membandingkan manfaat pembiayaan utang (perlakuan pajak perusahaan yang menguntungkan) terhadap suku bunga yang lebih tinggi dan biaya kebangkrutan.

Menurut Seppa (2014) penggunaan utang secara signifikan terkait dengan probabilitas kebangkrutan. Hasil penelitian Huang, et al. (2017) menemukan bahwa tingginya tingkat biaya kebangkrutan menyebabkan rumah sakit menggunakan hutang yang lebih sedikit. Pratiwi dan Supriadi (2014) menyatakan bahwa penurunan pada DER yang berarti porsi penggunaan hutang lebih sedikit daripada ekuitasnya membuat resiko yang ada dalam perusahaan pun ikut menurun. Penurunan resiko ini berpengaruh signifikan terhadap angka *Z-Score* karena semakin turun angka DER yang dihasilkan selalu diimbangi dengan naiknya angka *Z-Score* perusahaan. Perusahaan yang mempunyai resiko tinggi akan kesulitan mencari dana eksternal karena memiliki kelayakan kredit yang rendah untuk utang. Jadi semakin tinggi resiko yang dihadapi perusahaan maka perusahaan tersebut cenderung untuk mempunyai hutang yang sedikit.

H<sub>2</sub>: *Bangkrupcty risk berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan*

### **Growth opportunity dan Struktur Modal**

Suatu perusahaan yang berada dalam industri dengan laju pertumbuhan yang tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk belanja perusahaan. Perusahaan yang tumbuh dengan cepat cenderung lebih banyak menggunakan utang dari sumber dana eksternal daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat. Brigham dan Houston (2011) mengatakan bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Perusahaan dalam melakukan usaha untuk menjaga kestabilan penjualan dan meningkatkan laju pertumbuhan penjualan yang tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk membiayai operasi perusahaan.

Struktur modal optimal perusahaan terkait dengan serangkaian peluang investasi. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi menyebabkan perusahaan dapat memegang lebih banyak pilihan nyata untuk investasi dimasa depan daripada perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang rendah. Sesuai dengan teori *trade-off*, yang menyatakan sebuah perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat akan tergantung pada dana eksternal, dalam hal ini dana dari hutang. Selain itu, biaya emisi menjual saham biasa biasanya akan lebih tinggi daripada biaya untuk menerbitkan obligasi. Sebagai akibatnya, perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat akan memiliki hutang lebih tinggi daripada perusahaan yang pertumbuhannya lambat. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi menimbulkan kepercayaan kreditur lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang rendah.

Secara empiris *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap struktur modal (Dewi & Lestari, 2014; Eldomiaty, 2007; Hermuningsih, 2013; Margaretha & Ginting, 2016; dan Ramli, et al., 2018). Peluang pertumbuhan pada dasarnya mencerminkan produktifitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan maupun investor dan kreditor. Pada sisi lain, biaya penerbitan saham lebih mahal dari pada penerbitan surat hutang, dan ini menjadi alasan tambahan bagi perusahaan dengan pertumbuhan tinggi untuk lebih mengandalkan hutang dalam komposisi struktur modal perusahaan.

Hasil penelitian Selfiana dan Findiana (2016) juga menunjukkan bahwa *growth opportunity* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang diprosikan dengan perubahan aset yang bernilai positif dapat memberi sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan dapat direspon oleh investor sehingga meningkatkan struktur modal.

H<sub>3</sub>: *Growth Opportunity berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan*

### **Struktur aset dan Struktur Modal**

Struktur aktiva berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki aktiva besar dapat menggunakan aktiva sebagai jaminan untuk mendapatkan hutang dari pihak luar. Perusahaan dengan nilai aktiva yang besar lebih mudah dipercaya mendapatkan pinjaman dari pihak luar karena lebih mudah mengakses sumber dana dibandingkan perusahaan

yang masih berskala kecil. Perusahaan besar pada umumnya mempunyai kemungkinan bangkrut yang relatif kecil dibandingkan perusahaan kecil sehingga lebih mudah untuk melakukan pinjaman ke bank. Hal ini sejalan dengan *Signaling theory* karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung menyukai hutang. Karena hutang dianggap sebagai *signal* positif sehingga manajer percaya bahwa prospek perusahaan ke depannya sangat bagus. Jadi, aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan dapat dijadikan jaminan untuk melakukan pinjaman dana eksternal dari kreditur.

