

PENGARUH FLEKSIBILITAS KEUANGAN, *GROWTH OPPORTUNITY*, *BANKRUPTCY RISK* DAN STRUKTUR ASET TERHADAP STRUKTUR MODAL

Budi Irian^{1)*}, Ekayana S. Paranita²⁾, Heri Ispriyahadi³⁾
^{1,2,3)} Universitas Sahid, Indonesia
**budiirian@yahoo.com*

Abstrak

Teknologi memegang peranan penting untuk mendukung pertumbuhan perusahaan sehingga membutuhkan investasi modal. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh fleksibilitas keuangan, risiko kebangkrutan, peluang pertumbuhan, dan struktur aset terhadap struktur modal. Perusahaan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan operator telekomunikasi seluler yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2016-2020. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda data panel dengan fixed effect model. Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel peluang pertumbuhan berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Sedangkan variabel risiko kebangkrutan, fleksibilitas keuangan dan struktur aset tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil uji-F menunjukkan semua variabel bebas secara simultan berpengaruh terhadap struktur modal. Secara empiris hasil analisis mendukung teori agensi. Implikasi manajerial dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan melakukan penggunaan utang didorong oleh peluang pertumbuhan. XL, Indosat dan Smartfren menunjukkan tingkat penggunaan utang yang tinggi akibat didorong oleh peluang pertumbuhan sehingga menekan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. XL, Indosat dan Smartfren memerlukan strategi pengelolaan struktur modal yang lebih menekan tingkat pertumbuhan yang aman terhadap struktur modal sehingga biaya modal tetap rendah. Selain itu diperlukan strategi sumber pendanaan selain utang yang memiliki risiko dan biaya rendah. Telkomsel memiliki pilihan yang lebih baik terhadap struktur modal sehingga dapat terus meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Kata Kunci: struktur modal, peluang pertumbuhan, teori agensi.

Abstract

Technology plays an important part to support the company growth and therefore needs capital investment. This research was conducted to examines the relation between financial flexibility, bankruptcy risk, growth opportunity, and asset structure through capital structure decisions on selected telecommunication seluler firms listed in Indonesian Stock Exchange (IDX) over the period 2016-2020. Research method is descriptive analytics by multiple regression fixed effect model. Analysis results indicate that growth opportunity had a significant relationship through capital structure while others had no significant relationship through capital structure. F-test results showing that all independent variables simultaneously had relationship through capital structure. Results of this research also showing the relevance of the agency theory. The managerial implications indicate that the company's management uses debt driven by growth opportunity. XL, Indosat and Smartfren shows that growth opportunity had effect encourages a high increase in debt and therefore need to manage growth using a safe debt to minimize the cost of capital structure and increase the level of financial flexibility.

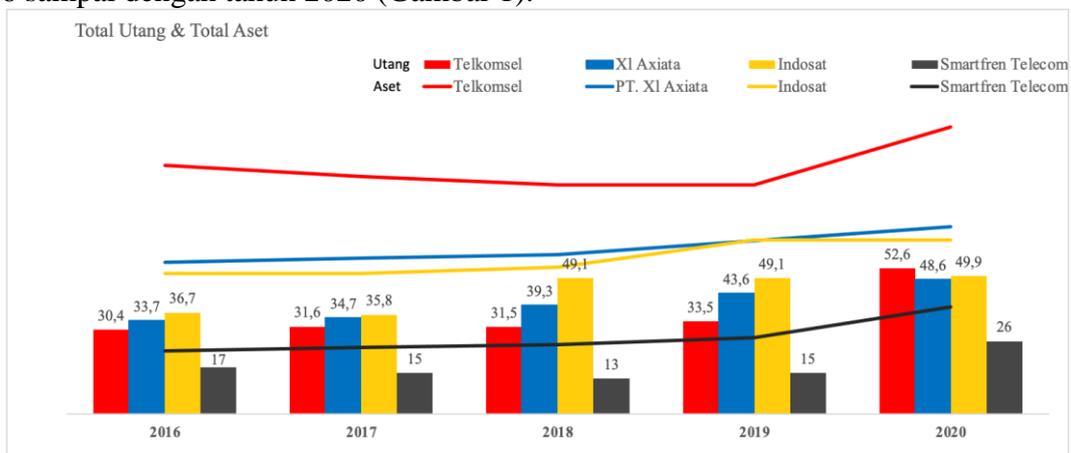
Telkomsel has a better choice of capital structure and therefore willing to keep company growth higher.

Keywords: capital structure, growth opportunity, agency theory.

1. PENDAHULUAN

Salah satu dampak dari transformasi digital adalah mendorong *digital mindset* dan perilaku digital dalam bentuk hubungan timbal balik dalam sebuah ekosistem digital. Peran penyedia jasa telekomunikasi seluler menjadi sangat penting karena mampu memberikan layanan *mobile connectivity* guna mendukung ketersediaan akses internet dan data bagi pelanggan segmen konsumen retail maupun bisnis, dimana saja dan kapan saja (*real time connectivity*).

Fenomena penurunan pelanggan pengguna layanan *legacy* dan adanya pertumbuhan bisnis digital berbasis telekomunikasi seluler menjadi peluang pertumbuhan atau *growth opportunity* bagi industri sektor telekomunikasi seluler. Peningkatan teknologi terkini memerlukan strategi investasi melalui strategi struktur modal perusahaan yang optimal. Kondisi tersebut mendorong peningkatan utang dan aset perusahaan selama periode tahun 2016 sampai dengan tahun 2020 (Gambar 1).



Gambar 1. Peningkatan Utang & Aset

Sumber pendanaan melalui utang memiliki biaya yang tinggi sehingga dapat meningkatkan risiko kebangkrutan. Utang digunakan antara lain untuk memenuhi kebutuhan investasi peningkatan teknologi dan secara langsung berpengaruh terhadap struktur aset perusahaan. Penambahan aset diharapkan mampu mendukung pertumbuhan perusahaan. Identifikasi masalah dalam penelitian ini yaitu implikasi kebijakan struktur modal melalui utang. Sehingga untuk menjawab permasalahan tersebut maka penelitian ini akan menganalisa bagaimana hubungan dan pengaruh faktor fleksibilitas keuangan, *growth opportunity*, *bankruptcy risk* dan struktur aktiva terhadap struktur modal perusahaan.

