

FAKTOR FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL

(Studi Empiris pada Perusahaan Property dan Real Estate yang
terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014)

Jusrizal
Aloysius H

Universitas Mercu Buana

ABSTRACT

The aims of this research is to understand the factors affecting the capital structure for Property and Real Estate companies enlisted in Indonesian Stock Exchange period 2010-2014. Samples are 31 Property and Real Estate company in Indonesian Stock Exchange, where the method used is purposive sampling is a sampling method by specifying certain criteria for 5 years so the amount of data as much as 155. The method of data analysis using multiple linear regression and using software Eviews 7. This research have five variables : four independent variables: profitability, asset structure, company size, growth asset and one dependent variable: capital structure. The result of this research shows that Profitability, Asset Structure, Company Size, and Growth Asset simultaneous significant effect on Capital Structure. The result also showed that Asset Structure partially significant negative effect on Capital Structure, while the Profitability, Company Size and Growth Asset partially no significant effect on Capital Structure.

Keywords: *Profitability, Asset Structure, Company Size, Growth Asset, Capital Structure*

PENDAHULUAN

Fungsi keuangan merupakan salah satu fungsi penting dalam aktivitas perusahaan. Salah satu keputusan penting dalam pengelolaan fungsi keuangan yaitu seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana yang digunakan untuk beroperasi ataupun mengembangkan usahanya. Untuk memenuhi kebutuhan dana ini perusahaan dapat memperoleh dana dari dalam perusahaan (*internal financing*) atau dari luar perusahaan (*external financing*). Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal saham, laba ditahan, dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih kurang (*deficit*) maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar, yaitu dari hutang (*debt financing*).

Dalam memilih alternative pendanaan tersebut, yang akan menjadi pertimbangan adalah bagaimana perusahaan dapat menciptakan kombinasi yang menguntungkan antara penggunaan sumber dana dari modal sendiri (*internal financing*) dengan dana yang berasal dari debt (*external financing*). Dengan kata

lain bagaimana caranya perusahaan mampu menciptakan struktur modal seoptimal mungkin.

Struktur modal yang optimal merupakan keputusan keuangan yang penting karena mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan yang bagus berdampak pada harga sahamnya naik di pasar modal, sehingga kemakmuran pemegang saham dapat tercapai. Keputusan struktur modal juga akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya dan juga akan berpengaruh terhadap resiko perusahaan itu sendiri. Jika perusahaan meningkatkan leverage maka perusahaan ini dengan sendirinya akan menanggung resiko keuangan yang lebih meningkat dalam hal ini dapat berujung kepada kebangkrutan. Contoh kasus Struktur Modal yang mengalami kebangkrutan dikarenakan memiliki hutang yang berlebih ini dialami oleh Batavia Air (Sumber: Investor Daily 31 Januari 2013). Di tengah booming bisnis penerbangan dengan pertumbuhan jumlah penumpang yang impresif, PT Metro Batavia selaku operator maskapai Batavia Air, justru bangkrut karena tak mampu membayar hutang senilai USD4.688 juta kepada kreditor. Akibatnya, Batavia dinyatakan pailit oleh Pengadilan Niaga (PN) Jakarta Pusat, Rabu 30 Januari 2013. Bagus Irawan menyatakan, Batavia mengaku tidak bisa membayar utang karena *force majeure*. Batavia yang terlanjur mendatangkan Airbus A330 dari ILFC ternyata gagal dalam tender angkutan haji karena tidak memenuhi persyaratan. Akibatnya, banyak pesawat yang menganggur. Sejumlah kalangan mengingatkan bahwa kasus pailit Batavia menjadi sinyal peringatan bagi maskapai lain bahwa tingkat kompetisi di bisnis ini sangat ketat. Maskapai yang tidak didukung fundamental keuangan yang kuat, manajemen yang solid, dan kurang perhitungan dalam ekspansi bisa tergusur dari persaingan.