Banyak temuan penelitian yang menunjukkan bahwa ada hubungan positif antara struktur aset dan rasio utang. Menurut Margaretha dan Ginting (2016) struktur aktiva berpengaruh berpengaruh secara positif terhadap *long term debt ratio* (LTDR). Penelitian Sansoethan (2016) dan Yudiarthi (2016) juga menyatakan bahwa struktur aktiva dan likuiditas berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap struktur modal. Semakin tinggi struktur aktiva dari sebuah perusahaan, maka akan lebih memudahkan perusahaan dalam memperoleh hutang (Harjito, 2011; Alipour et al., 2015; Selfiana dan Fidiana, 2016; dan Ramli et al., 2018).

Hubungan positif tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi struktur aset menunjukkan bahwa hutang yang diambil oleh perusahaan semakin besar. Perusahaan akan memiliki kecenderungan untuk meminjam lebih banyak jika aset perusahaan meningkat. Dengan demikian, sebuah perusahaan yang memiliki aset yang besar sebagai jaminan hutang cenderung menggunakan hutang yang lebih besar pula. Selain itu, semakin tinggi jaminan yang diberikan perusahaan kepada kreditur, akan semakin besar pula jumlah hutang yang dapat diberikan oleh kreditur kepada perusahaan. Jaminan yang dapat memberikan kepastian perlindungan bagi pihak kreditur adalah aset tetap yang dimiliki perusahaan.

H<sub>4</sub>: Struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tergolong dalam sub-sektor infrastruktur, transportasi dan utilitas yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017. Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini ialah teknik *purposive sampling*. *Purposive sampling* ialah suatu metode pengumpulan informasi berdasarkan sasaran-sasaran sampel tertentu yang disengaja oleh peneliti, ini dilakukan karena hanya sampel-sampel tertentu saja yang mewakili. Metode ini melakukan pengambilan sampel yang bersifat tidak acak dan sampel dipilih berdasarkan pertimbangan-pertimbangan atau kriteria tertentu dengan tujuan penelitian.

### Variabel Penelitian

Tabel 1: Pengukuran Variabel

No	Variabel	Notasi	Pengukuran
1	Struktur Modal	CS	Total Debt/Total Equity
2	Financial Flexibility	FLE	Operating Cash Flow/Total Liabilities
3	Bankruptcy risk	BCR	Altman Model
4	Growth opportunity	GRO	(Nilai buku hutang + Nilai Pasar Equity)/Total Aset
5	Assets structure	AS	Total Fixed Assets/Total Assets

### Alat Analisis

$$CS = \alpha + \beta_1 FLE + \beta_2 BCR + \beta_3 GRO + \beta_4 AS + e$$

## HASIL PENELITIAN

Pengelolaan data dilakukan dengan bantuan alat SPSS 23.0 (*Statistical Package for the Social Sciences*). Berdasarkan data mentah yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan dengan variabel independen yang terdiri dari *financial flexibility*, *bankruptcy risk*, *growth opportunity* dan struktur aset sedangkan variabel dependen yaitu struktur modal.

Deskriptif masing-masing variabel tersebut dapat dilihat pada tabel 4.1 yang menjelaskan gambaran data yang digunakan dalam penelitian ini berupa nilai rata-rata (*mean*), nilai minimum, nilai

maksimum dan standar deviasi.

Tabel 2  
Hasil Analisis Deskriptif Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	150	.00400	4.98304	.7946554	.72027367
FLEX	150	-.36248	.72385	.1666457	.17635052
GROW	150	.36510	4.53919	1.2945216	.70275001
BCR	150	-1.77223	6.30283	1.4858428	1.37963689
SAS	150	.00552	.95349	.5380902	.29387286
Valid N (listwise)	150				

Berdasarkan tabel 2 di atas maka hasil statistik deskriptif dapat dijelaskan bahwa DER pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) diketahui bahwa jumlah data yang masuk adalah 150 sampel. Nilai *mean* atau rata-rata untuk DER sebesar 0,7946 menunjukkan bahwa proporsi modal sendiri lebih besar dari utang jangka panjang dalam perusahaan sektor infrastruktur. Berdasarkan hasil *standart errors of mean* dapat ditentukan rentang data populasi minimum dan maksimum. Hasil nilai *minimum* dari seluruh sampel sebesar 0,004 dimiliki oleh PT Leyand International Tbk. Sedangkan nilai maksimum diperoleh sebesar 4,983 dimiliki oleh PT Express Transindo Utama Tbk. Selain itu standar deviasi DER sebesar 0,7203.