Penelitian struktur modal pada perusahaan sektor telekomunikasi masih menunjukkan perbedaan hasil penelitian yang satu dan lainnya. Hasil penelitian terdahulu menyatakan bahwa risiko kebangkrutan memiliki pengaruh secara signifikan dan negatif terhadap struktur modal dan *growth opportunity* memiliki pengaruh secara signifikan dan positif terhadap struktur modal sementara faktor fleksibilitas keuangan dan struktur aset tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap struktur modal (Sitah, 2019). Fleksibilitas keuangan menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal (Margaretha & Ginting, 2016). Sementara struktur aset memiliki pengaruh positif

dan signifikan terhadap struktur modal (Falencia dan Dewi, 2020; Lisiana & Widyarti, 2021).

Hasil penelitian diharapkan dapat memperluas pemahaman mengenai pengaruh fleksibilitas keuangan, risiko kebangkrutan, peluang pertumbuhan dan struktur aktiva terhadap struktur modal. Selain itu diharapkan dapat menjadi rujukan bagi peneliti lain untuk melakukan pengembangan penelitian terkait dengan struktur modal.

Manfaat praktis dari hasil penelitian dapat memberi gambaran teknik dan model pertimbangan yang dilakukan manajer dalam menjalankan strategi struktur modal yang optimal dalam kondisi keterbatasan praktis yang mereka hadapi. Bagi pihak eksternal, khususnya investor dapat menambah informasi dalam proses analisa keputusan investasi di pasar modal khususnya di sub-sektor telekomunikasi.

2. TINJAUAN PUSTAKA

Kajian Teoritis

Perkembangan teori tentang struktur modal mengakui adanya tingkat utang yang optimal (*leverage target*) yaitu teori *trade-off* dan teori keagenan. Pengembangan teori *trade-off* memasukkan faktor pajak sebagai pengurang biaya modal akibat dari biaya beban bunga utang dan biaya kebangkrutan sebagai akibat penggunaan utang pada tingkat yang memunculkan risiko kebangkrutan (Kraus & Litzenberger, 1973). Dalam perencanaan struktur modal, manajemen berusaha membuat target yang seimbang antara keuntungan yang diperoleh dari pajak atas utang dan biaya *penalty* kebangkrutan sehingga perusahaan tetap dapat berada dalam keadaan *solvent*. Namun dalam pelaksanaan yang dipengaruhi kondisi di luar perusahaan dapat mendorong manajemen menyimpang dari target optimal yang mengarah kepada kondisi *insolvent*. Menurut Ross & Westerfield terdapat pengukuran *trade-off* tertentu yang menjadi batasan perusahaan dalam melakukan pendanaan melalui utang yaitu nilai keuntungan penurunan biaya pajak dan biaya modal (Simatupang, Purwanti, & Mardiati, 2019).

Teori *trade-off* menggambarkan hubungan antara manfaat atas utang yang menuntut manajemen agar dapat menggunakan dana utang dengan efisien dan aman serta risiko atas bahaya ketidakmampuan perusahaan dalam membayar utang (Stretcher & Johnson, 2011). Dalam sudut pandang teori *trade-off*, perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan aman dalam melakukan utang karena mereka dapat melakukan kewajiban terhadap biaya yang timbul dari kegiatan dana ini. Hal ini mendorong perusahaan menaikkan rasio utang untuk mengurangi pajak dengan menjaga keseimbangan antara manfaat biaya utang dan pengurangan pajak yang diperoleh.

Dalam teori keagenan mempertimbangkan adanya hubungan antar kepentingan yang bertentangan yaitu agen atau manajemen yang menjalankan perusahaan dengan prinsipal atau para pemilik perusahaan/saham (Jensen & Meckling, 1976). Penggunaan utang dalam struktur modal dapat menekan manager perusahaan menggunakan *free cash flow* sehingga dapat mengurangi konflik keagenan dan mencegah kebijakan struktur modal yang tidak efektif. Struktur modal melalui penggunaan utang dapat mencegah alokasi kelebihan dana perusahaan yang tidak penting sehingga membawa arah operasional perusahaan menjadi lebih efisien (Stretcher & Johnson, 2011).

Agen atau manajemen memiliki tugas dan tanggung jawab moral untuk memaksimalkan keuntungan para pemilik namun juga memiliki motif untuk menjaga dan meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri. Penggunaan utang dalam struktur modal menjadi faktor yang sangat berpengaruh bagi perilaku manajer. Penggunaan utang yang tinggi dalam pembiayaan kegiatan perusahaan memunculkan risiko kebangkrutan jika

perusahaan tidak dapat melakukan pembayaran atas utang sehingga menuntut manajemen untuk lebih menjaga risiko dengan penggunaan utang pada tingkat yang efisien dan sebaliknya mencegah penggunaan utang untuk proyek yang tidak memberikan keuntungan bagi perusahaan. Konflik kepentingan (*agency conflict*) memunculkan biaya keagenan (*agency cost*), hal ini kemudian dikenal dengan *Agency Theory*. Dalam menjalankan fungsi pengelolaan perusahaan, manajer perusahaan menginginkan kesejahteraan bagi para manajer sementara pemilik modal menginginkan peningkatan kekayaan dan kemakmuran para pemilik modal (Indahningrum & Handayani, 2009).

Potensi masalah keagenan akan semakin tinggi ketika kondisi perusahaan memiliki kelebihan arus kas atau arus kas tinggi. Manajer perusahaan akan memiliki pilihan untuk mengalokasikan dana pada proyek yang tidak menghasilkan laba atau penggunaan lain yang tidak efisien. Dengan adanya utang maka manajer perusahaan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Risiko terhadap kegagalan pembayaran utang dapat menyebabkan kepailitan perusahaan sehingga dapat menjadi efek kontrol yang kemudian menentukan kebijakan struktur modal.