Nurrohim (2008) melakukan pengujian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal di perusahaan manufaktur yang terdaftar di *Jakarta Stock Exchange* pada tahun 2001–2005. Penelitian ini menggunakan 5 variabel antara lain *capital structure* sebagai variabel dependen, sedangkan variabel independen yang digunakan antara lain profitabilitas, *fixed asset ratio*, control kepemilikan, *assets structure*. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan antara profitabilitas terhadap struktur modal. *Assets structure* dan *fixed asset ratio* menunjukkan pengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan kontrol kepemilikan memiliki pengaruh yang negative signifikan terhadap struktur modal.

Liwang (2011) melakukan pengujian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan yang tergabung dalam LQ45 periode 2006-2009. Penelitian ini menggunakan 7 variabel, antara lain struktur modal sebagai variabel dependen, sedangkan variabel independen yang digunakan antara lain *growth*, struktur asset, rasio hutang, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas. Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan antara likuiditas, rasio hutang dan struktur asset terhadap struktur modal. Sedangkan *growth*, profitabilitas, dan ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Berdasarkan penelitian terdahulu yang telah di paparkan tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat inkonsistensi hasil penelitian atas beberapa faktor yang mempengaruhi stuktur modal. Alasan inilah yang menarik minat peneliti untuk meneliti kembali penelitian ini, dan ditambah lagi dengan adanya sebuah

fenomena kasus tentang adanya perusahaan yang bangkrut karena tidak dapat membayar hutangnya yang berlebihan. Yang membedakan penelitian ini dengan penelitian lain adalah selain tahun penelitian yang terbaru dari tahun 2010 sampai dengan 2014, penelitian ini menggunakan objek perusahaan industri *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dikarenakan oleh beberapa alasan yaitu adanya peningkatan pada pertumbuhan dan bertambahnya perusahaan *property* dan *real estate* di Indonesia.

KAJIAN PUSTAKA

1. Agency Theory

Teori mengenai struktur modal bermula pada tahun 1958, ketika Profesor Franco dan Profesor Merton Miller (yang selanjutnya disebut MM) mempublikasikan artikel keuangan yang paling berpengaruh yang pernah ditulis yaitu "*The Cost of capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment*". MM membuktikan bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya (Brigham dan Houston, 2001). MM berpendapat bahwa dalam keadaan pasar sempurna maka penggunaan hutang adalah tidak relevan dengan nilai perusahaan. Namun, studi MM didasarkan pada sejumlah asumsi yang tidak realistis, antara lain (Brigham dan Houston, 2001):

1. Tidak ada biaya broker (pialang).
2. Tidak ada pajak.
3. Tidak ada biaya kebangkrutan.
4. Para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan.
5. Semua investor mempunyai informasi yang sama seperti manajemen mengenai peluang investasi perusahaan pada masa mendatang.
6. EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang.

Penggunaan asumsi-asumsi tersebut membuat teori ini dianggap tidak relevan, karena pada kenyataannya asumsi-asumsi tersebut hampir tidak mungkin dapat dipenuhi. Pada tahun 1963, MM menerbitkan makalah lanjutan yang berjudul "*Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction*" yang melemahkan asumsi tidak ada pajak perseroan. Peraturan perpajakan memperbolehkan pengurangan pembayaran bunga sebagai beban (*corporate tax shield*), tetapi pembayaran deviden kepada pemegang saham tidak dapat dikurangkan. Dalam keadaan pasar sempurna dan ada pajak, pada umumnya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak atau kata lain bersifat *tax deductible*. Dengan demikian, apabila ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama tetapi perusahaan yang satu menggunakan hutang dan membayar bunga sedangkan perusahaan yang lain tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