Hasil deskriptif FLEX pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) diketahui bahwa jumlah data yang masuk adalah 150 sampel. *Mean* atau rata-rata FLEX sebesar 0,1667. Berdasarkan hasil *standart errors of mean* dapat ditentukan rentang data populasi minimum dan maksimum. Hasil nilai *minimum* dari seluruh sampel diperoleh sebesar -0,3625 yang dimiliki oleh PT Centratama Telekomunikasi Indonesia Tbk. (CENT). Nilai minimum yang negatif ini menunjukkan bahwa FLEX perusahaan CENT mengalami kerugian ( arus kas operasi negatif) cukup besar pada periode pengamatan. Sedangkan untuk nilai maksimum diperoleh sebesar 0,7238 yang dimiliki oleh PT Telekomunikasi Indonesia (Persero). Selain itu standar deviasi FLEX diperoleh sebesar 0,1764.

Hasil deskriptif BCR pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) diketahui bahwa jumlah data yang masuk adalah 150 sampel. *Mean* atau rata-rata untuk BCR sebesar 1,4858. Berdasarkan hasil *standart errors of mean* dapat ditentukan rentang data populasi minimum dan maksimum. Hasil nilai *minimum* dari seluruh sampel sebesar -1,7722 dimiliki oleh PT Mitra International Resources Tbk. Sedangkan nilai maksimum diperoleh sebesar 6,3028 dimiliki oleh PT Centratama Telekomunikasi Indonesia Tbk. Selain itu standar deviasi BCR diperoleh sebesar 1,3796.

Hasil deskriptif GROW pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) diketahui bahwa jumlah data yang masuk adalah 150 sampel. *Mean* atau rata-rata GROW sebesar 1.2945. Berdasarkan hasil *standart errors of mean* dapat ditentukan rentang data populasi minimum dan maksimum. Hasil nilai *minimum* dari seluruh sampel diperoleh sebesar 0,3651 dimiliki oleh PT Mitrahahtera Segara Sejati Tbk. Sedangkan nilai maksimum diperoleh sebesar 4,5391 dimiliki oleh PT Trada Alam Minera Tbk. Selain itu standar deviasi GROW diperoleh sebesar 0,7027.

Hasil deskriptif DER pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) diketahui bahwa jumlah data yang masuk adalah 150 sampel. *Mean* atau rata-rata untuk SAS sebesar 0,5380. Berdasarkan hasil *standart errors of mean* dapat ditentukan rentang data populasi minimum dan maksimum. Hasil nilai *minimum* dari seluruh sampel sebesar 0,0055 dimiliki oleh PT Centratama Telekomunikasi Indonesia Tbk. Sedangkan nilai

maksimum diperoleh sebesar 0,9535 yang dimiliki oleh PT Leyand International Tbk. Selain itu standar deviasi SAS diperoleh sebesar 0,2987.

## UJI HIPOTESIS DAN PEMBAHASAN

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk menguji hubungan variabel dependen dengan dua atau lebih variabel independen. Dimana pada penelitian ini yang bertindak sebagai variabel dependen adalah struktur modal, sedangkan empat variabel independen yaitu *financial flexibility*, *bankruptcy risk*, *growth opportunity* dan struktur aset. Berdasarkan proses olah data yang dilakukan dengan menggunakan program SPSS, maka diperoleh hasil regresi yang dapat dilihat pada tabel 4.6 berikut ini:

**Tabel 4.6**

### Hasil uji regresi linear berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.798	.168		4.739	.000
FLEX	-.382	.345	-.093	-1.107	.270
GROW	.404	.098	.394	4.121	.000
BCR	-.238	.054	-.455	-4.369	.000
SAS	-.203	.199	-.083	-1.023	.308

a. Dependent Variable: DER

Pengaruh *bankruptcy risk* terhadap struktur modal

Hipotesis kedua adalah *bankruptcy risk* (BCR) berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.6 di atas dapat diketahui BCR memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,238. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh *bankruptcy risk* terhadap struktur modal adalah negatif. Variabel *bankruptcy risk* memiliki nilai t hitung sebesar -4,369 dengan probabilitas sebesar 0,000. Nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan ( $0,000 < 0,05$ ), maka hipotesis kedua diterima. Dengan demikian dapat diartikan bahwa variabel *bankruptcy risk* (BCR) secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Pengaruh *growth opportunity* terhadap struktur modal

Hipotesis ketiga adalah *growth opportunity* (GROW) berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.6 di atas dapat diketahui GROW memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,404. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh *growth opportunity* terhadap struktur modal adalah positif. Variabel *growth opportunity* memiliki nilai t hitung sebesar 0,394 dengan probabilitas sebesar 0,000. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan ( $0,000 < 0,05$ ), maka hipotesis ketiga diterima. Dengan demikian dapat diartikan bahwa variabel *growth opportunity* (GROW) secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Pengaruh struktur aset terhadap struktur modal

Hipotesis keempat adalah struktur aset (SAS) berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.6 di atas dapat diketahui bahwa SAS memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,203. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh struktur aset terhadap struktur modal adalah negatif. Variabel struktur aset memiliki nilai t hitung sebesar -1,023 dengan probabilitas sebesar 0,308. Nilai signifikansi lebih besar dari tingkat signifikansi yang diharapkan ( $0,308 > 0,05$ ), maka hipotesis keempat ditolak. Dengan demikian dapat diartikan

bahwa variabel SAS secara parsial tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

### **Pengaruh *Financial Flexibility* terhadap Struktur Modal**

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.6 diatas dapat diketahui bahwa *financial flexibility* (FLEX) memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,382. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh *financial flexibility* terhadap struktur modal adalah negatif. Variabel *financial flexibility* memiliki nilai t hitung sebesar -1,107 dengan probabilitas sebesar 0,270. Nilai signifikansi lebih besar dari tingkat signifikansi yang diharapkan ( $0,270 > 0,05$ ), maka hipotesis pertama ditolak ( $H_A$  ditolak dan  $H_0$  diterima). Dengan demikian dapat diartikan bahwa variabel *financial flexibility* secara parsial tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Hasil yang diperoleh dari pengujian hipotesis (Tabel 4.6) menunjukkan bahwa *financial flexibility* (FLEX) tidak berpengaruh signifikan dan memiliki arah negatif terhadap struktur modal. Dengan demikian pernyataan hipotesis pertama yang menyatakan bahwa fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif terhadap struktur modal, ditolak.

Hasil yang tidak signifikan ini dapat disebabkan karena perusahaan lebih mengandalkan pendanaan internal dan memilih menggunakan utang yang aman. Sampel dalam penelitian merupakan perusahaan-perusahaan dari sektor infrastruktur yang berukuran besar (*mature firms*) yang memiliki kas operasi yang cukup beragam dan besar. Maka *financial flexibility* tidak dijadikan pertimbangan utama dalam menentukan kebijakan struktur modal perusahaan.

Hasil penelitian didukung temuan Byoun (2008) dan Clark (2010) yang menunjukkan bahwa perusahaan besar lebih suka menggunakan dana internal untuk menjaga fleksibilitas keuangan. Artinya bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas yang lebih tinggi dan mempertahankan hutang pada tingkat yang aman dan lebih rendah. Di sisi lain, perusahaan kecil lebih memilih mengeluarkan ekuitas dan meningkatkan kepemilikan kas meskipun memiliki leverage yang rendah untuk mengatasi kurangnya fleksibilitas keuangan, sehingga membalikkan hierarki pembiayaan eksternal yang disarankan oleh teori *pecking order*. Adanya perbedaan-perbedaan antar bidang usaha suatu perusahaan, sehingga menyebabkan fleksibilitas keuangan juga sulit dikaji secara umum. Para manajer melihat fleksibilitas keuangan suatu perusahaan berdasarkan spekulasi terhadap kemampuan perusahaan merespon kejadian dimasa yang akan datang (Denis, 2011). Jumlah arus kas yang berasal dari aktifitas operasi merupakan acuan dalam menentukan apakah perusahaan dari kegiatan operasinya dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendapatan dari luar. Semakin besarnya kepemilikan uang kas tunai perusahaan akan menyebabkan maka semakin besar fleksibilitas keuangan yang dimiliki suatu perusahaan.