Kajian Empiris

Kajian empiris dilakukan untuk melihat hasil penelitian terdahulu yang berhubungan dengan latar belakang permasalahan. Bahwa terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam melakukan keputusan struktur modal. Struktur modal merupakan perimbangan antara besarnya nilai pendanaan yang diperoleh dari luar perusahaan terhadap nilai modal sendiri perusahaan. Pendanaan yang diperoleh dari luar perusahaan dalam bentuk utang jangka panjang sedangkan komponen modal sendiri perusahaan bisa terdiri dari laba ditahan dan penyertaan kepemilikan perusahaan (Lisiana & Widyarti, 2021). Perusahaan Indonesia yang mengalami surplus pendanaan lebih memilih untuk melakukan pendanaan melalui utang dibandingkan dengan menggunakan surplus pendanaan sendiri sebagai sumber pendanaan (Simatupang, Purwanti, & Mardiyati, 2019).

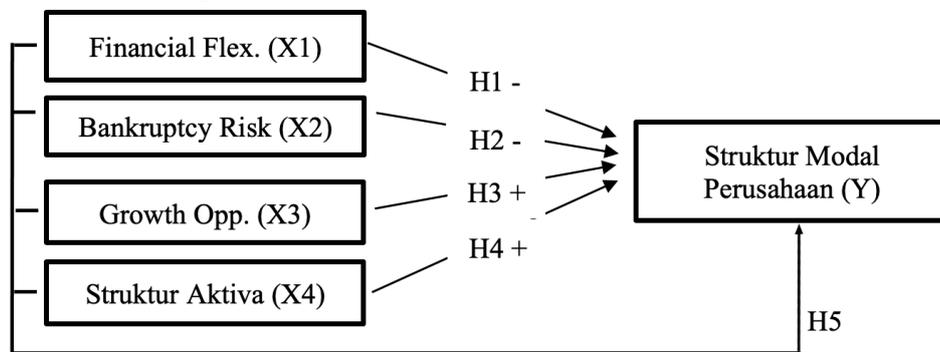
Hasil survei yang dilakukan terhadap 392 CFO perusahaan yang masuk dalam daftar *Fortune 500* menyatakan bahwa faktor terpenting yang mempengaruhi kebijakan utang adalah fleksibilitas keuangan dan peringkat kredit yang baik (Graham & Harvey, 1999). Perusahaan yang memiliki fleksibilitas keuangan mampu menyediakan akses dan restrukturisasi pembiayaan biaya rendah sehingga meningkatkan kemampuan penyesuaian terhadap keputusan untuk mengambil kesempatan atau memenuhi kebutuhan yang tidak diharapkan.

Berdasarkan teori *trade-off*, kemungkinan adanya risiko kebangkrutan perusahaan menjadi penting untuk diamati karena dapat menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan perusahaan melakukan pengurangan utang. Pengukuran tingkat risiko kebangkrutan perusahaan antara lain dengan menggunakan metode Altman Z-score. Metode Altman Z-score dapat memberikan tingkat akurasi dalam memproyeksi potensi kebangkrutan suatu perusahaan dengan nilai 90% untuk periode satu tahun mendatang dan untuk periode dua tahun dan tiga tahun masing-masing 80% dan 70% (Silaban, 2014). Penelitian terdahulu tentang pengaruh risiko kebangkrutan terhadap struktur modal menyatakan bahwa risiko kebangkrutan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal (Sitah, 2019; Orlova, Harperb, & Sun, 2020).

Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran dibangun untuk memberikan gambaran alur hubungan faktor yang menjadi variabel penelitian. Faktor fleksibilitas keuangan memberikan alternatif bagi manajemen dalam menggunakan sumber pendanaan. Semakin tinggi tingkat fleksibilitas keuangan maka manajer perusahaan dapat memilih menggunakan dana internal sebagai

sumber pendanaan. Faktor risiko kebangkrutan menjadi salah satu penekan keputusan untuk menggunakan sumber pendanaan dari utang. Faktor peluang pertumbuhan mendorong manajemen perusahaan untuk menggunakan utang karena diharapkan dapat mendukung terjadinya pertumbuhan perusahaan sekaligus meningkatkan *share value* perusahaan. Utang digunakan salah satunya adalah untuk penambahan aset yang digunakan untuk mendukung bisnis perusahaan dan pertumbuhan perusahaan. Berdasarkan sintesa latar belakang, kajian teoritis dan kajian empiris maka kerangka pemikiran disusun sebagai berikut:



Gambar 2. Kerangka Pemikiran

Pengembangan Hipotesis

Perusahaan yang memiliki tingkat fleksibilitas keuangan yang tinggi maka nilai rasio utang yaitu perbandingan total utang terhadap total aset akan berkurang. Fleksibilitas keuangan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal (Margaretha & Ginting, 2016). Penelitian lain menyatakan bahwa fleksibilitas keuangan memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal (Fatimah, 2020; Jaya, 2021). Sehingga untuk hipotesis pertama atas pengaruh fleksibilitas keuangan adalah sebagai berikut:

H1: *Financial flexibility* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Secara linier peningkatan utang menaikkan biaya utang sehingga dapat meningkatkan risiko kebangkrutan. Dalam penelitian terdahulu menyatakan bahwa risiko kebangkrutan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal kebangkrutan (Sitah, 2019; Orlova, Harperb, & Sun, 2020). Sehingga untuk hipotesis kedua atas pengaruh risiko kebangkrutan adalah sebagai berikut:

H2: *Bankruptcy risk* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Fakta adanya peluang pertumbuhan yang mendorong perusahaan meningkatkan rasio utang menunjukkan adanya pengaruh antara peluang pertumbuhan dan struktur modal dalam arah yang positif. Penelitian terdahulu menyatakan bahwa terdapat pengaruh *Growth Opportunity* terhadap struktur modal secara positif dan signifikan (Margaretha & Ginting, 2016; Sitah, 2019). Sehingga untuk hipotesis ketiga atas pengaruh *Growth Opportunity* adalah sebagai berikut:

H3: *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

Peningkatan teknologi dalam industri seluler guna mendukung perubahan layanan pelanggan, secara langsung mendorong terjadinya peningkatan aset. Peningkatan aset dapat dilakukan melalui sumber pendanaan utang.