2. Balancing Theory

Model struktur modal dalam lingkup *Balancing theories* (Myers, 1984 dan Bayles and Diltz, 1994) disebut sebagai teori keseimbangan yaitu menyeimbangkan komposisi hutang dan modal sendiri. Teori ini pada intinya

yaitu menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih besar, hutang akan ditambah. Tetapi bila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi ditambah. Pengorbanan karena menggunakan hutang tersebut bisa dalam bentuk biaya kebangkrutan (*Bankruptcy cost*) dan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya kebangkrutan antara lain terdiri dari *legal fee* yaitu biaya yang harus dibayar kepada ahli hukum untuk menyelesaikan klaim dan *distress price* yaitu kekayaan perusahaan yang terpaksa dijual dengan harga murah sewaktu perusahaan dianggap bangkrut. Semakin besar kemungkinan terjadi kebangkrutan dan semakin besar biaya kebangkrutan, semakin tidak menarik menggunakan hutang. Hal ini disebabkan karena adanya biaya kebangkrutan, biaya modal sendiri akan naik dengan tingkat yang makin cepat. Sebagai akibatnya, meskipun memperoleh manfaat penghematan pajak dari penggunaan hutang yang besar berdampak oleh kenaikan biaya modal sendiri yang tajam, sehingga berakhir dengan menaikkan biaya perusahaan.

DeAngelo dan Masulis (1980) juga membahas mengenai biaya kebangkrutan saat membuktikan dampak perubahan komposisi hutang terhadap harga saham. Mereka menunjukkan bahwa *abnormal returns* pada hari pengumuman dari perusahaan-perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang, ternyata positif. Sedangkan perusahaan yang menurunkan *leverage* ternyata memperoleh *abnormal returns* yang negatif pada hari pengumuman dan sehari setelahnya. *Abnormal returns* yang positif berarti bahwa keuntungan yang diperoleh para pemodal lebih besar dari keuntungan yang seharusnya. *Abnormal returns* yang positif bagi perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang berarti bahwa peningkatan *leverage* dinilai memberikan manfaat bagi pemodal dalam bentuk penghematan pajak. Disamping itu mereka juga menunjukkan bahwa nampaknya manfaat dari penghematan pajak lebih dari kerugian karena kemungkinan munculnya biaya kebangkrutan (Suad Husnan, 1998).

Biaya lain yang timbul adalah biaya keagenan yaitu biaya yang muncul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Ada kemungkinan pemilik perusahaan yang menggunakan hutang melakukan tindakan yang merugikan kreditor, sebagai misal perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek beresiko tinggi. Biaya keagenan ini antara lain terdiri dari biaya kehilangan kebebasan karena kreditor melindungi diri dengan perjanjian-perjanjian pada saat memberikan kredit, dan biaya memonitor perusahaan untuk menjamin perusahaan menaati perjanjian yang dibebankan pada perusahaan dalam bentuk bunga hutang yang lebih tinggi (Lukas Setia Atmaja, 1999). Pembahasan mengenai masalah keagenan ini juga dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976).

3. Pecking Order Theory

Teori berikutnya adalah teori *pecking order*. Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun 1961, sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers pada tahun 1984 dalam *Journal of Finance* volume 39 dengan judul *The Capital Structure Puzzle*, yang menyatakan bahwa ada semacam tata urutan (*pecking order*) bagi perusahaan dalam menggunakan modal. Teori ini disebut *pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Secara ringkas teori tersebut menyatakan bahwa (Brealey and Myers, 1991 dalam Husnan, 2000);

1. Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan pembagian dividen yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastik.
3. Kebijakan dividen yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang. Apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi, maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.
4. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling "aman" terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* (menguntungkan) umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan karena perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena memerlukan *external financing* yang sedikit. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Penggunaan dana eksternal dalam bentuk utang lebih disukai daripada modal sendiri karena dua alasan; pertama, pertimbangan biaya emisi dimana biaya emisi obligasi akan lebih murah daripada biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun, hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya ketidaksamaan informasi antara pihak manajemen dengan pihak pemodal (Husnan, 2000).