Sejumlah literatur memprediksi bahwa ada manfaat dan biaya atas kepemilikan kas (fleksibilitas keuangan). Kepemilikan kas cenderung lebih tinggi di perusahaan-perusahaan dengan akses terbatas ke modal eksternal. Namun kelebihan kepemilikan kas itu sendiri berbiaya mahal bagi pemegang saham karena manajer mungkin memiliki insentif untuk mengejar proyek yang tidak menguntungkan. Perusahaan-perusahaan besar dengan pertumbuhan tinggi cenderung memiliki kas yang lebih tinggi dan mengambil berbagai proyek investasi yang lebih bernilai. Perusahaan dengan sumber daya internal yang lebih besar berpotensi untuk dapat berinvestasi pada proyek-proyek yang menguntungkan tanpa pendanaan dari eksternal.

Perusahaan dapat mencapai struktur modal yang fleksibel dengan mempertahankan akses ke sumber modal eksternal yang berbiaya rendah. Menimbun uang tunai itu sendiri mahal karena pajak dan biaya agensi, kebijakan keuangan yang optimal diri dari target leverage yang rendah dan jangkapanjang untuk menjaga kapasitas utang. Adakalanya perusahaan beroperasi pada margin positif namun aliran arus kas bebasnya ternyata nol atau negatif. Dan sebaliknya terkadang perusahaan beroperasi pada kerugian tertentu namun ia masih memiliki arus kas yang siap dipakai untuk kegiatan operasionalnya (Denis, 2011).

Berdasarkan pendekatan *pecking order theory* perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi memiliki hutang yang lebih sedikit, karena perusahaan-perusahaan ini menghilangkan kebutuhan untuk pembiayaan eksternal dengan meningkatkan fleksibilitas mereka. Kepemilikan kas memungkinkan perusahaan dengan cepat mendanai peluang investasi ketika pembiayaan eksternal

(utang atau ekuitas) lebih mahal atau memakan waktu. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki kecenderungan lebih memilih pembiayaan internal daripada menggunakan utang.

Perusahaan akan menyeimbangkan biaya dan manfaat dari memegang uang tunai (fleksibilitas keuangan), kepemilikan kas yang besar akan menimbulkan biaya yang lebih tinggi. Perusahaan akan memegang uang tunai yang besar hanya untuk menghadapi hambatan keuangan atau untuk memanfaatkan peluang di masa depan. Manfaat dan biaya yang terkait dengan fleksibilitas keuangan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan. Fleksibilitas keuangan dapat mengurangi masalah investasi dalam kasus akses terbatas ke modal. Fleksibilitas keuangan juga dapat membantu untuk menghindari biaya yang terkait dengan terjadinya kesulitan keuangan. Perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi dapat meningkatkan kepemilikan kas lebih banyak, memungkinkan mereka untuk mendanai kebutuhan keuangan yang tidak terduga di masa depan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Alipour, et al. (2015); Margaretha dan Ginting (2016) dan Rapp, et al. (2014) yang menunjukkan bahwa *financial flexibility* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan dengan nilai fleksibilitas keuangan yang tinggi memilih rasio *leverage* yang lebih rendah (Rapp, et al., 2014). Penelitian Alipour, et al. (2015) juga menyatakan *financial flexibility* memiliki hubungan negatif dengan semua komponen struktur keuangan yang diajukan yaitu *long term debt*, *short term debt* dan total *debt*. Perusahaan menghindari kebutuhan pendanaan dari luar dengan meningkatkan fleksibilitas keuangan (Margaretha & Ginting, 2016).

Rapp, et al., (2014) juga menyatakan bahwa nilai fleksibilitas memang tidak dapat diamati secara langsung. Perusahaan dengan nilai fleksibilitas (VOFF) yang tinggi memiliki rasio *leverage* yang jauh lebih rendah. Tampaknya perusahaan mempertimbangkan fleksibilitas keuangan ketika memutuskan rasio *leverage* mereka. Agar dapat meningkatkan hutang tambahan di masa depan, perusahaan yang memiliki VOFF tinggi memilih rasio *leverage* yang lebih rendah saat ini.