H4: Struktur Aktiva (aset) berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

Peluang pertumbuhan (*growth opportunity*) dapat dimanfaatkan oleh seluruh perusahaan operator telekomunikasi selama mereka mampu menyediakan layanan yang diharapkan oleh pelanggan. Indikasi pertumbuhan ditunjukkan melalui peningkatan aset

dan sekaligus peningkatan utang. Berdasarkan kondisi dan indikasi tersebut maka hipotesis kelima diajukan dalam penelitian ini yaitu :

H5: Fleksibilitas keuangan, peluang pertumbuhan, risiko kebangkrutan dan struktur aktiva secara simultan (bersama) berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

3. METODE PENELITIAN

Metode penelitian menggunakan analisa statistika deskriptif dengan analisa regresi berganda data panel. Sumber data dikumpulkan dari laporan keuangan perusahaan sampel. Penentuan perusahaan sampel ditentukan berdasarkan kriteria perusahaan yang masuk dalam sektor infrastruktur, sub sektor telekomunikasi khususnya perusahaan penyedia jasa telekomunikasi seluler. Kriteria sampel perusahaan yang telah terdaftar secara langsung atau tidak langsung (melalui induk perusahaan) di BEI periode 2016-2020 dan memiliki laporan keuangan yang terpublikasi.

Tabel 3.1. Kriteria Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah Perusahaan	Jumlah Observasi
Perusahaan Telekomunikasi Seluler	6	30
Tidak Terdaftar di BEI Baik Langsung atau Melalui Induk Perusahaan	2	10
Jumlah Sampel	4	20

Berdasarkan kriteria tersebut maka sampel penelitian sebanyak empat perusahaan yaitu; PT. Telkomsel, PT XL-Axiata, PT Indosat dan PT. Smart Telecom (PT. Smartfren Telecom).

Unit analisis yang digunakan adalah parameter keuangan yang diolah dari laporan keuangan perusahaan sampel periode tahun 2016-2020. Sumber data laporan keuangan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan yang dipublikasi perusahaan baik secara langsung (melalui situs perusahaan) ataupun melalui situs resmi PT Bursa Efek Indonesia yaitu idx.co.id.

Selanjutnya dilakukan definisi dan operasionalisasi konsep penelitian. Proksi variabel *financial flexibility* menggunakan *cash debt coverage ratio* (Sitah, 2019). Persamaan perhitungan sebagai berikut:

$$DR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}} \quad (1)$$

Proksi variabel *bankruptcy risk* menggunakan metode Altman Z-score (Paleni, 2021). Persamaan perhitungan sebagai berikut:

$$Z\text{-score} = 6.56 T1 + 3.26 T2 + 6.72 T3 + 1.05 T4 \quad (2)$$

Proksi variabel *Growth Opportunity (GO)* dihitung melalui selisih antara nilai total aset tahun sekarang dengan tahun sebelumnya terhadap nilai total aset tahun sekarang (Falencia dan Dewi, 2020). Persamaan perhitungan sebagai berikut:

$$GO = \frac{\Delta \text{Total Aset}}{\text{Total Aset (t)}} \quad (3)$$

Proksi variabel struktur aset (SA) merupakan perbandingan atas nilai total aset tetap terhadap nilai total aset (Sitah, 2019; Ayuningtyas, 2020; Falencia dan Dewi, 2020). Persamaan perhitungan sebagai berikut:

$$SA = \frac{\text{Total Aset Tetap}}{\text{Total Aset}} \quad (4)$$

Proksi variabel struktur modal (DR) merupakan perbandingan atas nilai total utang terhadap nilai total aset (Hendi & Susanti, 2021; Jaworski & Czerwonka, 2021). Persamaan perhitungan ditulis sebagai berikut:

$$DR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}} \quad (5)$$

Berdasarkan kerangka pemikiran dan hipotesis penelitian maka model empiris persamaan struktural sebagai berikut:

$$DR = \beta_0 + \beta_1 F_{it} + \beta_2 GO_{it} + \beta_3 R_{it} + \beta_4 SA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

dimana:

DR = variabel terikat yang dalam penelitian ini yaitu struktur modal.

β_0 = nilai konstanta

β_1 = nilai koefisien regresi untuk variabel F yaitu fleksibilitas keuangan.

β_2 = nilai koefisien regresi untuk variabel GO yaitu *growth opportunity*.

β_3 = nilai koefisien regresi untuk variabel R yaitu risiko kebangkrutan.

β_4 = nilai koefisien regresi untuk variabel SA yaitu struktur aktiva.

ε = nilai *residual* atau error yang signifikan terhadap variabel terikat.

i = nama perusahaan (unit cross section)

t = tahun (unit time series)

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian yaitu menggunakan model regresi data panel dengan alat analisis menggunakan EVIEWS. Model regresi data panel terdiri dari *common effect model*, *fixed effect model* dan *random model effect*. Untuk mendapatkan model analisa regresi data panel yang paling sesuai maka dilakukan uji Chow dan uji Hausman. Uji Chow dilakukan untuk menentukan model terbaik antara *common effect model* dan *fixed effect model*. Sementara uji Hausman dilakukan untuk menentukan model terbaik antara *fixed effect model* dan *random effect model*.