4. Agency Theory

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak atau perjanjian antara satu atau lebih pihak (pemilik) dengan pihak lain (agen) untuk melakukan sebuah jasa atas kepentingan pemilik dimana dalam pelaksanaan jasa tersebut terdapat pelimpahan kekuasaan untuk mengambil keputusan dari pemilik kepada agen. Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manager adalah konsep *free-cash flow*. Ada kecenderungan manager ingin menahan sumber daya sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Jika perusahaan menggunakan utang, maka manager akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan untuk membayar bunga. Hubungan keagenan adalah salah satu bentuk modifikasi model hubungan sosial yang paling tua dan umum. Sepanjang periode 1970an hingga 1980an para peneliti mengeksplorasi konsep hubungan keagenan di bidang akuntansi dan ekonomi. Menurut Ross (1973) hubungan keagenan timbul diantara dua pihak dimana satu pihak yang disebut agen (*agent*) bertindak atas kepentingan pihak lainnya yang disebut pemilik (*principal*), untuk melakukan tindakan pengambilan keputusan. Lalu menurut Hirshleifer dan Thakor (1989), Harris and Raviv (1990),

Stulz (1990) model *agency* ini memprediksikan bahwa *leverage* berasosiasi positif dengan nilai perusahaan.

Menurut teori ini, manajemen merupakan agen dari pemegang saham, sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan imbalan dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi. Biaya agensi adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham (Van Horne dan Wachowicz, 1998).

5. Signalling Theory

Isyarat atau signal adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan utang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya, yang berarti mencari investor baru untuk berbagi kerugian. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut kurang baik. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru, lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah (Brigham dan Houston, 2001). Akan tetapi untuk perusahaan yang sudah maju, baik dalam bidang produksi maupun penjualan, tetapi struktur modalnya buruk karena memiliki utang yang lebih besar daripada modal sendiri, maka perusahaan itu dapat menawarkan saham kepada masyarakat luas. Hasil emisinya akan digunakan untuk membayar sebagian besar utang sehingga akan menghemat beban bunga pinjaman. Lebih lanjut, struktur modal akan menjadi lebih baik dan laba perusahaan akan meningkat (Samsul, 2006).

6. Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal

Dalam penelitian ini variabel yang akan digunakan adalah : Profitabilitas, Struktur Asset, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Asset.

a. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan rasio yang bertujuan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu dan juga memberikan gambaran tentang tingkat efektifitas manajemen dalam melaksanakan kegiatan operasinya. Efektifitas manajemen disini dilihat dari laba yang dihasilkan terhadap penjualan dan investasi perusahaan.

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba melalui semua kemampuan dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang dan sebagainya (Syafri, 2008:304).

Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian (profitabilitas) yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang relatif kecil karena tingkat profitabilitas yang tinggi menyediakan dana internal yang relatif besar yang pada akhirnya di akumulasikan sebagai laba yang ditahan (Mayangsari, 2001 dalam Erwin 2012). Sebaliknya jika tingkat pengembalian yang dihasilkan perusahaan rendah, maka perusahaan cenderung menggunakan hutang yang lebih besar karena dana internal yang dimiliki tidak cukup untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan. Dengan kata lain, laba ditahan yang dimiliki perusahaan pun juga kecil.

Perusahaan dengan tingkat profit yang tinggi, cenderung menggunakan sumber pendanaan internal terlebih dahulu yaitu dari laba yang ditahan untuk membiayai kegiatan investasi dan operasional perusahaannya. Profitabilitas yang tinggi pada perusahaan berpengaruh negatif terhadap DER.

Dalam penelitian ini profitabilitas yang digunakan adalah *Return On Assets* (ROA), yaitu merupakan perbandingan antara laba sebelum pajak terhadap total aset. Jadi *Return On Assets* (ROA) mengindikasikan seberapa besar kemampuan aset yang dimiliki untuk menghasilkan tingkat pengembalian atau pendapatan atau dengan kata lain *Return On Assets* (ROA) menunjukkan kemampuan total aset dalam menghasilkan laba. Profitabilitas (ROA) dapat dirumuskan sebagai berikut (Sawir, 2009:19):

$$\text{Profitabilitas (ROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Asset}}$$

