

PENGARUH BEBERAPA VARIABEL FUNDAMENTAL TERHADAP
PERTUMBUHAN MODAL SENDIRI
(Studi Perusahaan *Consumer Goods* Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia)

Oleh:

Wiwiek Kusumaning Asmoro, S.E., M.M.

PROGRAM STUDI AKUNTANSI POLITEKNIK KEDIRI

wiwikasmoro@gmail.com

Abstrak

Dalam usaha mengembangkan industri makanan dan minuman ringan diperlukan pembiayaan yang cukup besar, dibutuhkan alternatif sumber pembiayaan. Ada dua jenis modal dalam perusahaan yaitu modal asing dan modal sendiri. Saat perusahaan ingin mempertahankan posisi solvabilitas dan likuiditas tentunya diperlukan modal sendiri yang memadai, namun demikian bila pertumbuhan modal sendiri berlebihan dapat memperkecil rentabilitas modal sendiri, pada lain hal dapat meningkatkan biaya modal. Pertumbuhan modal sendiri dapat dipengaruhi oleh beberapa variabel fundamental.

Penelitian ini dilakukan pada 21 populasi perusahaan *consumer goods* 16 sampel yang telah mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama kurun waktu lima tahun (2010-2015). Data yang digunakan di sini adalah *pooling data time series* pada periode tahun (2010-2015) terhadap perusahaan *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sumber data yang digunakan adalah data sekunder. Penelitian ini menggunakan uji regresi linier berganda menggunakan alat bantu SPSS, yang mana x_1 = Debt to Equity Ratio, x_2 = Earning Per Share, x_3 = beban bunga, x_4 = beban pajak, x_5 = ROE, x_6 = Pertumbuhan Penjualan, Y =Pertumbuhan Modal Sendiri.

Dari hasil penelitian hanya terdapat satu variabel yang mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan modal sendiri yaitu *Return on Equity* (ROE). Sementara itu tiga variabel independent lainnya yaitu struktur modal, beban bunga dan pertumbuhan penjualan juga mempunyai pengaruh positif terhadap pertumbuhan modal sendiri meskipun tidak signifikan. Sedangkan dua variabel independen lainnya yaitu *Earnings per share* dan beban pajak berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan modal sendiri

Kata kunci : Modal Sendiri, Struktur Modal, Earning Per Share, Beban Bunga, Beban Pajak, ROE, Pertumbuhan Penjualan

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Dalam usaha mengembangkan industri makanan dan minuman ringan diperlukan pembiayaan yang cukup besar, dibutuhkan alternatif sumber pembiayaan. Adapun sumber pembiayaan tersebut dapat diperoleh dengan cara penerbitan saham biasa, saham preferen, obligasi dan surat berharga lainnya. Tentunya tujuan dari perusahaan-perusahaan tersebut melakukan penerbitan saham yaitu

sebagai alternatif pendanaan yang relatif lebih murah dengan jumlah yang besar dan fleksibel dalam pendanaan. Ada dua jenis modal dalam perusahaan yaitu modal asing dan modal sendiri.

Keunggulan dari penggunaan modal sendiri yaitu tidak ada ikatan waktu pengembalian. Selain itu dengan menggunakan modal sendiri perusahaan dapat menghindari tekanan-tekanan dari pihak luar yang menginginkan ikut campur dalam perusahaan. Bila

perusahaan tersebut telah go publik, ketentuan ini menjadi tidak jelas, karena bagi pemilik saham mayoritas akan ikut melakukan pengendalian perusahaan.

Situasi ekonomi yang terjadi di Indonesia terutama antara tahun 1999 sampai dengan 2002 perkembangan ekonomi di Indonesia sempat tidak menentu. Namun demikian perusahaan *consumer goods* cenderung untuk tidak terpengaruh di dalamnya. Pendanaan modal sendiri terdapat dua sumber utama, yaitu sumber internal dan sumber external. Sumber internal diperoleh dengan pengumpulan laba pertahunnya yang dihasilkan perusahaan sedangkan sumber external berasal dari penerbitan saham biasa dan saham preference/istimewa (Kamaludin, 1997).

Saat perusahaan ingin mempertahankan posisi solvabilitas dan likuiditas tentunya diperlukan modal sendiri yang memadai, namun demikian bila pertumbuhan modal sendiri berlebihan dapat memperkecil rentabilitas modal sendiri, pada lain hal dapat meningkatkan biaya modal.

Menurut teori penerbitan saham merupakan biaya yang relatif besar dibandingkan pembiayaan dengan obligasi (James C. Van Horne, 2001: 477). Dikemukakan penambahan *debt equity* pada tingkat tertentu akan meminimumkan biaya modal, tapi bila penambahannya secara berlebihan justru mengakibatkan peningkatan biaya modal.

Riyanto (2002) seperti dikutip oleh Kamaludin (1997: 9) menjelaskan bahwa dalam situasi ekonomi yang membaik, jumlah modal sendiri yang lebih kecil bila dibandingkan dengan modal asing (dengan tingkat suku bunga tetap) mengakibatkan membesarnya rentabilitas modal sendiri/*return on equity*.

Penambahan modal sendiri hanya dibenarkan oleh pertimbangan rentabilitas ekonomi, artinya bila dengan penambahan modal sendiri tersebut akan mengakibatkan kenaikan rentabilitas

ekonomis, yang berarti kenaikan efisiensi penggunaan modal (Alex S. Nitisemito, dalam Kamaludin 1997: 14)

Kamaludin (1997) yang mengadakan penelitian dengan judul Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Pertumbuhan Modal Sendiri terhadap Perusahaan Farmasi/Kimia yang go publik di Bursa Efek Surabaya menyarankan bahwa:

- a. Sebaiknya sebelum perusahaan melakukan keputusan investasi jangka panjang (khususnya modal sendiri), dan keputusan sumber pendanaan, ada lima hal yang perlu diperhatikan, yaitu pertumbuhan penjualan, struktur modal, beban pajak, beban bunga dan laba ditahan.
- b. Hendaknya penjualan lebih mendapat perhatian paling utama karena lebih berpengaruh terhadap pertumbuhan modal sendiri, tentu saja dengan tidak mengabaikan empat faktor lain di atas.

Berdasarkan pada latar belakang dan hasil temuan serta saran penelitian Kamaludin (1997) tersebut, maka di sini peneliti tertarik untuk mengambil judul "Pengaruh Beberapa Variabel Fundamental Terhadap Pertumbuhan Modal Sendiri (Studi Perusahaan *Consumer Goods* yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia).

1.1. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang dikemukakan, maka masalah penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruhnya variabel struktur modal, *Earnings per share*, beban bunga, beban pajak, *return on equity* dan pertumbuhan penjualan terhadap pertumbuhan modal sendiri baik secara parsial maupun simultan.
2. Secara parsial variabel manakah yang paling dominan pengaruhnya terhadap pertumbuhan modal sendiri.

1.2. Tujuan Penelitian

1. Untuk menguji pengaruh variabel struktur modal, *Earnings per share*, beban bunga, beban pajak, *return on equity* dan pertumbuhan penjualan

terhadap pertumbuhan modal sendiri baik secara parsial maupun simultan.

2. Untuk menentukan secara parsial variabel yang paling dominan pengaruhnya terhadap pertumbuhan modal sendiri.

1.3. Manfaat Penelitian

1. Hasil penelitian diharapkan dapat bermanfaat sebagai referensi bagi emiten dalam melepas sahamnya, investor dalam menanamkan modalnya, pemerintah dalam mengambil kebijakan.
2. Sebagai referensi bagi peneliti sejenis selanjutnya.

TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

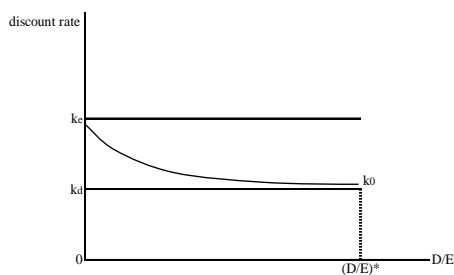
Teori Struktur Modal

Teori struktur modal ini dibagi menjadi tiga bagian pendekatan, yaitu:

- a. Pendekatan laba bersih (*net income approach*)

Pendekatan ini mengemukakan bahwa penampilan *leverage* tidak akan berpengaruh terhadap biaya ekuitas (k_e) dan biaya hutang (k_d). Dalam keadaan biaya *equitas* lebih besar dari biaya hutang, substitusi hutang yang murah terhadap modal sendiri (E) yang mahal (penambahan hutang dan pengurangan modal sendiri) akan menuju pada penurunan biaya modal (k_0), sehingga akan menambah nilai pasar secara keseluruhan (V), (James C. Van Horne, 2001: 475-477). Hubungan antara k_d , k_0 dan k_e digambarkan sebagai berikut:

Gambar 1: Hubungan Antara k_d , k_0 dan k_e Pendekatan Net Income



Sumber: James C. Van Horne (2001: 477)

Dimana:

D/E = struktur modal

k_e = biaya modal sendiri

k_d = biaya hutang

k_0 = biaya modal rata-rata

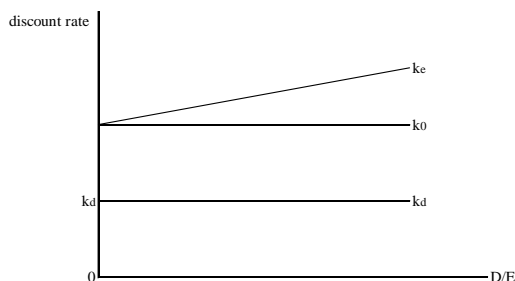
- b. Pendekatan laba operasi bersih (*net operating income approach*)

Yaitu satu pendekatan terhadap penilaian laba perusahaan. Melalui pendekatan ini, laba operasi bersih didiskontokan pada tingkat kapitalisasi total perusahaan untuk memperoleh nilai total pasar perusahaan. Penggunaan pendekatan ini mengakibatkan tingkat kapitalisasi total serta biaya dana pinjaman tetap sama walaupun digunakan pengungkit keuangan (James C. Van Horne, 2001: 475-476).

Asumsi kritis pendekatan ini adalah k_0 bersifat konstan, berapapun jumlah pengungkit keuangan. Pasar mengkapitalisasi laba operasi bersih perusahaan dan menentukan nilai keseluruhan perusahaan.

Napa dan Mulyadi (1989) seperti yang dikutip oleh Kamaludin (1997: 25) menerangkan bahwa k_d tetap walaupun *leverage* bertambah dan sebaliknya. Secara grafis hubungan antara *leverage* dengan k_0 , k_d dan k_e adalah sebagai berikut:

Gambar 2: Hubungan Antara k_d , k_0 dan k_e Pendekatan Net Operating Income



Sumber: James C. Van Horne (2001: 176)

Dimana:

D/E = struktur modal

k_e = biaya modal sendiri

k_d = biaya hutang

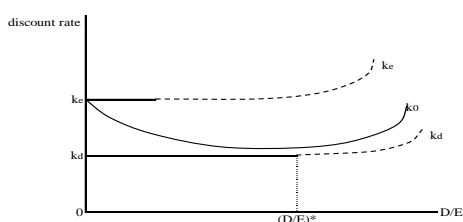
k_0 = biaya modal rata-rata

c. Pendekatan Tradisional

Teori ini mengatakan, bahwa ada struktur modal yang optimal dan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui penggunaan sejumlah tertentu dari *leverage*. Dengan bertambahnya hutang atau modal sendiri dalam struktur modal, maka biaya modal pada jumlah *debt* tertentu atau *equity* akan meningkatkan biaya modal secara keseluruhan (James C. Van Horne, 2001: 477-488). Apabila semakin besar *leverage* yang terjadi, maka para investor akan semakin merasa bahwa pendapatan mereka beresiko tinggi, sehingga mereka meminta tingkat bunga yang tinggi. Sedangkan efek *leverage* terhadap k_e , ketika hutang masih rendah, maka pemegang saham merasa bahwa jumlah keuntungan yang diharapkan masih sanggup untuk membayar bunga hutang dan dividen, tapi apabila *leverage* semakin meningkat, maka pendapatan yang diharapkan akan semakin rendah. Husnan (2001: 272) menjelaskan bahwa pada pendekatan tradisional ini ada struktur modal yang optimal, dan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan lewat penggunaan *leverage* tertentu.

Dengan menggunakan pendekatan tradisional, bisa didapatkan struktur modal yang optimal, yang memberikan biaya modal keseluruhan yang terendah dan memberikan harga saham yang tertinggi.

Gambar 3: Hubungan Antara k_d , k_0 , dan k_e Pendekatan Tradisional



Sumber: Suad Husnan (2001:275)

Dimana:

D/E = struktur modal

k_e = biaya modal sendiri

k_d = biaya hutang

k_0 = biaya modal rata-rata

d. Pendekatan Modigliani-Miller

Franco Modigliani dan M.H. Miller seperti yang dikutip Husnan (2001: 273) mengatakan bahwa dalam keadaan pasar modal sempurna (antara lain tidak ada pajak) maka nilai perusahaan tidak akan terpengaruh oleh struktur modal.

Guna mendukung pendapatnya tersebut, maka Franco Modigliani dan M.H. Miller seperti yang dikutip oleh Husnan (2001: 277) mengemukakan asumsi-asumsi sebagai berikut:

1. Pasar modal adalah sempurna dan investor bertindak rasional.
2. Nilai yang diharapkan dari distribusi probabilitas semua investor adalah sama.
3. Perusahaan berada dalam satu kelas resiko usaha yang sama.
4. Tidak ada pajak.

Adapun hasil yang mereka peroleh dalam analisa mereka adalah sebagai berikut:

1. Nilai keseluruhan perusahaan (nilai pasar) dan biaya modalnya tidak dipengaruhi oleh struktur modal atau *leverage* nya.
2. Keuntungan yang diharapkan dari suatu saham k_e , akan sama dengan tingkat kapitalisasi perusahaan tanpa hutang plus premi untuk resiko finansial yang sama dengan perbedaan antara tingkat kapitalisasi modal sendiri untuk perusahaan tanpa hutang dengan k_d , dikalikan perbandingan B/S.
3. Tingkat bunga pembanding (*cut off rate*) untuk menilai investasi sama sekali terlepas dari keputusan pembelanjaan. Jadi keputusan investasi terpisah dari keputusan pembelanjaan.

Sementara itu Riyanto (2002: 22) mengatakan bahwa struktur finansial atau struktur modal mencerminkan cara bagaimana aktiva-aktiva perusahaan dibelanjai, dengan demikian struktur finansial tercermin pada keseluruhan pasifa dalam neraca.

Struktur Modal

Secara umum struktur modal merupakan penimbangan antara modal sendiri dengan hutang, yang sering disebut *debt to equity ratio*. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara resiko dan pengembalian sehingga memaksimumkan harga saham (J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, 2000: 150).

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan sehubungan dengan pasar modal menurut J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham (2000: 150-151).

- a. Risiko bisnis perusahaan
- b. Posisi pajak perusahaan
- c. Fleksibilitas keuangan

Dalam bukunya yang berjudul *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Syamsuddin (2002: 54) mengatakan bahwa *debt equity ratio* menunjukkan hubungan antara jumlah pinjaman yang diberikan oleh para kreditur dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan.

$$\frac{\text{Debt}}{\text{Long term debt}} \text{ equity ratio} = \frac{\text{ratio}}{\text{Stock holders equity}}$$

Hal ini digunakan untuk mengukur *financial leverage* suatu perusahaan. Artinya seberapa jauh perusahaan dibelanjai oleh pihak kreditur. Makin tinggi resiko ini, makin besar dana yang digunakan berasal dari hutang. Hal ini kurang baik, sebab bila terjadi likuiditas perusahaan akan mengalami kesulitan dalam pengembalian hutangnya.

Sementara itu J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham (2000: 174-177) mengatakan bahwa faktor-faktor yang

mempunyai pengaruh penting terhadap struktur modal yang optimal adalah:

- a. Stabilitas penjualan
- b. Struktur aktiva
- c. Leverage operasi
- d. Tingkat pertumbuhan
- e. Profitabilitas
- f. Pajak
- g. Pengendalian
- h. Sikap manajemen
- i. Sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas (*rating agency*)
- j. Kondisi pasar
- k. Kondisi internal perusahaan
- l. Fleksibilitas keuangan

Seorang manajer pendanaan yang cerdas dari suatu perusahaan besar mengemukakan pernyataan berikut kepada pengarang:

"Perusahaan kami memperoleh banyak uang dari keputusan penganggaran barang modal dan dari keputusan operasi yang baik ketimbang dari keputusan pendanaan yang baik. Tentu, kami tidak bisa memastikan bagaimana keputusan pendanaan tersebut mempengaruhi harga saham kami, tapi kami tahu pasti bahwa apabila peluang-peluang usaha yang baik terpaksa kami lepaskan karena tidak adanya dana, maka hal itu akan menurunkan profitabilitas kami dalam jangka panjang. Karena itu, tujuan utama saya sebagai manajer pendanaan adalah selalu dapat menyediakan modal yang diperlukan untuk mendukung operasi.