Hasil analisis regresi kemudian dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Uji asumsi klasik bertujuan untuk mengetahui ketepatan estimasi dari persamaan regresi yang telah diperoleh. Jika asumsi klasik tidak terpenuhi maka dapat dilakukan perbaikan data untuk kemudian dilakukan kembali tahap analisa regresi menggunakan model regresi data panel yang paling sesuai. Hasil analisis regresi tersebut kemudian dilakukan kembali tahapan uji asumsi klasik sampai terpenuhi syarat minimal lolos uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas (Basuki, 2022).

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

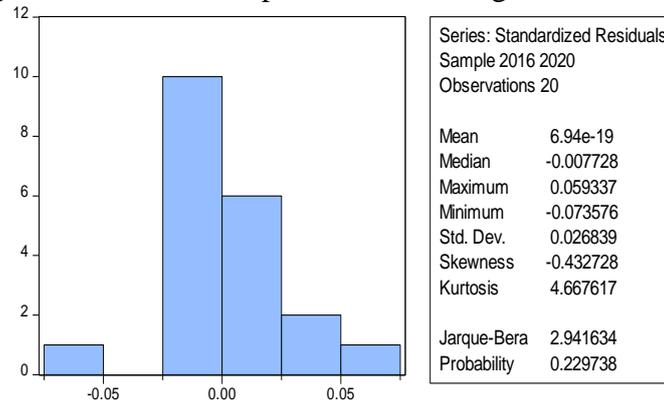
Hasil uji chow menunjukkan bahwa *fixed effect model* merupakan model terbaik. Uji Hausman tidak dilakukan karena *random effect model* tidak dapat dilakukan karena syarat yang tidak terpenuhi. Hasil analisis data menjadi dasar pengujian atas hipotesis yang telah dibuat. Analisis regresi menggunakan *fixed effect model* dengan menggunakan EVIEWS diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 1. *Fixed Effect Model*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.231268	0.105865	-2.184553	0.0495
F	-0.647767	0.466412	-1.388831	0.1901
GO	0.220341	0.093995	2.344191	0.0371
R	-0.003768	0.001826	-2.063556	0.0614
SA	0.102972	0.117648	0.875255	0.3986
R-squared	0.947906	Mean dependent var		-0.229127
Adjusted R-squared	0.917518	S.D. dependent var		0.117589
S.E. of regression	0.033771	Akaike info criterion		-3.649245
Sum squared resid	0.013686	Schwarz criterion		-3.250952
Log likelihood	44.49245	Hannan-Quinn criter.		-3.571494
F-statistic	31.19350	Durbin-Watson stat		2.026944
Prob(F-statistic)	0.000001			

Berdasarkan hasil analisis regresi pada Tabel 1. diperoleh persamaan struktural berikut:
 $DR = -0,231268 - 0,647767 F + 0,220341 GO - 0,003768 R + 0,102972 SA$.

Uji asumsi klasik pertama dilakukan dengan uji normalitas. Uji normalitas dengan alat analisis menggunakan EVIEWS diperoleh hasil sebagai berikut:



Gambar 3. Grafik Distribusi Data

Gambar 3. menunjukkan bahwa data sudah terdistribusi normal dengan nilai *probability* $0,22973 > 0,05$ atau $p\text{-value} > \alpha$ dan nilai Jarque-Bera sebesar 2,94163.

Uji multikolinieritas dilakukan untuk mendapatkan nilai R^2 masing-masing variabel dengan menggunakan EVIEWS. Hasil analisa R^2 untuk variabel *financial flexibility* (F) ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Analisa R^2_2 (F)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.119342	0.053548	2.228677	0.0441
GO	0.071360	0.052272	1.365160	0.1954
R	0.000846	0.001060	0.797848	0.4393
SA	-0.078231	0.066510	-1.176232	0.2606
R-squared	0.943386	Mean dependent var		0.075225
Adjusted R-squared	0.917256	S.D. dependent var		0.069813
S.E. of regression	0.020082	Akaike info criterion		-4.708780
Sum squared resid	0.005243	Schwarz criterion		-4.360273
Log likelihood	54.08780	Hannan-Quinn criter.		-4.640748
F-statistic	36.10416	Durbin-Watson stat		1.413575
Prob(F-statistic)	0.000000			

Proses yang sama dilakukan untuk memperoleh nilai R^2 variabel risiko kebangkrutan, peluang pertumbuhan dan struktur aktiva dengan menggunakan EVIEWS. Hasil analisa ditunjukkan pada Tabel 3., Tabel 4. dan Tabel 5.

Tabel 3. Analisa R^2_2 (GO)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statist	Prob.
C	0.093456	0.311299	0.30021	0.7688
F	1.757065	1.287076	1.36516	0.1954
R	-0.010505	0.004531	-2.31830	0.0374
SA	-0.080235	0.346432	-0.23160	0.8205
R-squared	0.466568	Mean dependent var		0.061798
Adjusted R-squared	0.220368	S.D. dependent var		0.112857
S.E. of regression	0.099649	Akaike info criterion		-1.505114
Sum squared resid	0.129088	Schwarz criterion		-1.156608
Log likelihood	22.05114	Hannan-Quinn criter.		-1.437082
F-statistic	1.895081	Durbin-Watson stat		1.636326
Prob(F-statistic)	0.157146			

Tabel 4. Analisa R^2_2 (R)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16.23012	15.43904	1.051239	0.3123
F	55.19420	69.17888	0.797848	0.4393
GO	-27.84329	12.01021	-2.318301	0.0374
SA	-11.84491	17.56736	-0.674257	0.5120
R-squared	0.886435	Mean dependent var		10.02969
Adjusted R-squared	0.834020	S.D. dependent var		12.59222
S.E. of regression	5.130155	Akaike info criterion		6.377366
Sum squared resid	342.1404	Schwarz criterion		6.725872
Log likelihood	-56.77366	Hannan-Quinn criter.		6.445398
F-statistic	16.91191	Durbin-Watson stat		0.983980
Prob(F-statistic)	0.000019			