### **Pengaruh *Bankruptcy Risk* terhadap Struktur Modal**

Hasil yang diperoleh dari pengujian hipotesis (Tabel 4.6) menunjukkan bahwa *bankruptcy risk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Dengan demikian pernyataan hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *bankruptcy risk* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, diterima. Sehingga semakin tinggi *bankruptcy risk* maka semakin rendah struktur modal perusahaan yang berasal dari hutang untuk memenuhi kebutuhan perusahaan.

Ketika utang meningkat, perusahaan kemungkinan akan menghadapi kesulitan keuangan (*financial distress*), atau bahkan mengalami kebangkrutan. Kebangkrutan adalah kesulitan keuangan yang sangat parah sehingga perusahaan tidak mampu menjalankan operasinya (Pratiwi & Supriadi, 2014). Perusahaan-perusahaan yang berisiko tinggi juga memiliki kemungkinan gagal bayar yang tinggi. Sehingga perusahaan dengan risiko tinggi atau cenderung bangkrut memiliki kelayakan kredit yang rendah untuk mengajukan utang (Alipour et al.,

2015). Risiko yang tinggi akan membuat para pemberi pinjaman khawatir dan berhati-hati dalam memberikan hutang serta meminta bunga yang lebih tinggi.

Perusahaan dengan banyak utang akan menghadapi risiko gagal bayar dan meningkatkan risiko kebangkrutan akibat kesulitan keuangan. Tambahan utang hanya optimal sampai titik tertentu karena ada biaya kebangkrutan yang harus dihadapi. Menurut *trade off model*, struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan hutang dengan biaya kesulitan akibat penggunaan hutang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain. Teori *trade off* memberikan penjelasan tentang manfaat penggunaan utang yang bijaksana dan bahaya penggunaan utang yang berlebihan (Stretcher & Johnson, 2011). Perusahaan-perusahaan dengan leverage operasi yang tinggi dan dengan risiko bisnis yang lebih besar, harus membatasi penggunaan leverage keuangan mereka. Demikian juga, perusahaan yang akan menghadapi biaya tinggi dalam hal kesulitan keuangan harus lebih sedikit bergantung pada utang. Adanya hubungan negatif antara risiko kebangkrutan dan struktur modal mungkin disebabkan oleh fakta bahwa perusahaan dengan lebih banyak risiko cenderung menghindari penggunaan pembiayaan eksternal dan sebaliknya bergantung pada pembiayaan internal untuk mencegah kebangkrutan.

Ketika risiko kebangkrutan meningkat akan menyebabkan munculnya berbagai masalah seperti penurunan penjualan karena pembeli beralih ke perusahaan lain, mengurangi laba operasi bersih setelah pajak, mengurangi produktivitas, pemasok menolak memberikan kredit, berpindahnya karyawan ke perusahaan lain, hingga turunnya nilai perusahaan (Berk, 2010). Perusahaan dengan lebih banyak

risiko cenderung menghindari penggunaan pembiayaan eksternal dan sebaliknya perusahaan akan lebih bergantung pada pembiayaan internal untuk mencegah kebangkrutan (Alipour, et al., 2015).

Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Eldomiaty (2007); Stertcher dan Johnson (2011) menyatakan bahwa risiko kebangkrutan berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian Huang, et al. (2017) juga menemukan bahwa tingginya tingkat biaya kebangkrutan menyebabkan rumah sakit di Amerika Serikat menggunakan hutang yang lebih sedikit. Jadi semakin tinggi *bankruptcy risk* akan menyebabkan penurunan struktur modal perusahaan.

### **Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Struktur Modal**

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan (Tabel 4.6) dapat diperoleh hasil bahwa hipotesis H3 diterima. *Growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sehingga dapat diartikan semakin tinggi *growth opportunity* maka semakin tinggi struktur modal perusahaan yang berasal dari hutang dalam rangka memenuhi kebutuhan perusahaan.

Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung memakai hutang dalam jumlah yang tinggi pula. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang tinggi membutuhkan banyak dana untuk investasi guna menunjang kelancaran kegiatan operasinya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian terdahulu yang telah dilakukan, dimana variabel *growth opportunity* berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap struktur modal

(Dewi & Lestari ,2014; Eldomiaty, 2007; Hermuningsih, 2013; Margaretha & Ginting, 2016; dan Ramli, et al., 2018).

Peluang pertumbuhan pada dasarnya mencerminkan produktifitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan maupun investor dan kreditor. Perusahaan dengan pertumbuhan yang stabil akan meningkatkan kepercayaan kreditor sehingga perusahaan dapat memperoleh pinjaman yang lebih besar (Ramli, et al., 2018). Dengan kata lain semakin tinggi *growth opportunity* perusahaan maka utang yang diambil perusahaan juga akan meningkat. Hasil penelitian Hermuningsih (2013) juga menemukan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh variabel yakni *growth opportunity* dan profitabilitas. Perusahaan dengan lebih banyak peluang pertumbuhan dapat bergerak lebih cepat menuju struktur modal yang optimal.

Hasil ini sesuai dengan teori *Pecking Order* yang menyatakan bahwa perusahaan akan lebih cenderung memilih hutang terlebih dahulu dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. Selain itu dengan penggunaan hutang menurut teori *signaling* dapat memberikan sinyal positif kepada para investor daripada perusahaan menerbitkan saham baru yang justru memberikan sinyal negatif. Sehingga semakin tinggi *growth opportunity* maka semakin tinggi struktur modal perusahaan. Hutang digunakan untuk menjalankan aktivitas operasi dan meningkatkan investasi perusahaan.

## Pengaruh Struktur Aset terhadap Struktur Modal

Hasil yang diperoleh dari pengujian hipotesis (Tabel 4.6) menunjukkan bahwa struktur aset tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Dengan demikian pernyataan hipotesis keempat yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal, ditolak.

Dalam penelitian ini secara umum semakin besar aset tetap suatu perusahaan diprediksi semakin besar struktur modal perusahaan, atau semakin besar utang yang diperoleh perusahaan. Namun pada penelitian ini perusahaan dengan jumlah aset besar ditemukan memiliki struktur modal yang rendah (utang jangka panjang yang rendah), atau sebaliknya perusahaan dengan struktur aset yang rendah memiliki struktur modal yang tinggi sehingga hasil penelitian menunjukkan hubungan yang tidak signifikan. Hal ini dapat disebabkan karena aset tetap yang besar dibandingkan aset lancar akan membuat perusahaan susah berkembang yang tentunya akan membuat kreditur kurang memilih perusahaan ini karena perusahaan akan mengalami kesusahan dalam membayar hutang jangka pendeknya. Selain itu, struktur aset perusahaan infrastruktur bersifat juga lebih padat modal (*capital intensive*) maka yang diutamakan dalam pendanaan perusahaan adalah *equity financing*, artinya modal pinjaman hanya merupakan pelengkap terutama untuk memenuhi kebutuhan dana bagi modal kerja (Septiani & Suaryana, 2018).

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa bertambah atau berkurangnya proporsi aset tetap atas total aset perusahaan tidak akan berpengaruh terhadap hutang perusahaan atas modalnya, artinya penambahan maupun

pengurangan aset tetap tidak berpengaruh apapun terhadap perolehan dana yang berasal dari hutang. Proporsi aset yang lebih besar tidak mendorong pemberi pinjaman untuk memberikan pinjaman bagi perusahaan dalam usaha meningkatkan *leverage* lebih tinggi. Aset tetap yang terbatas pada perusahaan infrastruktur bukan jaminan utama bagi perusahaan untuk dapat meningkatkan kelayakan kredit dan mendapatkan hutang dari pihak eksternal.