Kami juga paham pada masa yang baik, kami dapat menaikkan modal dengan menjual saham atau obligasi, tetapi pada masa sulit, para pemilik modal baru akan bersedia memberikan modalnya jika kepada mereka ditawarkan posisi yang aman, yang berarti bahwa mereka hanya bersedia menerima obligasi. Lebih jauh lagi, apabila kami menjual saham baru, ini akan menjadi pertanda buruk bagi para investor, sehingga penjualan saham oleh perusahaan yang telah mapan

seperti perusahaan kami pada umumnya tidak begitu disukai oleh investor”.

Sedangkan Riyanto (2002: 333) merumuskan *debt equity ratio* sebagai berikut:

Hutang jangka panjang

Modal sendiri

Artinya bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan hutang jangka panjang.

Modal Sendiri

Modal sendiri pada dasarnya adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam di dalam perusahaan untuk waktu yang tidak tertentu lamanya. Modal sendiri selain berasal dari luar perusahaan dapat juga berasal dari dalam perusahaan sendiri, yaitu modal yang dihasilkan atau dibentuk sendiri di dalam perusahaan. Modal sendiri yang berasal dari sumber intern ialah dalam bentuknya keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Adapun modal sendiri yang berasal dari sumber ekstern ialah modal yang berasal dari pemilik perusahaan. Modal yang berasal dari pemilik perusahaan adalah berbagai macam bentuknya, menurut bentuk hukum dari masing-masing perusahaan yang bersangkutan. Dalam PT. modal yang berasal dari pemilik ialah modal saham; dalam firma ialah modal dari anggota firma; dalam CV. adalah modal yang berasal dari anggota bekerja dan anggota diam/komanditer; dari perusahaan perseorangan ialah modal yang berasal dari pemiliknya dan pada koperasi ialah simpanan-simpanan pokok dan wajib yang berasal dari para anggotanya. Modal sendiri di dalam suatu perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas (PT) terdiri dari:

- a. Modal saham
- b. Cadangan
- c. Keuntungan

1. Modal Saham

Saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu PT. Bagi perusahaan yang bersangkutan, yang diterima dari hasil penjualan sahamnya akan tetap tertanam di dalam perusahaan tersebut selama hidupnya, meskipun bagi pemegang saham sendiri itu bukanlah merupakan penanaman yang permanen, karena setiap waktu pemegang saham dapat menjual sahamnya. Adapun jenis-jenis dari saham adalah sebagai berikut:

- a. Saham biasa (*Common Stock*)
- b. Saham preferen (*Preferend Stock*)
- c. Saham kumulatif preferen (*cummulative preferend stock*)

2. Cadangan

Cadangan di sini dimaksudkan sebagai cadangan yang dibentuk dari keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan selama beberapa waktu yang lampau atau dari tahun yang berjalan (*reserve that are surplus*). Cadangan yang termasuk dalam modal sendiri ialah antara lain:

- a. Cadangan ekspansi
- b. Cadangan modal kerja
- c. Cadangan selisih kurs
- d. Cadangan untuk menampung hal-hal atau kejadian-kejadian yang tidak diduga sebelumnya (cadangan umum).

Adapun cadangan yang tidak termasuk dalam modal sendiri antara lain ialah cadangan depresiasi, cadangan piutang ragu-ragu, dan cadangan yang bersifat hutang (cadangan untuk pensiun pegawai, cadangan untuk membayar pajak). Untuk cadangan depresiasi, sekarang banyak digunakan istilah akumulasi depresiasi (*accumulated depreciation*).

Di dalam PT. sering pula terdapat apa yang disebut cadangan rahasia dan cadangan diam. Cadangan rahasia adalah cadangan yang besar jumlahnya tidak nampak dalam neraca dan besar jumlahnya tidak mudah diketahui. Cadangan diam pada prinsipnya tidak

berbeda dengan cadangan rahasia, yaitu yang besar jumlahnya tidak nampak atau tidak tercantum dalam neraca, tetapi dapat diduga adanya nilai cadangan di dalam perusahaan. Cadangan rahasia dan diam pada prinsipnya dapat dibentuk dengan cara:

- a. Mengadakan penilaian yang lebih rendah pos-pos aktiva daripada nilai yang sebenarnya.
- b. Mengadakan penilaian yang lebih tinggi pos-pos hutang daripada nilai yang sebenarnya.

Adanya cadangan rahasia tersebut adalah terutama dalam hubungannya dengan soal pembayaran dividen. Untuk keperluan perkembangan atau perluasan perusahaan diperlukan adanya cadangan, dan cadangan hanya dapat dibentuk dari laba yang diperolehnya.

3. Keuntungan

Keuntungan yang diperoleh oleh suatu perusahaan dapat sebagian dibayarkan sebagai dividen dan sebagian ditahan oleh perusahaan. Apabila perusahaan belum mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaan keuntungan tersebut, maka keuntungan tersebut merupakan keuntungan yang ditahan (*retained Earning*). Di dalam neraca sering cadangan dan laba ditahan dijadikan satu dalam pos "*retained Earning*" atau pos sisa-sisa laba tahun 1966, 1967, 1968. Adanya keuntungan akan memperbesar *retained Earning* yang ini berarti akan memperbesar modal sendiri dan sebaliknya adanya. Dengan kata lain dapatlah dikatakan bahwa adanya saldo laba akan memperbesar modal sendiri dan adanya saldo kerugian akan memperkecil modal sendiri.

Saham biasa

Pemegang saham biasa perusahaan merupakan pemilik akhir perusahaan secara kolektif mereka memiliki perusahaan dan menanggung resiko terakhir kepemilikan. Jika terjadi likuidasi, pemegang saham biasa memiliki hak atas tuntutan terhadap aktiva perusahaan

setelah tuntutan kreditor dan pemegang saham preferen dipenuhi seluruhnya. Saham biasa, seperti saham preferen, tidak memiliki maturitas.

Menurut J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham (2000: 250-251) keuntungan dari pembiayaan dengan menggunakan saham biasa adalah:

- a. Saham biasa tidak mengharuskan perusahaan untuk mengadakan pembayaran tetap bagi pemegang saham.
- b. Tidak ada tanggal jatuh tempo yang pasti untuk saham biasa-ia tidak pernah harus "dilunasi" sebagaimana halnya dengan hutang.
- c. Karena saham biasa memberikan perlindungan terhadap kerugian dari sudut kreditor, maka penjualan saham biasa meningkatkan kredibilitas perusahaan untuk memperoleh pinjaman (*creditworthiness*).
- d. Jika prospek perusahaan tampaknya cerah, maka saham biasa sering kali dapat dijual dengan syarat-syarat yang lebih baik daripada hutang. Sahamnya mempunyai daya tarik lagi kelompok investor tertentu karena (a) umumnya menghasilkan total pengembalian yang diharapkan yang lebih tinggi, (dividen ditambah kenaikan nilai modal) dibandingkan dengan saham preferen atau hutang dan (b) karena saham biasa merupakan tanda kepemilikan atas perusahaan, maka ia memberikan perlindungan yang lebih baik bagi investor terhadap inflasi tak terduga daripada yang diberikan oleh saham preferen atau obligasi.
- e. Manakala perusahaan mengalami masalah operasi, acap kali diperlukan dana tambahan untuk menanggulangi masalah tersebut. Akan tetapi, investor enggan untuk memasok modal kepada perusahaan yang dirundung kesukaran, dan seandainya pun mereka melakukannya, mereka biasanya

mensyaratkan beberapa macam langkah pengamanan. Dari segi kepraktisan, hal ini sering kali berarti bahwa sebuah perusahaan yang mengalami masalah hanya dapat memperoleh tambahan modal dengan jalan menjual saham, karena lebih memberikan keamanan bagi investor.