Tabel 5. Analisa R^2_2 (SA)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.853000	0.079473	10.73323	0.0000
F	-1.229544	1.045324	-1.176232	0.2606
GO	-0.051215	0.221131	-0.231604	0.8205
R	-0.002853	0.004231	-0.674257	0.5120
R-squared	0.561336	Mean dependent var		0.728731
Adjusted R-squared	0.358876	S.D. dependent var		0.099430
S.E. of regression	0.079614	Akaike info criterion		-1.954042
Sum squared resid	0.082399	Schwarz criterion		-1.605536
Log likelihood	26.54042	Hannan-Quinn criter.		-1.886010
F-statistic	2.772573	Durbin-Watson stat		2.099141
Prob(F-statistic)	0.058183			

Dari Tabel 1., 2., 3., 4. dan 5. diperoleh nilai masing-masing $R^2_1 = 0.947906$, $R^2_2 = 0.943386$, $R^2_3 = 0.4666568$, $R^2_4 = 0.886435$ dan $R^2_5 = 0.561336$. Nilai $R^2_1 > R^2_2$, R^2_3 , R^2_4 , dan R^2_5 , sehingga kesimpulannya tidak terjadi Multikolinearitas.

Untuk menguji heteroskedastisitas pada data maka dilakukan uji park dengan menggunakan EVIEWS dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 6. Uji Park

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.785342	3.908353	-1.736113	0.1081
F	-29.19694	17.21913	-1.695610	0.1157
GO	2.257367	3.470116	0.650516	0.5276
R	0.044169	0.067404	0.655282	0.5246
SA	0.240943	4.343378	0.055474	0.9567
R-squared	0.347895	Mean dependent var		-8.223601
Adjusted R-squared	-0.032499	S.D. dependent var		1.226994
S.E. of regression	1.246773	Akaike info criterion		3.568169
Sum squared resid	18.65332	Schwarz criterion		3.966462
Log likelihood	-27.68169	Hannan-Quinn criter.		3.645920
F-statistic	0.914565	Durbin-Watson stat		3.171314
Prob(F-statistic)	0.527461			

Tabel 6. menunjukkan variabel fleksibilitas keuangan (F), *growth opportunity* (GO), *bankruptcy risk* (R) dan struktur aktiva (SA) berturut-turut memiliki nilai probabilitas sebesar 0,1157; 0,5276; 0,5246; dan 0,9567. Seluruh nilai probabilitas variabel lebih besar dari 0,05 artinya model regresi tidak mengalami heteroskedastisitas.

Uji autokorelasi menggunakan metode Durbin Watson. Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui gejala multikolinieritas. Dengan menggunakan EVIEWS diperoleh hasil uji Durbin Watson dengan nilai 2,026944 (Tabel 7). Nilai tersebut berada di antara nilai dU (1,828) dan 4-dU untuk jumlah sampel 20 (n) dengan jumlah variabel bebas 4 (k) maka disimpulkan tidak terdapat pelanggaran multikolinieritas.

Tabel 7. Uji Durbin Watson

R-squared	0.947906	Mean dependent var	-0.229127
Adjusted R-squared	0.917518	S.D. dependent var	0.117589
S.E. of regression	0.033771	Akaike info criterion	-3.649245
Sum squared resid	0.013686	Schwarz criterion	-3.250952
Log likelihood	44.49245	Hannan-Quinn criter.	-3.571494
F-statistic	31.19350	Durbin-Watson stat	2.026944
Prob(F-statistic)	0.000001		

Hasil analisis regresi *fixed effect model* memberikan nilai R^2_1 sebesar 0.947906 dan nilai *adjusted R*² sebesar 0.917518. Nilai Adjusted R-square sebesar 0,917518 atau 91,75%, artinya variabel fleksibilitas keuangan (F), *growth opportunity* (GO), *bankruptcy risk* (R) dan struktur aktiva (SA) memiliki determinasi sebesar 91,75% terhadap variabel struktur modal (DR) dan terdapat variabel lain yang memberikan determinasi terhadap struktur modal sebesar 8,25%.

Nilai F-statistik diperoleh sebesar 31,19350 dimana nilai tersebut lebih besar dari F tabel (3,056) sehingga H_0 ditolak atau H_1 diterima artinya variabel fleksibilitas keuangan (F), *growth opportunity* (GO), *bankruptcy risk* (R) dan struktur aset (SA) secara simultan berpengaruh terhadap variabel struktur modal (DR).

Uji t

diperoleh dari hasil analisis *fixed effect model* sesuai Tabel 1. yang menunjukkan nilai t-hitung dan nilai probabilitas sebagai berikut:

Tabel 8. Nilai Uji-t

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0,231268	0,105865	-2,184553	0,0495
F	-0,647767	0,466412	-1,388831	0,1901
GO	0,220341	0,093995	2,344191	0,0371
R	-0,003768	0,001826	-2,063556	0,0614
SA	0,102972	0,117648	0,875255	0,3986

Variabel fleksibilitas keuangan (F) memiliki nilai t-hitung sebesar -1,388831 dan nilai prob. sebesar 0,1901. Karena nilai prob. lebih besar dari 0,05 dan nilai t-hitung < t-tabel maka H_0 diterima artinya variabel fleksibilitas keuangan (F) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel struktur modal (DR).

untuk variabel fleksibilitas keuangan (F), 2,344191 untuk variabel *growth opportunity* (GO), 2,063556 untuk variabel *bankruptcy risk* (R) dan 0,875255 untuk variabel struktur aktiva (SA).

, Variabel *growth opportunity* (GO) memiliki nilai prob. sebesar 0,0371, karena nilainya lebih rendah dari 0,05 dan dengan nilai t-hitung > t-tabel maka H_1 diterima artinya variabel *growth opportunity* (GO) berpengaruh signifikan positif terhadap variabel struktur modal (DR). Variabel *bankruptcy risk* (R) memiliki nilai prob. sebesar 0,0614, karena nilainya lebih besar dari 0,05 dan dengan nilai t-hitung < t-tabel maka H_0 diterima artinya variabel *bankruptcy risk* (R) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel

struktur modal (DR). Variabel struktur aktiva (SA) memiliki nilai prob. sebesar 0,3986, karena nilainya lebih besar dari 0,05 dan dengan nilai t-hitung < t-tabel maka H_0 diterima artinya variabel struktur aktiva (SA) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel struktur modal (DR).