b. Struktur Asset

Struktur Asset adalah kekayaan atau sumber-sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan akan memberikan manfaat di masa yang akan datang (Kesuma, 2009). Struktur asset dibagi menjadi dua bagian utama, yaitu asset lancar yang meliputi kas, investasi jangka pendek, piutang wesel, piutang dagang, persediaan, persekot dan asset tidak lancar yang meliputi investasi jangka panjang, asset tetap, dan asset tetap tidak berwujud (Winahyuningsih, dkk. 2010). Perusahaan yang asetnya mencukupi untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman cenderung akan cukup banyak menggunakan utang. Hal ini disebabkan, perusahaan dengan skala besar akan lebih mudah mendapatkan akses ke sumber dana dibandingkan dengan perusahaan kecil. Teori *trade off* menjelaskan apabila manfaat yang diperoleh perusahaan dalam menggunakan hutang lebih besar daripada pengorbanannya, maka sebaiknya perusahaan melakukan pendanaan secara eksternal. Sartono (2005) menjelaskan penggunaan utang dalam jumlah besar akan meningkatkan risiko *financial* bagi perusahaan, sementara itu asset tetap dalam jumlah besar tentu juga mengakibatkan risiko bisnis yang semakin besar yang pada akhirnya meningkatkan total risiko. Dengan demikian, semakin tinggi struktur asset yang dimiliki oleh suatu perusahaan, maka akan memudahkan perusahaan dalam mendapatkan hutang. Struktur asset dapat dirumuskan sebagai berikut (Weston dan Brigham, 2008)

$$\text{Struktur Asset} = \frac{\text{Fixed Asset}}{\text{Total Asset}}$$

c. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh suatu perusahaan (Saidi, 2004). Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan mengacu pada penelitian Dyah Sih Rahayu (2005), dimana ukuran perusahaan di ukur dengan nilai logaritma natural dari total asset (*natural*

logarithm of asset). Logaritma dari total assets dijadikan indikator dari ukuran perusahaan karena jika semakin besar ukuran perusahaan maka asset tetap yang dibutuhkan juga akan semakin besar.

Menurut Kartini dan Tulus Arianto (2008) ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang telah dipertimbangkan dalam menentukan berapa besar kebijakan keputusan pendanaan (struktur modal) dalam memenuhi ukuran atau besarnya asset suatu perusahaan. Perusahaan yang lebih besar dimana sahamnya tersebar sangat luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualannya dibandingkan perusahaan yang lebih kecil (Riyanto, 2001). Sehingga semakin besar ukuran perusahaan, kecenderungan untuk memakai dana eksternal juga semakin besar. Hal tersebut dikarenakan perusahaan besar memiliki kebutuhan dana yang besar dan salah satu alternatif pemenuhan dananya adalah dengan menggunakan dana eksternal yaitu dengan menggunakan hutang. Sehingga semakin besar ukuran perusahaan kecenderungan untuk menggunakan hutang lebih besar untuk memenuhi kebutuhan dananya daripada perusahaan kecil. Pada penelitian ini ukuran perusahaan dapat menggunakan tolak ukur asset. Karena total asset perusahaan bernilai besar maka hal ini dapat disederhanakan dengan mentransformasikan ke dalam logaritma natural (Ghozali, 2006), sehingga ukuran perusahaan dapat dirumuskan

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Log Total Asset}$$

d. Pertumbuhan Asset

Menurut Brimigham dan Erhart (2005), perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan bergantung pada dana dari luar perusahaan dikarenakan dana dari dalam perusahaan tidak mencukupi untuk mendukung tingkat pertumbuhan yang tinggi. Dengan demikian perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan lebih banyak menggunakan utang sebagai sumber pendanaannya daripada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah. Pertumbuhan menurut Mardiyah (2001) didefinisikan sebagai perubahan tahunan dari total aset. Bagi perusahaan, kesempatan untuk bertumbuh atau melakukan investasi akan meningkatkan kebutuhan akan dana. Ini berarti, disamping dana internal yang tersedia diperlukan juga tambahan dana yang berasal dari luar perusahaan termasuk utang (Hendri Setyawan dan Sutapa, 2006). Menurut Wigati (2014), Pertumbuhan asset merupakan asset perusahaan yang diukur berdasarkan perbandingan antara total asset periode sekarang (asset t) dikurangi total asset periode sebelumnya (asset t-1) terhadap total asset periode sebelumnya (asset t-1), sehingga dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Pertumbuhan Asset} = \frac{\text{Total aset t} - \text{Total Asset (t-1)}}{\text{Total Asset t-1}}$$