Sementara itu kelemahan-kelemahan yang berkaitan dengan penerbitan saham biasa adalah:

- a. Penjualan saham biasa memberikan beberapa hak suara kepada pemegang saham baru, bahkan mungkin juga hak untuk mengendalikan perusahaan. Karena itu, pembiayaan dengan ekuitas tambahan sering kali dicegah oleh para manager yang ingin tetap memegang kendali atas perusahaan.
- b. Saham biasa memberi pemilik baru hak untuk memperoleh bagian atas laba perusahaan; jika laba membumbung tinggi, maka pemegang saham baru akan ikut menikmati keuntungan tersebut, sedangkan jika hutang yang digunakan, investor baru hanya akan menerima pembayaran (bunga) yang tetap, tidak menjadi soal seberapa menguntungkan perusahaan.
- c. Seperti yang akan kita lihat, biaya penjaminan (*underwriting*) dan pendistribusian saham biasa umumnya lebih tinggi daripada biaya untuk penerbitan dan pendistribusian saham preferen atau hutang. Biaya emisi yang bertalian dengan penjualan saham biasa lebih tinggi karena (a) biaya untuk mengkaji suatu investasi yang dibiayai dengan saham biasa lebih tinggi daripada biaya untuk mengkaji investasi yang dibiayai dengan hutang dalam jumlah yang sebanding; dan (b) saham lebih berisiko ketimbang hutang, yang berarti bahwa investor harus mendiversifikasi kepemilikan ekuitas mereka, yang pada gilirannya berarti bahwa sejumlah tertentu dari saham baru harus dijual kepada banyak pembeli sementara hutang bisa bersumber dari satu investor saja.
- d. Apabila perusahaan memiliki lebih banyak ekuitas daripada yang dipersyaratkan oleh struktur modal yang optimal, biaya modal rata-rata akan lebih tinggi daripada yang seharusnya.
- e. Berdasarkan peraturan pajak di AS. Saat ini, dividen atas saham biasa tidak dapat dikurangkan sebagai beban untuk penghitungan laba kena pajak, sementara bunga obligasi merupakan faktor pengurang dalam menghitung pajak. Dampak dari tidak dapatnya dividen dikurangkan terhadap saham biasa sebagai beban untuk penghitungan laba kena pajak, sementara bunga obligasi merupakan faktor pengurang dalam menghitung pajak tercermin dalam perbandingan biaya ekuitas terhadap biaya hutang.

Perubahan dalam penggunaan hutang akan mengakibatkan perubahan laba per lembar saham biasa ($EPS = Earnings\ per\ share$), dan karena itu juga mengakibatkan perubahan harga saham (J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, 2000: 155). Lazimnya, makin tinggi persentase hutang, makin tinggi risiko hutang tersebut dan karena itu makin tinggi suku bunga yang dibebankan pemberi pinjaman.

Tingkat Bunga

Besarnya tingkat bunga yang berlaku tiap tahunnya tergantung antara lain pada tingkat inflasi yang diharapkan tiap tahunnya. Terdapat banyak pengertian tingkat bunga dalam literatur keuangan, tergantung dari sudut pandang mana yang dibicarakan. Sebagai contoh sebuah bank yang membayar kompensasi terhadap tabungan atau deposito disebut suku bunga. Bila kita meminjam uang pada suatu bank, maka ada kewajiban jasa tertentu dari uang yang kita pinjam tersebut, ini juga disebut suku bunga. Begitu juga bila perusahaan mengeluarkan

obligasi, kompensasi terhadap obligasi bila kita membelinya, ini disebut suku bunga obligasi.

Menurut James C. Van Horne (2001: 38-39) tingkat bunga dapat dibedakan menjadi dua bagian, yaitu:

1. Bunga sederhana
Merupakan bunga yang dibayarkan (dihasilkan) hanya dari jumlah orisinil, atau pokok yang dipinjam (dipinjamkan). Jumlah uang dari bunga sederhana merupakan fungsi dari tiga variabel: jumlah pokok pinjaman, tingkat bunga per periode waktu, dan jangka waktu pinjaman.
2. Bunga majemuk
Menunjukkan bunga yang dibayarkan (dihasilkan) dari pinjaman (investasi) ditambahkan terhadap pinjaman (investasi) pokok secara berkala. Bunga majemuk biasa disebut juga bunga yang dihasilkan dari bunga pinjaman awal.

Sementara itu Riyanto (2002: 32) mendefinisikan suku bunga sebagai jumlah uang yang dibayarkan sebagai kompensasi apa yang dapat diperoleh dengan penggunaan uang tersebut. Menurut pendapat Weston dan Brigham (2000: 156) dalam bukunya yang berjudul "Dasar-dasar Manajemen Keuangan" dalam sebuah bank suku bunga yang dibayarkan kepada penabung pada dasarnya tergantung pada:

1. Tingkat pengembalian yang diharapkan oleh produsen akan diperoleh dari modal yang ditanamkan
2. Saat mengkonsumsi yang lebih disukai oleh konsumen/penabung
3. Resiko yang terkandung dalam pinjaman tersebut
4. Tingkat inflasi yang diperkirakan.

Dalam konteks ini yang akan dibicarakan adalah beban bunga pinjaman perusahaan (biaya hutang), baik melalui pinjaman bank ataupun melalui penerbitan obligasi. Secara teori kedua hal tersebut tidak terlepas dari apa yang

disebut empat hal di atas. Karena biaya bunga bagi suatu perusahaan yang meminjam dari suatu bank, sangat tergantung dari suku bunga deposito atau tabungan. Begitu juga bila perusahaan menerbitkan obligasi, tingkat bunga yang tetap terhadap obligasi tersebut sangat tergantung suku bunga yang ditawarkan oleh bank. Sebab bila menawarkan lebih rendah dari suku bunga yang ditawarkan oleh bank, orang akan enggan membeli obligasi tersebut. Untuk menentukan biaya hutang (*cost of debt*), Syafarudin (2004: 33), merumuskan sebagai berikut:

$$k_d = \frac{1 + [(N - Nb) : n]}{[Nb + N] : 2}$$

Dimana:

k_d = biaya hutang sebelum pajak

I = besarnya bunga yang dibayarkan

N = nilai obligasi yang diterima pada akhir umurnya

Nb = penerimaan bersih dari penjualan Obligasi

N = usia obligasi

Formulasi untuk *cost of debt* setelah pajak, adalah sebagai berikut:

$$k_a = k_d (1 - t)$$

Teori Return on Equity (ROE)

Teori ini digunakan sebagai pengukuran dari penghasilan (*income*) yang tersedia bagi pemilik perusahaan (baik pemegang saham biasa maupun pemegang saham preferen) atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan (Syamsudin, 2002: 66).

Return on Equity dirumuskan sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Laba bersih sesudah pajak}}{\text{Modalsendiri}}$$

(Syamsudin, 2002: 66)

Leverage keuangan menunjuk pada penggunaan sekuritas yang memberikan penghasilan tetap yaitu hutang dan saham preferen dan risiko keuangan adalah tambahan risiko bagi pemegang saham biasa akibat penggunaan leverage keuangan. Secara konseptual, perusahaan

mempunyai sejumlah risiko yang melekat pada operasinya, ini adalah risiko bisnis yang didefinisikan sebagai ketidakpastian pada proyeksi ROE untuk masa mendatang (J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, 2000: 154).

Sementara itu Sabardi (2004: 116) mengatakan bahwa *Return on Equity* yang tinggi menunjukkan bahwa penerimaan perusahaan akan kesempatan investasi yang sangat baik dan manajemen biaya yang efektif. Rasio ini (ROE) menunjukkan berapa persen diperoleh laba bersih bila diukur dari modal pemilik. Semakin besar hasil dari ROE semakin bagus.

Return on equity =

$$\frac{\text{Laba bersih}}{\text{Rata – rata Modal (Equity)}}$$

(Sabardi, 2004: 305)

Kajian Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian yang berhubungan dengan modal sendiri, antara lain:

Kamaludin (1997) meneliti tentang variabel-variabel yang mempengaruhi pertumbuhan modal sendiri. Pada penelitian ini, selain tiga variabel di atas juga ditambahkan empat variabel bebas lainnya yaitu likuiditas, beban bunga, beban pajak dan pertumbuhan penjualan.

Hasil dari penelitian ini adalah lima variabel signifikan dengan pengujian F, yaitu struktur modal (DER), laba ditahan, beban bunga, beban pajak dan pertumbuhan penjualan. Sedangkan bila diuji dengan menggunakan uji t dan melihat korelasi parsial, yang memiliki hubungan kuat adalah pertumbuhan penjualan, struktur modal, beban pajak dan laba ditahan.

Sementara itu Triyono (1999) meneliti tentang hubungan kandungan informasi kas dari aktivitas pendanaan, investasi, operasi dan laba akuntansi.