Dari Tabel 8 diketahui nilai probabilitas masing-masing variabel yaitu fleksibilitas keuangan (F) memiliki nilai prob. sebesar 0,1901, karena nilainya lebih besar dari 0,05 dan dengan nilai t-hitung < t-tabel maka H_0 diterima artinya variabel fleksibilitas keuangan (F) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel struktur modal (DR). Variabel *growth opportunity* (GO) memiliki nilai prob. sebesar 0,0371, karena nilainya lebih rendah dari 0,05 dan dengan nilai t-hitung > t-tabel maka H_1 diterima artinya variabel *growth opportunity* (GO) berpengaruh signifikan positif terhadap variabel struktur modal (DR). Variabel *bankruptcy risk* (R) memiliki nilai prob. sebesar 0,0614, karena nilainya lebih besar dari 0,05 dan dengan nilai t-hitung < t-tabel maka H_0 diterima artinya variabel *bankruptcy risk* (R) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel struktur modal (DR). Variabel struktur aktiva (SA) memiliki nilai prob. sebesar 0,3986, karena nilainya lebih besar dari 0,05 dan dengan nilai t-hitung < t-tabel maka H_0 diterima artinya variabel struktur aktiva (SA) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel struktur modal (DR).

Pembahasan

Hipotesis H1 menyatakan bahwa *financial flexibility* (F) berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Hasil analisis menunjukkan nilai koefisien variabel *financial flexibility* adalah -0,6477 sehingga dapat diartikan bahwa jika F naik 1 satuan maka DR akan mengalami penurunan sebesar 0,647767 dengan asumsi variabel lain tetap. Arah pengaruh negatif sudah sesuai dengan hipotesis namun berdasarkan nilai prob. sebesar 0,1901 yaitu lebih besar dari $\alpha = 0,05$ dan dengan nilai t-hitung < t-tabel maka pengaruh variabel *financial flexibility* tidak signifikan sehingga H1 ditolak dan menerima H_0 yaitu bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel *financial flexibility* terhadap struktur modal.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa fleksibilitas keuangan memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal. Hipotesis ini mengacu kepada *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan dapat meningkatkan keunggulan kondisi fleksibilitas keuangan yang tinggi untuk tidak menggunakan utang dalam jumlah yang besar (Sitah, 2019; Fatimah, 2020; Jaya, 2021).

Hipotesis H2 menyatakan bahwa *bankruptcy risk* (R) berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Hasil analisis menunjukkan nilai koefisien variabel *bankruptcy risk* adalah -0,00376 sehingga dapat diartikan bahwa jika (R) naik 1 satuan maka DR akan mengalami penurunan sebesar 0,003768 dengan asumsi variabel lain tetap. Arah pengaruh negatif sudah sesuai dengan hipotesis namun berdasarkan nilai prob. sebesar 0,0614 yaitu lebih besar dari $\alpha = 0,05$ dan dengan nilai t-hitung < t-tabel maka pengaruh variabel *bankruptcy risk* dapat dikatakan tidak signifikan sehingga H1 ditolak dan menerima H_0 yaitu bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel *financial flexibility* terhadap struktur modal.

Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa *bankruptcy risk* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal (Sitah, 2019; Orlova, Harperb, & Sun, 2020). Hipotesis ini mengacu kepada teori *trade-off* yaitu menggambarkan hubungan antara manfaat atas utang yang menuntut manajemen agar dapat menggunakan dana utang dengan efisien dan aman serta risiko atas bahaya ketidakmampuan perusahaan dalam membayar utang (Stretcher & Johnson, 2011).

Hipotesis H3 menyatakan bahwa peluang pertumbuhan (GO) memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Hasil analisis menunjukkan nilai koefisien variabel *growth opportunity* adalah 0,220341 sehingga dapat diartikan bahwa jika GO naik 1 satuan maka DR akan mengalami kenaikan sebesar 0,220341 dengan asumsi variabel lain tetap. Arah pengaruh positif sudah sesuai dengan hipotesis dan berdasarkan nilai prob. sebesar 0,0371 yaitu lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ dan dengan nilai t-hitung $>$ t-tabel maka pengaruh variabel *growth opportunity* dapat dikatakan signifikan positif sehingga H1 diterima bahwa terdapat pengaruh signifikan positif antara variabel *growth opportunity* terhadap struktur modal.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa *growth opportunity* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal (Sitah, 2019; Margaretha & Ginting, 2016). Hipotesis ini mengacu kepada teori agensi yang menjelaskan bahwa manajemen perusahaan memiliki tingkat kepentingan menjaga pertumbuhan perusahaan terus terjadi dengan didukung oleh struktur modal dari utang.

Hipotesis H4 menyatakan bahwa struktur aset (SA) berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Nilai koefisien variabel struktur aset adalah 0,102972 menunjukkan pengaruh positif sehingga dapat diartikan bahwa jika SA naik 1 satuan maka DR akan mengalami kenaikan sebesar 0,102972 dengan asumsi variabel lain tetap. Arah pengaruh positif sudah sesuai dengan hipotesis dan berdasarkan nilai prob. sebesar 0,3986 yaitu lebih besar dari $\alpha = 0,05$ dan dengan nilai t-hitung $<$ t-tabel maka pengaruh variabel struktur aset dapat dikatakan tidak signifikan sehingga H1 ditolak dan menerima H_0 yaitu bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel struktur aset terhadap variabel struktur modal. Hasil penelitian terdahulu menyatakan bahwa struktur aset tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal (Sitah, 2019; Ayuningtyas, 2020) sehingga sesuai dengan hasil penelitian ini.