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian adalah penelitian kausal. Yaitu untuk mengetahui pengaruh antara satu atau lebih variabel bebas (*independent variabel*) yaitu Profitabilitas, Struktur Asset, Ukuran Perusahaan dan Pertumbuhan Asset terhadap variabel terikat (*dependent variabel*) yaitu Struktur

Modal pada perusahaan sektor *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di BEI tahun 2010-2014.

A. Definisi dan operasionalisasi variabel

Definisi operasional dalam penelitian ini dijabarkan masing-masing sebagai berikut:

1. Struktur Modal

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah Struktur Modal (*Debt to Equity Ratio/DER*) yang merupakan rasio mengukur kemampuan perusahaan dalam mengembalikan biaya hutang melalui modal sendiri yang dimilikinya yang diukur melalui hutang dan total modal (*equity*). Struktur Modal dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Struktur Modal} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

2. Profitabilitas

Profitabilitas adalah suatu ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam suatu periode tertentu (Riyanto,2001). Profitabilitas diukur dengan menggunakan Return On Assets (ROA) yang menunjukkan kemampuan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam asset untuk menghasilkan laba yang merupakan perbandingan antara laba bersih dengan total asset. Profitabilitas dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Profitabilitas (ROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Asset}}$$

3. Struktur Asset

Struktur Asset adalah adalah kekayaan atau sumber-sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan akan memberikan manfaat dimasa yang akan datang, yang terdiri dari asset tetap, asset tidak berwujud, asset lancar, dan asset tidak lancar. Cara mengukurnya adalah dengan perbandingan atau perimbangan antara asset tetap dengan total asset. Struktur Asset dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Struktur Asset} = \frac{\text{Fixed Asset}}{\text{Total Asset}}$$

4. Ukuran Perusahaan

Ukuran Perusahaan merupakan besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Dalam penelitian ini pengukuran perusahaan mengacu pada penelitian sebelumnya (Saidi, 2004) dimana ukuran perusahaan diproxy dengan nilai logaritma dari total asset. Logaritma dari total assets dijadikan indikator dar ukuran perusahaan karena jika semakin besar ukuran perusahaan maka asset tetap yang dibutuhkan juga akan semakin besar.

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Log Total Asset}$$

5. Pertumbuhan Asset

Pertumbuhan asset didefinisikan sebagai persentase perubahan antara total asset tahun bersangkutan dengan total asset tahun lalu dibandingkan dengan total asset tahun lalu. Pertumbuhan asset dapat dirumuskan sebagai berikut:

ANALISIS HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran atau mendeskripsikan suatu data variabel yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), nilai maksimum, minimum, dan standar deviasi dari satu variabel dependen yaitu struktur modal (DER) dan empat variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu profitabilitas, struktur asset, ukuran perusahaan dan pertumbuhan asset.

Tabel statistik deskriptif di atas menunjukkan jumlah observasi dalam penelitian ini adalah 155 observasi. Dari 155 data observasi diperoleh nilai rata-rata untuk struktur modal adalah 0.85274, nilai ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan *Property* dan *Real Estate* memiliki hutang yang relatif rendah yaitu sebesar 85,27%. Nilai struktur modal yang terendah dalam penelitian ini adalah 0.075414 yang di peroleh dari PT. Ciputra Property Tbk pada tahun 2010. Nilai struktur modal yang tertinggi dalam penelitian ini adalah 2.849438 yang di peroleh dari PT. Gowa Makassar Tourism Development Tbk pada tahun 2012. Nilai standar deviasi pada penelitian ini adalah 0.541936.