Perusahaan yang dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang

mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 1995 dan 1996. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah *emiten* yang mempublikasikan laporan auditan per 31 Desember 1995 dan 1996, serta *emiten* yang sahamnya aktif diperdagangkan berdasarkan kriteria pada surat edaran PT. BEJ No. SE-03/BEJ II-I/I/1994. Sampel yang diambil sebanyak 54 perusahaan manufaktur. Hasil dari penelitian ini adalah:

1. Hasil analisis dari regresi berganda yang meliputi *R-Square*, *F-Value*, koefisien parameter dan *t-Value* menunjukkan bahwa total arus kas tidak mempunyai kandungan informasi terhadap harga saham.
2. Laba akuntansi berpengaruh signifikan terhadap harga saham, hal ini ditunjukkan dari *p-Value* sebesar 0,000 atau signifikan pada tingkat 1%.
3. Hasil analisis *t-test* untuk membandingkan koefisien estimasi total arus kas (β_1) dengan laba akuntansi (β_2) menunjukkan hasil *t*-hitung sebesar -212.483,83, sedang *t*-tabel 1,645. Karena *t*-hitung di luar *t*-tabel maka terdapat perbedaan yang signifikan hubungan antara arus kas total dengan harga saham x hubungan antara laba akuntansi dengan harga saham.

Penelitian Suhardito (2000) meneliti tentang analisis kegunaan rasio-rasio keuangan dalam memprediksi perubahan laba *emiten* dan industri perbankan di PT. Bursa Efek Surabaya. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak sembilan belas industri perbankan yang datangnya diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang go publik dari tahun 1995–1998 di Bursa Efek Surabaya. Hasil dari penelitian ini adalah:

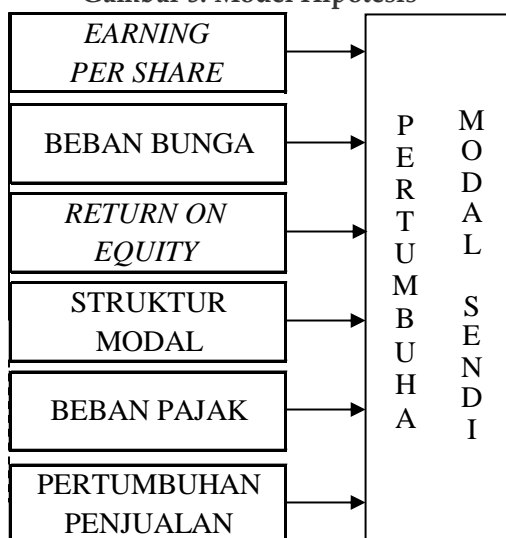
1. Pada periode penelitian 1995-1998, rasio-rasio keuangan industri perbankan yang terdaftar di BES mampu memprediksikan perubahan laba industri perbankan tersebut

untuk periode satu tahun. Rasio-rasio tersebut adalah rasio-rasio solvabilitas yang terdiri dari capital ratio dan primary ratio serta rasio-rasio profitabilitas yaitu *gross profit margin* dan *ROE*.

2. Pada saat terjadi krisis di Indonesia, rasio-rasio keuangan industri perbankan masih mampu menunjukkan tingkat keandalannya dalam memprediksikan perubahan laba untuk masa setahun yang akan datang.
3. Rasio-rasio keuangan emiten yang terdaftar di BES tidak mampu memprediksikan perubahan laba emiten, pada periode penelitian 1995-1998.

Sedangkan kerangka hipotesanya sebagai berikut:

Gambar 5: Model Hipotesis



Hipotesis

1. Variabel *Earnings per share*, beban bunga, *return on equity*, struktur modal, beban pajak dan pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan modal sendiri baik secara simultan maupun parsial.
2. Variabel ROE merupakan variabel kunci dalam pertumbuhan modal sendiri.

METODE PENELITIAN

Obyek Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada 21 populasi perusahaan *consumer goods* 16 sampel yang telah mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama kurun waktu lima tahun (2010-2015).

Metode Penarikan Sampel

Data yang digunakan di sini adalah *pooling data time series* pada periode tahun 2010 sampai tahun 2015 terhadap perusahaan *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Sumber Data

Sumber data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu laporan keuangan masing-masing perusahaan yang diteliti.

Operasionalisasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

Variabel terikat

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah "Pertumbuhan Modal Sendiri" yang diukur dengan penambahan modal sendiri tahun sebelumnya dan dinyatakan dalam prosen.

$$G = \frac{\Delta E}{E_{t-1}}$$

(Kamaludin 1997)

Variabel bebas

Adapun variabel bebas di sini yang digunakan adalah:

1. Struktur modal, diukur dengan *debt to equity ratio*

$$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

(Lukman Syamsudin, 2002: 49)

2. Earnings per share

$$\text{EPS} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Jumlah saham biasa yang beredar}}$$

(Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia, 2000: 164)

3. Beban bunga

$$I = \frac{\text{Beban bunga}}{\text{Total hutang}}$$

(Kamaludin 1997: 42)

4. Beban pajak

$$T = \frac{\text{Beban pajak}}{\text{Laba sebelum pajak}}$$

(Agus Sabardi, 2004: 76)

5. *Return on Equity* (ROE)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba bersih sesudah pajak}}{\text{Modalsendiri}}$$

(Agus Sabardi, 2004: 116)

6. Pertumbuhan penjualan

$$\text{GS} = \frac{\Delta \text{ Penjualan bersih}}{\text{Penjualan}_{t-1}}$$

(Kamaludin, 1997: 43)

Tabel 1: Identifikasi dan Operasionalisasi Variabel

Variabel	Pengukuran Variabel	Instrumen	Skala
Debt to equity ratio (x ₁)	$\frac{\text{Total hutang}}{\text{Total modal sendiri}}$	Laporan keuangan	Rasio
EPS (x ₂)	$\frac{\text{Laba bersih}}{\text{Jumlah saham biasa yang beredar}}$	Laporan keuangan	Rasio
Beban bunga (x ₃)	$\frac{\text{Beban bunga}}{\text{Total hutang}}$	Laporan keuangan	Rasio
Beban pajak (x ₄)	$\frac{\text{Beban pajak}}{\text{Laba sebelum pajak}}$	Laporan keuangan	Rasio
ROE (x ₅)	$\frac{\text{Laba bersih sesudah pajak}}{\text{Modal sendiri}}$	Laporan keuangan	Rasio
Pertumbuhan penjualan (x ₆)	$\frac{\Delta \text{ Penjualan bersih}}{\text{Penjualan}_{t-1}}$	Laporan keuangan	Rasio
Pertumbuhan modal sendiri (y)	$\frac{\Delta E}{E_{t-1}}$	Laporan keuangan	Rasio

Metode Analisis Data

Dalam penelitian ini digunakan alat bantu berupa program SPSS. Untuk melihat diantara variabel bebas yang mempunyai pengaruh paling kuat terhadap pertumbuhan modal sendiri digunakan rumus:

$$r = \frac{n \sum XY - (\sum X)(\sum Y)}{\sqrt{(n \sum X^2 - (\sum X)^2)(n \sum Y^2 - (\sum Y)^2)}}$$

(Kamaruddin, 2005: 99)

$$Y = a + \beta_1 D/E + \beta_2 b + \beta_3 I + \beta_4 T + \beta_5 \text{ROE} + \beta_6 \text{GS} + \varepsilon$$

(Kamaruddin Ahmad, 2005: 119-121)

dimana:

Y = tingkat pertumbuhan modal sendiri (GE)

X₁ = *debt to equity ratio*

X₂ = *Earnings per Share* (EPS)

X₃ = beban bunga rata-rata

X₄ = beban pajak rata-rata

X₅ = *Return on equity*

X₆ = pertumbuhan penjualan

ε = unsur gangguan

$\beta_1 - \beta_6$ = parameter yang diestimasi untuk D/E, b, I, T, ROE dan GS

Dari model regresi linier majemuk di atas, untuk membuktikan hipotesis pertama yang diajukan, dirumuskan sebagai berikut:

Ho : $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_6 = 0$

(berarti tidak ada pengaruh D/E, b, I, T, ROE dan GS terhadap GE)

H1 : $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_6 \neq 0$

(artinya paling sedikit ada satu variabel bebas berpengaruh terhadap GE)

Uji F dirumuskan sebagai berikut:

$$F_{hitung} = \frac{R^2 : 2}{(1 - R^2) : (N - K)}$$

Jika $F_{hitung} > F_{tabel} (\alpha; K - 1, n - k)$, maka Ho ditolak

Jika $F_{hitung} < F_{tabel} (\alpha; K - 1, n - k)$, maka Ho diterima

Tingkat signifikan yang diharapkan 95% atau $\alpha = 5\%$

K = banyaknya variabel termasuk intersep

n = banyaknya observasi

R^2 = koefisien determinasi

Uji F ini digunakan untuk melihat bentuk pengaruh secara majemuk antara tujuh variabel bebas dengan variabel terikat. Sedangkan untuk menguji masing-masing koefisien regresi secara parsial digunakan uji t. Dimana jika $t_{hitung} > t (\alpha, n - k - 1)$, Ho ditolak dan jika $t_{hitung} < t (\alpha, n - k - 1)$, Ho diterima, dengan $\alpha = 5\%$.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian dan Penanggulangan Asumsi Klasik