Persamaan struktural juga menunjukkan nilai koefisien -0,231268 sehingga dapat dikatakan bahwa jika semua variabel bebas dianggap tidak mengalami perubahan maka DR sebesar -0,231268.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

1. Variabel fleksibilitas keuangan dan variabel struktur aset memiliki pengaruh terhadap struktur modal tapi tidak secara signifikan.
2. Perubahan terhadap tingkat fleksibilitas keuangan dan struktur aset perusahaan tidak akan secara signifikan mempengaruhi struktur modal perusahaan.
3. Variabel *growth opportunity* berpengaruh signifikan terhadap variabel struktur modal.
4. Perubahan terhadap tingkat *growth opportunity* perusahaan akan memberikan pengaruh secara signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan.
5. Variabel *bankruptcy risk* memiliki pengaruh terhadap struktur modal tapi tidak secara signifikan.
6. Perubahan terhadap tingkat *bankruptcy risk* perusahaan tidak akan secara signifikan mempengaruhi struktur modal perusahaan.
7. Tiga dari empat sampel perusahaan menunjukkan indikasi perusahaan memiliki risiko bangkrut namun dalam pelaksanaan keputusan struktur modal perusahaan tetap melakukan sumber pendanaan dari utang.
8. Variabel fleksibilitas keuangan, *growth opportunity*, *bankruptcy risk* dan struktur aktiva secara simultan (bersama) memberikan pengaruh terhadap variabel struktur modal (DR).

Saran

Penambahan variabel kontrol (variabel antara yang bersifat penekan atau *suppressor variable*) yang dapat memperkuat pengaruh khususnya pada variabel *bankruptcy risk*. Penambahan metode pengukuran risiko kebangkrutan yaitu metode Springate dan Zmijewski. Dengan menggunakan metode Springate terdapat empat perusahaan yang masuk kategori kesulitan keuangan (Paleni, 2021).

Proksi struktur modal menggunakan masing-masing *long term debt* dan *short term debt* agar dapat melihat perbedaan pengaruh dari kedua jenis utang.

Penambahan variabel kontrol (variabel antara yang bersifat penekan atau *suppressor variable*) yang dapat memperkuat pengaruh variabel struktur aset, misal faktor teknologi yang sangat berperan dalam sektor industri telekomunikasi seluler.

Penambahan sampel perusahaan dalam sektor industri infrastruktur non telekomunikasi sehingga dapat dilakukan perbandingan hasil penelitian berdasarkan sub-sektor industri yang berbeda.

REFERENSI

- Abdeljawad, I., Mat-Nor, F., Ibrahim, I., & Abdul-Rahim, R. (2013). *Dynamic Capital Structure Trade-off Theory: Evidence from Malaysia*. *International Review of Business Research Papers*, 9(6), 102–110.
- Ayuningtyas, N. & Susanto, L. (2020). *Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan, Dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal*. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara*, 2, 536–546
- Basuki, A.T. (2022). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis: Dilengkapi Aplikasi SPSS & EVIEWS* (Edisi 2). Jakarta: Rajawali Pers.
- Falencia dan Dewi, S.P. (2020). *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di BEI*. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara*, 2, 1334 – 1342.
- Fatimah, S.F. (2020). *Pengaruh Fleksibilitas Keuangan, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal*. Skripsi. Semarang: Universitas Negeri Semarang.
- Graham, J. R. & Harvey, C.R. (1999). *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Hendi & Susanti, Y. (2021). *Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal di Bursa Efek Indonesia*. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, 17(2), 139–157.
- Indahningrum, R.P. & Handayani, R. (2009). *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan*. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 11(3), 189 - 207.
- Jaworski, J., & Czerwonka, L. (2021). *Determinants of enterprises' capital structure in energy industry: Evidence from european union*. *Energies*, 14(7), 1–21.
- Jaya, A.(2021). *Pengaruh Fleksibilitas Keuangan, Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal & Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Infrastruktur, Utilitas, Dan Transportasi Yang Tercatat Di BEI*. Tesis. Makassar: Universitas Hasanudin.
- Jensen, M.C. & Meckling. W.H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973). "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage". *American Finance Association*, 28(4), 911-922.
- Lisiana, K.X.M. & Widyarti, E.T. (2021). *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI*. *Diponegoro Journal Of Management*, 10(1), 1-12.
- Margaretha, F. & Ginting, K. R. (2016). *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan BUMN di Indonesia*. *Jurnal Ekonomi*, 7(1), 55-67.
- Orlova, S., Harperb, J.T., Sun, L. (2020). *Determinants Of Capital Structures Based On The Pecking Order Theory And Trade-Off Theory*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 23(1), 90–102.
- Paleni, H. (2021). *Prediksi Kebangkrutan Model Altman Z-Score (Studi Pada Pt.Telekomunikasi Di Bursa Efek Indonesia)*. *Ekombis Review: Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis*, 9(2).
- Paranita, E.S. (2020). *Hedging Berbasis Utang Valuta Asing (Studi Kasus pada Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. Depok: Rajawali Pers.
- Silaban, P. (2014). *Analisis Kebangkrutan Dengan Menggunakan Model Altman (Z-Score)*. (Studi Kasus di Perusahaan Telekomunikasi). *Jurnal Akuntansi*, 18(3), 322-334.
- Simatupang, H.J., Purwanti, L., & Mardiaty, E. (2019). *Determinants of capital structures based on the Pecking Order Theory and Trade-off Theory*. *Jurnal Keuangan & Perbankan*, 23(1),90–102.
- Sitah, A. (2019). *Pengaruh Financial Flexibility, Growth Opportunity, Bankruptcy Risk Dan Struktur Aset Terhadap Struktur Modal*. (Studi Kasus Pada Perusahaan Sub-Sektor Infrastruktur, Utilitas Dan Transportasi Yang Terdaftar Di Bei Periode 2013-2017). Tesis. Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia.
- Stretcher, R. & Johnson. S.J. (2011). *Capital structure: Professional Management Guidance*. *Managerial Finance*, 37, 788–804.