1. Hasil Statistik Deskriptif Variabel Profitabilitas (ROA)

Dari hasil uji statistik deskriptif diatas dapat diketahui bahwa rata-rata variable ROA adalah 0.080118, nilai ini menunjukkan bahwa nilai rata-rata (mean) profitabilitas pada perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2014 relatif rendah yaitu sebesar 8,01%. Nilai profitabilitas yang terendah dalam penelitian ini adalah 0.000276 yang di peroleh dari PT. Metro Realty Tbk pada tahun 2014. Nilai profitabilitas yang tertinggi dalam penelitian ini adalah 0.342959 yang di peroleh dari PT. Dadanayasa Arthatama Tbk pada tahun 2013. Nilai standar deviasi pada penelitian ini adalah 0.049977.

2. Hasil Statistik Deskriptif Variabel Struktur Asset (SA)

Dari hasil uji statistik deskriptif diatas dapat diketahui bahwa rata-rata variable SA adalah 0.137204, nilai ini menunjukkan bahwa nilai rata-rata (mean) struktur asset pada perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2014 mampu memperoleh asset tetap sebesar 13,72% . Nilai struktur asset yang terendah dalam penelitian ini adalah 0.00261 yang di peroleh dari PT. Bekasi Asri Pemula Tbk pada tahun 2010. Nilai struktur asset yang tertinggi dalam penelitian ini adalah 0.846431 yang di peroleh dari PT. Roda Vivatex Tbk pada tahun 2013. Nilai standar deviasi pada penelitian ini adalah 0.174198.

3. Hasil Statistik Deskriptif Variabel Ukuran Perusahaan (SIZEREAL)

Dari hasil uji statistik deskriptif diatas dapat diketahui bahwa rata-rata variable SIZEREAL adalah 6,010,000,000,000, nilai ini menunjukkan bahwa tingkat asset perusahaan relative kecil terlihat dari dekatnya nilai rata-rata dengan nilai minimum. Nilai ukuran perusahaan yang terendah dalam penelitian ini adalah 92,300,000,000 yang di peroleh dari PT. Metro Realty Tbk pada tahun 2014. Nilai ukuran perusahaan yang tertinggi dalam penelitian ini adalah 37,800,000,000,000 yang di peroleh dari PT. Lippo Karawaci Tbk pada tahun 2014. Nilai standar deviasi pada penelitian ini adalah 6,600,000,000,000.

4. Hasil Statistik Deskriptif Variabel Pertumbuhan Asset (GA)

Dari hasil uji statistik deskriptif diatas dapat diketahui bahwa rata-rata variable GA adalah 0.250781, nilai ini menunjukkan bahwa nilai rata-rata (mean) pertumbuhan asset pada perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di

BEI periode tahun 2010-2014 naik sebesar 25%. Nilai pertumbuhan asset yang terendah dalam penelitian ini adalah -0.202714 yang di peroleh dari PT. Duta Anggada Realty Tbk pada tahun 2010. Nilai pertumbuhan yang tertinggi dalam penelitian ini adalah 3.611133 yang di peroleh dari PT. Cowell Development Tbk pada tahun 2012. Nilai standar deviasi pada penelitian ini adalah 0.374468.

B. Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Uji Normalitas dilakukan dengan menggunakan teknik Jarque Bera, dengan Hipotesa,

H_0 = Error Konstanta terdistribusi normal

H_1 = Error konstanta tidak terdistribusi normal

Hasil Menunjukkan Prob Jarque Bera Sebesar 0,0000 Atau Lebih kecil dari Alpha 5% sehingga hipotesa dugaan diterima dan menolak null hipotesa yaitu data menunjukkan error konstanta yang terdistribusi normal (Nachrowi, 2006). Menurut Teori Toerema Limit Sentral yang dikemukakan pakar matematika berkebangsaan Prancis menyatakan bahwa distribusi probabilitas apapun yang mendasarinya, rata-rata sampel dari besaran sampel yang terdiri dari sekurang kurangnya 30 observasi akan mendekati normal (Gujarati, 2007).

2. Uji Multikolinieritas

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan linear yang pasti di antara beberapa atau seluruh variabel independen dari model regresi penelitian. Adanya multikolinieritas dapat dilihat jika terdapat nilai koefisien korelasi sebesar 0,8 atau lebih.