Hasil temuan yang tidak signifikan ini juga dapat disebabkan karena perbedaan sampel penelitian. Pada penelitian sebelumnya mayoritas peneliti menggunakan sampel perusahaan manufaktur dan *real estate* sedangkan pada penelitian ini dipilih perusahaan sektor infrastruktur yang memiliki karakteristik berbeda. Sehingga hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis yang telah ditetapkan bahwa struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal

Hasil penelitian ini mendukung temuan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap struktur modal diantaranya yaitu Al-Fayoumi dan Abuzayed (2009); Kartika (2016); Mahapsari (2013); dan Novitasari (2016). Al-Fayoumi dan Abuzayed (2009) menyatakan bahwa tidak ditemukan hubungan antara struktur aset dan rasio utang. Kartika (2016) menyatakan bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Dalam teori *pecking order* dijelaskan bahwa perusahaan menyukai pendanaan internal yang berupa laba ditahan saja untuk menghindari risiko yang lebih rendah dari pada dana eksternal dari pinjaman hutang. Perusahaan

menggunakan aktiva tetap yang kecil yang dijadikan jaminan hutang oleh perusahaan. Perusahaan memiliki jumlah hutang jangka panjang yang lebih kecil daripada modal sendiri, yang berarti bahwa perusahaan lebih banyak menggunakan modal sendiri yang berupa laba ditahan daripada menggunakan hutang jangka panjang (Novitasari, 2016). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi pada umumnya lebih tergantung pada modal dari luar perusahaan, pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah kebutuhan modal baru relatif kecil sehingga dapat dipenuhi dari laba ditahan (Kartika, 2016). Struktur aset yang berpengaruh negatif terhadap struktur modal kemungkinan terjadi karena untuk membiayai kegiatan operasionalnya perusahaan lebih cenderung menggunakan kas yang dimiliki oleh perusahaan daripada menggunakan hutang (Yudiarthi dan Mahfud, 2016).

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang sebelumnya dilakukan oleh Harjito (2011) dan Alipour, et al. (2015) yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal, karena penggunaan hutang dalam struktur modal relatif lebih cepat dibandingkan dana internal untuk membiayai operasional perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karakteristik perusahaan yang berbeda antar industri menyebabkan perbedaan pengaruh struktur aset terhadap struktur modal. Struktur modal yang optimal juga berbeda-beda menurut industri, terutama karena beberapa industri lebih padat aset daripada yang lain.

# Financial Flexibility, Bankruptcy Risk And Capital Structure

## ORIGINALITY REPORT

18%

SIMILARITY INDEX

21%

INTERNET SOURCES

12%

PUBLICATIONS

8%

STUDENT PAPERS

## PRIMARY SOURCES

1	<a href="http://owner.polgan.ac.id">owner.polgan.ac.id</a> Internet Source	2%
2	<a href="http://bloggerrized.blogspot.com">bloggerrized.blogspot.com</a> Internet Source	2%
3	<a href="http://eprints.ulm.ac.id">eprints.ulm.ac.id</a> Internet Source	1%
4	<a href="http://ejournal.stiewidyagamalumajang.ac.id">ejournal.stiewidyagamalumajang.ac.id</a> Internet Source	1%
5	<a href="http://media.unpad.ac.id">media.unpad.ac.id</a> Internet Source	1%
6	<a href="http://karyailmiah.unisba.ac.id">karyailmiah.unisba.ac.id</a> Internet Source	1%
7	Submitted to Universitas Sam Ratulangi Student Paper	1%
8	<a href="http://jurnalfe.ustjogja.ac.id">jurnalfe.ustjogja.ac.id</a> Internet Source	1%
9	<a href="http://thesis.umy.ac.id">thesis.umy.ac.id</a> Internet Source	1%

10	Submitted to UIN Raden Intan Lampung Student Paper	1 %
11	Submitted to Surabaya University Student Paper	1 %
12	one.indoskripsi.com Internet Source	1 %
13	Submitted to Universitas Gunadarma Student Paper	1 %
14	jurnal.uwp.ac.id Internet Source	1 %
15	repository.upy.ac.id Internet Source	1 %
16	vdocuments.net Internet Source	1 %
17	Fita Enjelina Rawung, Stanly W. Alexander, Meily Y.B. Kalalo. "PENGARUH ARUS KAS OPERASI DAN RETURN ON ASSET (ROA) TERHADAP HARGA SAHAM STUDI PADA PERUSAHAAN PERBANKAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA", GOING CONCERN : JURNAL RISET AKUNTANSI, 2017 Publication	1 %
18	ejurnal.mercubuana-yogya.ac.id Internet Source	1 %
19	eprints.mercubuana-yogya.ac.id	

Internet Source

1 %

20

mafiadoc.com

Internet Source

1 %

Exclude quotes On

Exclude matches < 1%

Exclude bibliography On