Apabila kita menggunakan OLS (*ordinary least square*) dalam ekonometrika dijelaskan kita tidak dapat dihindarkan dari penyimpangan-penyimpangan dari asumsi kenormalan klasik. Ada tiga penyakit utama yang harus disembuhkan bila kita menggunakan OLS, yaitu:

1. Multikolinearitas

Multikolinearitas yaitu adanya hubungan yang linier, diantara beberapa atau semua variabel yang menjelaskan dari model regresi yang digunakan

(Gujarati, 2002). Ada empat cara untuk mendeteksi multikolinearitas, yaitu:

- Ketika R^2 tinggi dan ketika korelasi derajat nol juga tinggi, tetapi tak satupun atau sangat sedikit koefisien regresi parsial yang secara individual penting secara statistik atas dasar pengujian t.
- Dengan melihat korelasi derajat nol atau parsial, yaitu korelasi parsial antar variabel bebas. Apabila korelasi cukup tinggi menunjukkan adanya multikolinearitas.
- Dengan analisis regresi, dimana salah satu dijadikan variabel terikat sedangkan yang lainnya menjadi bebas, begitu selanjutnya terhadap variabel bebas lainnya. Apabila F_{hitung} melebihi F_i kritis pada tingkat arti yang dipilih berarti X_1 berkolinier dengan X . Jika tidak melebihi F_i kritis, maka variabel tersebut masih bisa dipertahankan dalam model.

Tindakan perbaikan yang dapat dilakukan, adalah:

- Informasi apriori.
- Menggabungkan data *cross-sectional* dan data *time series* (*pooling data*)
- Mengeluarkan salah satu variabel
- Transformasi variabel
- Penambahan data baru.

2. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti varians gangguan berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya (Aris Ananta, 2003). Ada beberapa langkah yang dapat dilakukan untuk mendeteksi hal ini, yaitu:

- Melihat sifat dasar masalah
- Metode grafik
- Pengujian park
- Pengujian Glejser, dan
- Pengujian rank korelasi dari Sperman

Sedangkan tindakan perbaikan yang dapat dilakukan, dengan transformasi log dan mentranformasi model asli dengan variabel bebas. Hal ini dilakukan karena σ^2 tidak diketahui.

3. Autokorelasi

Autokorelasi didefinisikan sebagai korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan. Ada dua hal yang memungkinkan untuk mendeteksi adanya autokorelasi, yaitu metode grafik dan percobaan d dari Durbin – Watson.

a. Metode grafik

Yaitu dengan memplot antara residual dengan periode t , apabila menunjukkan pola residual yang meningkat terhadap periode t ini menunjukkan adanya gejala autokorelasi, begitu juga sebaliknya.

b. Percobaan d dari Durbin – Watson

Pengujian ada tidaknya autokorelasi dengan melakukan beberapa langkah, pertama kita menghitung statistik d.

Kedua dengan bantuan gambar untuk menentukan apakah ada autokorelasi positif, negatif, keraguan, dan tidak ada autokorelasi. Dengan menggunakan tabel statistik d dari Durbin – Watson.

Pengujian Gejala Multikorelasi

Guna mengetahui ada atau tidaknya gejala multikolinearitas, maka cara yang ditempuh dalam penelitian ini adalah dengan melihat korelasi derajat nol antar variabel bebas dengan menggunakan matrik korelasi, seperti yang terlihat pada lampiran 1. Dari matrik korelasi tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa koefisien korelasi antar variabel independent lemah (di bawah 0,5). Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada gejala multikorelasi. Dari sini dapat diketahui bahwa model regresi yang disajikan penulis di sini sudah baik (sesuai ketentuan). Seperti yang dikatakan oleh Singgih Pitono (2002: 203) bahwa model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independent.

Dari hasil ini didapat persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \varepsilon$$

Dengan menggunakan persamaan tersebut dan dengan memperhatikan data pada

lampiran 2 didapat hasil regresi berganda sebagai berikut:

$$Y = 0,348 + 0,105 \beta_1 - 0,037 \beta_2 + 0,029 \beta_3 - 0,187 \beta_4 + 0,568 \beta_5 + 0,146 \beta_6$$

Dari hasil lampiran 1 tersebut didapat juga bahwa dengan melihat signifikansi dari koefisien regresinya, hanya variabel β_5 yang mempengaruhi Y karena signifikansinya kurang dari 0,05.

Selain itu bila kita melihat nilai VIF-nya di sekitar 1 dan nilai toleransinya mendekati 1, semakin kuat bahwa pada regresi berganda ini tidak terjadi multikorelasi.

Pengujian Gejala Autokorelasi

Setelah penanggulangan gejala multikorelasi, maka model tersebut sekarang harus diuji apakah terjadi gejala autokorelasi atau tidak. Guna mendeteksi ada atau tidaknya gejala autokorelasi tersebut, maka di sini digunakan percobaan Durbin – Watson. Setelah diadakan transformasi data dapat diketahui melalui lampiran 3 bahwa tidak terjadi autokorelasi. Hal ini karena nilai Durbin Watson (DW) sebesar 1,686. Di mana menurut Singgih Santoso (2002: 219) mengatakan bahwa:

- Angka D-W di bawah -2, berarti ada autokorelasi positif.
- Angka D-W di atas -2 sampai +2, berarti tidak ada autokorelasi.
- Angka D-W di atas +2, berarti ada autokorelasi negatif.

Bila kita melihat ketentuan B di atas, di mana angka Durbin – Watson (DW) antara -2 sampai +2 tidak terjadi gejala autokorelasi maka setelah diadakan transformasi data pada pengujian ini tidak ditemukan adanya gejala autokorelasi.

Pengujian Gejala Heteroskedastisitas

Menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas. Dan jika varians berbeda, disebut Heteroskedastisitas.

Sedangkan model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi Heteroskedastisitas.

Untuk mendekati ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik lampiran 4. Di mana sumbu X adalah Y yang telah diprediksi dan sumbu Y adalah residual ($Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$) yang telah di-*studentized*.

Sesuai dengan yang dikatakan oleh Singgih Santoso (2002: 210) bahwa ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas ditentukan dengan cara:

- a. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik (*point-point*) yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka telah terjadi heteroskedastisitas.
- b. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Dengan memperhatikan dua ketentuan tersebut di atas, maka apabila kita melihat pada lampiran 4 dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas pada model regresi yang digunakan.

Pembahasan

Berdasarkan hasil dari pengujian yang telah penulis lakukan di atas, maka pada tabel 2 dapat dilihat bahwa secara parsial variabel yang signifikan terhadap pertumbuhan penjualan adalah *Return on Equity*. Sedangkan struktur modal, *Earnings per Share*, beban bunga, beban pajak dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh secara signifikan.

Hal ini terjadi karena dimungkinkan untuk beban pajak dan beban bunga setiap kali ada kenaikan beban bunga dan beban pajak akan menurunkan modal sendiri. Untuk *Earnings per Share* disebabkan karena penelitian ini tidak hanya membatasi pada pertumbuhan internal, namun juga external. Sedangkan secara umum bagi variabel yang tidak

mempengaruhi pertumbuhan modal sendiri secara signifikan dapat dikatakan karena pada penelitian ini merupakan hasil dari gabungan perusahaan yang dijadikan sample. Oleh karena itu bila diuji dengan uji t dengan derajat keyakinan 95% menunjukkan hasil yang tidak signifikan.

Analisis Hasil Penelitian

Variabel-variabel yang Mempengaruhi Pertumbuhan Modal Sendiri Terhadap Perusahaan Consumer Goods yang Telah Tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Setelah melakukan serangkaian pengujian di atas, maka diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 2: Hasil Analisis Setelah Penanggulangan Multikolinearitas, Heteroskedastisitas dan Autokorelasi.

Variabel Penjelasan	Koefisien Regresi	Sig	t-hitung
- Struktur modal	0,105	0,296	1,055
- <i>Earnings per share</i>	-0,037	0,713	-0,370
- Beban bunga	0,029	0,775	0,287
- Beban pajak	-0,187	0,076	-1,810
- Pertumbuhan penjualan	0,568	0,144	1,480
- <i>Return on Equity</i>	0,146	0,000	5,314
- Constanta	0,348	0,304	1,037

Berdasarkan tabel yang ada seperti di atas, maka diperoleh garis regresinya sebagai berikut:

$$Y = 0,348 + 0,105 X_1 - 0,037 X_2 + 0,029 X_3 - 0,187 X_4 + 0,568 X_5 + 0,146 X_6$$

Berdasarkan persamaan garis regresi tersebut di atas, kita dapat menginterpretasikan sebagai berikut:

1. Bila enam variabel yang mempengaruhi pertumbuhan modal sendiri, yaitu Struktur modal (X_1),

Earnings per share (X_2), Beban bunga (X_3), Beban pajak (X_4), *Return on Equity* (X_5) dan Pertumbuhan penjualan (X_6) dipertahankan, dalam arti tidak ada penambahan ataupun pengurangan, maka pertumbuhan modal sendiri secara tetap sebesar 0,348%. Hal ini dapat dimengerti karena masih banyaknya variabel lain yang belum dimasukkan dalam pengujian ini. Suatu misal kesempatan investasi, harapan-harapan dengan kondisi bisnis umumnya, serta keadaan pasar modal. Bila semua variabel yang ada dapat mempengaruhi pertumbuhan modal sendiri dimasukkan, maka nilai konstanta akan mendekati nol. Tetapi dengan pengujian t tidak signifikan, yang berarti konstanta tersebut tidak begitu penting dalam mempengaruhi pertumbuhan modal sendiri.

2. Slope X_1 terhadap Y adalah sebesar 0,124%, hal ini berarti bila lima variabel lain dipertahankan, maka pengaruh struktur modal (X_1) terhadap pertumbuhan modal sendiri sebesar 0,124%. Artinya setiap ada perubahan struktur modal sebesar 1% maka akan diikuti pertumbuhan modal sendiri sebesar 0,124%. Maksudnya guna mempertahankan struktur modalnya perusahaan akan menambah modal sendiri sebesar 0,124%. Namun demikian dengan pengujian t variabel tidak mempunyai pengaruh yang signifikan artinya secara statistik, struktur modal kurang mempunyai peranan dalam menentukan pertumbuhan modal sendiri.
3. Slope X_2 (*Earnings per share*) terhadap Y (Pertumbuhan Modal sendiri) sebesar -0,0197%. Hal ini mempunyai arti bahwa bila lima variabel lainnya dipertahankan, setiap kenaikan X_2 sebesar 1% akan diikuti penurunan Y sebesar 0,0197%. Hal ini dapat dipahami karena dalam penelitian tidak hanya membatasi pada pertumbuhan internal, tetapi juga pertumbuhan external, seperti penerbitan saham baru dan akuisisi. Sehingga modal sendiri tidak persis sama dengan laba ditahan per lembar saham (*Earnings per share*). Hal ini dipengaruhi juga karena hasil yang didapat di sini merupakan gabungan dari beberapa perusahaan yang dijadikan sampel. Dengan menggunakan uji t dengan derajat keyakinan 95% menunjukkan hasil yang tidak signifikan serta menghasilkan tanda yang negatif.
4. Slope beban bunga terhadap Y sebesar 0,0217%. Hal ini berarti bahwa setiap beban bunga meningkat akan membawa pengaruh positif terhadap pertumbuhan modal sendiri. Namun demikian, dalam pengujian t variabel beban bunga ini tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan modal sendiri.
5. Slope beban pajak (X_4) terhadap pertumbuhan modal sendiri mempunyai tanda yang negatif, yaitu sebesar -0,112%. Artinya dengan menganggap bahwa lima variabel lainnya konstan (tidak ada perubahan), dengan naiknya beban pajak sebesar 1% berakibat penurunan modal sendiri sebesar 0,112%. Ini berarti bahwa bila ada kenaikan beban pajak maka akan menurunkan laba bersih perusahaan, dan akan memperkecil kemampuan perusahaan untuk meningkatkan modal sendiri.
6. Slope *Return on Equity* (ROE) terhadap pertumbuhan modal sendiri sebesar 0,675% artinya bila kelima variabel bebas lainnya dipertahankan maka setiap kenaikan ROE sebesar 1% akan diikuti pertumbuhan modal sendiri sebesar 0,675%. Dengan melakukan pengujian t variabel diketahui bahwa *Return on Equity* (ROE) mempunyai pengaruh signifikan terhadap pertumbuhan modal sendiri.

7. Slope X_6 (Pertumbuhan Penjualan) terhadap Y (Pertumbuhan Modal Sendiri) sebesar 0,131%. Ini berarti bahwa penjualan tumbuh sebesar 1%, maka akan diikuti pertumbuhan modal sendiri sebesar 0,131%. Namun demikian secara statistik variabel ini tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan modal sendiri walaupun mempunyai tanda positif.

Berdasarkan pada pembahasan uraian di atas, hanya terdapat satu variabel yang mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan modal sendiri yaitu *Return on Equity* (ROE). Sementara itu tiga variabel independent lainnya yaitu struktur modal, beban bunga dan pertumbuhan penjualan juga mempunyai pengaruh positif terhadap pertumbuhan modal sendiri meskipun tidak signifikan. Sedangkan dua variabel independen lainnya yaitu *Earnings per share* dan beban pajak berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan modal sendiri. Berdasarkan analisis di atas, ada beberapa langkah strategis yang mungkin bisa ditempuh dalam upaya meningkatkan modal sendiri serta pertumbuhan perusahaan, yaitu:

- a. Pihak manajemen bila menginginkan pertumbuhan perusahaan yang pesat dapat melakukan emisi saham dengan jalan go publik di pasar modal. Namun demikian, untuk melakukan itu perlu mempertimbangkan beberapa hal antara lain: dampak bagi manajemen, jika saham dipegang banyak orang maka secara otomatis kendali perusahaanpun akan dipegang atau dipengaruhi oleh banyak orang. Hal kedua yang perlu diperhatikan adalah dengan penambahan modal sendiri, bagaimanakah dampaknya terhadap biaya modal secara keseluruhan.
- b. Tindakan lain yang paling cepat untuk memacu penjualan dan pertumbuhan perusahaan, yaitu dengan

mengakuisisi perusahaan yang menjadi pesaing. Di samping itu tindakan ini dapat menghemat pajak.

- c. Tindakan strategis yang paling cepat untuk memacu penjualan dan pertumbuhan perusahaan, dengan mengakuisisi perusahaan yang menjadi pesaing. Di samping itu tindakan ini dapat menghemat pajak, sebab perusahaan yang labanya besar, beban pajak yang besar tersebut dapat dialihkan kepada perusahaan yang mengalami kerugian. Namun tindakan akuisi ini tidak mudah dilakukan, apabila perusahaan tidak memiliki kekuatan-kekuatan seperti: menguasai pasokan bahan baku yang cenderung monopoli, karena peraturan pemerintah. Selanjutnya, adanya kebijakan pemerintah yang menguntungkan perusahaan, seperti adanya keharusan pengakuan oleh pihak pemerintah sebelum obat dan bahan kimia beredar kepada masyarakat. Serta, apabila pesaing tidak dapat tumbuh dengan baik, karena kalah bersaing.
- d. Untuk melakukan penghematan pajak, maka dapat dilakukan dengan memecah perusahaan ke dalam skala yang lebih kecil, dengan memecah perusahaan ke dalam beberapa divisi, misalnya produk "A" dan "B" dimasukkan ke dalam perusahaan "X", dan produk "C" dan "D", dimasukkan ke dalam perusahaan "Y". Walaupun demikian ke semua ini dapat dilakukan bila memang dalam skala operasi yang efisien.

Pengujian Hipotesis

Hipotesis yang diajukan pada bab terdahulu yaitu: variabel struktur modal, *Earnings per share*, beban bunga, beban pajak, *Return on Equity* dan pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan modal sendiri baik secara simultan maupun parsial.

Berdasarkan analisis sebelumnya dari uji Anova didapat nilai F hitung dan angka signifikannya kurang dari 5% yang artinya variabel independennya secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependennya. Hal ini dapat dilihat pada lampiran 5. Ini artinya hipotesis pertama diterima atau menolak H_0 .

Sementara itu, berdasarkan uji *coefficients* didapat variabel *independent return on equity* (ROE) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan modal sendiri dibanding empat variabel independent lainnya yaitu: struktur modal, *Earnings per share*, beban bunga, beban pajak dan pertumbuhan penjualan. Hal ini dapat dilihat pada tabel 2 hal 48 di depan.

Untuk membuktikan hipotesis kedua, dilakukan dengan melihat R parsial, variabel penjelasnya secara bersamaan. Nilai R sebesar 0,700 menunjukkan ada korelasi yang kuat antara variabel independent dan variabel dependennya. dikatakan kuat jika nilai R lebih dari 0,5. Sementara itu nilai R Squarenya adalah 0,435 yang berarti 43,5% variasi dari keenam variabel independent. Sisanya dijelaskan oleh faktor yang lain. Maksudnya adalah dari sekian banyak faktor yang mempengaruhi pertumbuhan modal sendiri, variabel struktur modal, *Earnings per share*, beban bunga, beban pajak, *Return on Equity* dan pertumbuhan penjualan hanya berpengaruh sebesar 43,5%, sedang sisanya dipengaruhi variabel lain. Ini dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 3: Analisis Pengaruh Variabel Independent Terhadap Pertumbuhan Modal sendiri Secara Simultan.

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	0,700 ^a	0,489	0,435

Dari penelitian yang dilakukan ini, ternyata tidak banyak kesamaan oleh penelitian yang dilakukan oleh saudara Kamaludin. Pada penelitian yang dilakukan oleh saudara Kamaludin, dari tujuan variabel yang diajukan, dua variabel dikeluarkan, ROA dan CR, karena mempunyai korelasi yang kuat dengan variabel independent lainnya. Dari lima variabel yang tersisa, yaitu: struktur modal (DE), laba ditahan (B), beban bunga (I), beban pajak (T) dan pertumbuhan penjualan (GS), empat variabel diantaranya signifikan, yaitu pertumbuhan penjualan (GS), struktur modal (DE), beban pajak (T) dan laba ditahan (B). Sedangkan beban bunga (I) tidak signifikan. Dengan menguji secara parsial dari empat variabel yang mempunyai hubungan yang kuat adalah pertumbuhan penjualan (GS) dan struktur modal (DE).

Sedangkan pada penelitian yang penulis lakukan ini, dari enam variabel independent yang ada yakni: struktur modal (X_1), *Earnings per share* (X_2), beban bunga (X_3), beban pajak (X_4), *Return on Equity* (X_5) dan pertumbuhan penjualan (X_6), bila diuji dengan menggunakan uji T, hanya *Return on Equity* (ROE) yang berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan modal sendiri, sedangkan lima variabel independent lainnya yaitu struktur modal (X_1), *Earnings per share* (X_2), beban bunga (X_3), beban pajak (X_4) dan pertumbuhan penjualan (X_6) tidak. Hal ini dapat dilihat dari tabel 2 hal 48 di depan.

Sedangkan bila diuji dengan menggunakan uji F berpengaruh secara signifikan. Jadi hasil yang ditemukan oleh saudara Kamaludin jauh dari hasil temuan penelitian saat ini. Perbedaan ini kemungkinan disebabkan oleh jumlah sampel yang tidak sama, jenis perusahaan yang tidak sama serta cara-cara pengujiannya yang berbeda setelah terjadinya gejala autokorelasi. Dimana saudara Kamaludin setelah terjadi gejala autokorelasi menghilangkan dua variabel independennya, yaitu ROA dan CR.

Sementara di sini penulis begitu terjadi di gejala autokorelasi meng-log-kan data yang ada tanpa mengurangi variabel independent yang ada.

PENUTUP

Kesimpulan

1. Dari enam variabel yang diajukan dalam penelitian ini, yaitu: struktur modal, *Earnings per share*, beban bunga, beban pajak, *Return on Equity* dan pertumbuhan penjualan, bila diuji dengan pengujian F mendapat hasil signifikan. Artinya secara statistik bila diuji secara bersama-sama, enam variabel tersebut memang mempengaruhi pertumbuhan modal sendiri. Kamaludin bila diuji dengan pengujian t dan melihat korelasi parsial, yang memiliki hubungan yang kuat adalah *Return on Equity*. Artinya dengan pengujian tersebut variabel yang menentukan pertumbuhan modal sendiri adalah *Return on Equity*.
2. Berdasarkan pada analisis sebelumnya, diperoleh R square sebesar 0,435, yang berarti 43,5% variasi dari keenam variabel independent, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian ini. Di sini digunakan R square bukan R² karena jumlah variabel independentnya lebih dari dua.
3. Hasil dari penelitian ini tidak banyak kesamaan dengan penelitian sebelumnya. Hal ini disebabkan beberapa faktor antara lain: jumlah sampel yang diambil dalam penelitian ini cukup banyak, yaitu 16 perusahaan. Sementara pada penelitian sebelumnya sebanyak 12 perusahaan. Yang ke dua periode pengamatan dalam penelitian ini selama empat tahun, pada penelitian sebelumnya periode pengamatannya tujuh tahun. Ketiga setelah terjadi autokorelasi, pada penelitian ini dilakukan jalan transformasi data

dengan meng-log-kan data yang ada sedang pada penelitian sebelumnya dilakukan dengan jalan menghilangkan dua variabel independent yang ada, yaitu AR dan CR. Keempat pada penelitian yang sebelumnya setelah terjadinya gejala autokorelasi hanya menggunakan lima variabel independent, sementara pada penelitian ini menggunakan enam variabel independent. Kelima pada penelitian ini yang diteliti adalah perusahaan *consumer goods* yang relatif tidak terpengaruh oleh faktor perubahan ekonomi yang terjadi di Indonesia.

Saran-saran

1. Dengan memperhatikan variabel yang mempengaruhi pertumbuhan modal sendiri terhadap perusahaan *consumer goods*, sebaiknya sebelum melakukan keputusan investasi, dalam hal ini khususnya modal sendiri, dan keputusan sumber pendanaan, maka *return on equity*nya harus mendapat perhatian.
2. Bila kita melihat pengertian dari *Return on Equity*(ROE) yang merupakan suatu pengukuran dari penghasilan (*Income*) yang tersedia bagi pemilik perusahaan atas modal yang meraka investasikan dalam perusahaan, maka di sini peranan *Return on Equity* sangat besar dalam menentukan pertumbuhan modal sendiri, sebab bila ROE semakin besar nilainya berarti jaminan untuk utang jangka panjang panjang perusahaan yang berasal dari perusahaan semakin besar pula. Atau dalam arti kata lain semakin besar nilai ROE berarti semakin besar jumlah modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan tersebut.
3. Bagi peneliti yang sejenis lainnya, masih ada 56,5% faktor lain yang perlu diteliti. Artinya diharapkan nantinya bagi peneliti sejenis lainnya dapat

mengadakan penelitian yang berkaitan dengan pertumbuhan modal sendiri dengan menggunakan variabel-variabel lain

DAFTAR PUSTAKA

- Syafaruddin, Alwi. 2004. *Dasar-Dasar Analisis Dalam Pembelanjaan*. Cetakan Pertama. Yogyakarta: Andi Offset.
- Dajan Anto. 2003. *Pengantar Metode Statistik*. Cetakan Sebelas. Jakarta: LP3ES.
- Fatah, Nur, dan Alwi, Syafaruddin, 2000, *Pembelanjaan Perusahaan : Teori, Soal Jawab dan Soal-Soal*, Yogyakarta: Andi Offset.
- Halim Abdul. 2002. *Manajemen Keuangan (dasar-dasar pembelanjaan perusahaan)*. Edisi 2. Yogyakarta: BPFE.
- Harnanto, 2003, *Analisa Laporan Keuangan : Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Yogyakarta: BPFE.
- Horne Van et al.-.2001. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Jakarta: Salemba Empat.
- Jalaluddin, Rakhmat,2006, *Metode Penelitian Komunikasi*, Bandung: CV Remaja Karya.
- Kamaludin. 1997. *Analisis Variabel-Variabel yang mempengaruhi Pertumbuhan Modal Sendiri*. Tesis.
- Kamaruddin,Ahmad. 2005. *Dasar-Dasar Manajemen Investasi*. Cetakan Pertama. Jakarta: PT. Renika Cipta
- Munawir S., 2005, *Analisa Laporan Keuangan*, Edisi Keempat, Yogyakarta: Liberty.
- Suhardito Bambang. 2000. *Analisis Kegunaan Rasio-Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Perubahan Laba Emiten dan Industri Perbankan di PT. Bursa Efek Surabaya*. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia
- Syamsudin Lukman. 2002. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Yogyakarta: PT. Hanindita Graha Widya.
- Sabardi Agus. 2004. *Manajemen Keuangan Jilid 1*. Edisi Pertama. Yogyakarta: AMP YKPN.
- Santoso, Singgih, 2002, *SPSS Statistik Parametrik*, Cetakan Ketiga, Jakarta: PT. Gramedia.
- Riyanto Bambang. 2002. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Cetakan Ketujuh. Yogyakarta: BPFE.
- Triyono. 1999. *Hubungan Kandungan Informasai Kas dari Aktivitas Pendanaan, Investasi, Operasi dan Laba Akuntansi*. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia.
- Weston J. Fred et al.-. 2000. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Jakarta: Erlangga.