Dalam model ini tidak ditemukan korelasi antar variabel dengan besaran diatas 0,8 sehingga bisa dipastikan bahwa model ini terbebas dari permasalahan multikolinieritas.

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk melihat apakah variable pengganggu mempunyai varian yang sama atau tidak. Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi heteroskedastisitas. Kebanyakan data mengandung situasi heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (Ghozali, 2011). Dalam penelitian ini permasalahan heteroskedastisitas sudah diatasi dengan *treatment white heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance*.

4. Uji Autokorelasi

Berikutnya adalah uji autokorelasi yaitu suatu pengujian untuk melihat apakah ada korelasi antar anggota observasi satu dengan observasi lain yang berlainan waktu, salah satu metode didalam mendeteksi masalah autokorelasi adalah metode yang dikembangkan oleh Durbin-Watson. Uji statistik Durbin Watson dilakukan dengan cara mencari nilai kritis d_L dan d_U yang kemudian baru bisa diambil keputusan apakah ada permasalahan autokorelasi. Nilai Durbin Watson dalam model sebesar **1,874431** berada pada daerah aman atau tidak ada indikasi autokorelasi.

C. Uji Analisis Regresi

Uji asumsi klasik dilakukan dengan software Eviews 7. Untuk memastikan bahwa regresi terbebas dari permasalahan heteroskedastisitas maka dilakukan penambahan teknik *white heteroskedasticity treatment*

setiap dilakukan regresi. Terkait multikolinieritas dilakukan dengan teknik uji corelation, cutoff yang digunakan adalah besaran koefisien diatas 0,8 (Nachrowi. 2006:95)

Hasil pertama yang dapat dilihat adalah pengujian terhadap model, yang dilihat dari nilai F dan determinasi data. Probabilitas nilai F menunjukkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian ini terbukti signifikan pada level 1%. Hasil ini ditunjukkan dengan nilai probabilitas *F-statistic* sebesar 0,0000. Artinya secara bersama-sama variabel independen yang digunakan (Profitabilitas, Struktur Asset, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Asset) berpengaruh terhadap variabel dependennya (Struktur Modal). Hasil pengujian terhadap determinasi data menunjukkan bahwa variabel independen yang digunakan benar-benar berpengaruh terhadap variabel dependennya sebesar 36,7%, artinya masih ada 63,3% variabel independen lain yang belum tertangkap dalam penelitian ini.

D. Pembahasan

1. Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Variabel profitabilitas dalam penelitian ini menunjukkan hasil bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini dapat disimpulkan bahwa semakin besarnya profitabilitas yang dihasilkan perusahaan maka akan menurunkan hutang yang digunakan oleh perusahaan pula. Hal ini tidak sejalan dengan Pecking Order Teory yang menyatakan perusahaan cenderung mendahulukan pendanaan internal berupa laba ditahan yang berasal dari laba yang diperolehnya daripada pendanaan eksternal. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitan sebelumnya Seftianne dan Ratih Handayani (2011) dan Liwang (2011) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Tetapi hasil ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ali Kesuma (2009), Nurrohim (2008), Tomasila (2009), Nugroho (2006), Kusumaningrum (2012), Dollah (2011), dan Bucker and Wurgler (2002) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil yang tidak signifikan ini menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan ini tidak diperuntukkan meningkatkan struktur modal perusahaan, dapat dimungkinkan profitabilitas perusahaan digunakan untuk menambahkan kegiatan operasional perusahaan dan dibagikan kepada pemegang saham.

2. Pengaruh Struktur Asset terhadap Struktur Modal

Variabel struktur asset dalam penelitian ini menunjukkan hasil bahwa struktur asset berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Hal ini dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi struktur *Fixed Asset* maka semakin rendah komposisi hutang dalam struktur modal perusahaan yang menjadi sampel perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya Liwang (2011) dan Nurrohim (2008) yang menyatakan bahwa struktur asset berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Tetapi hasil ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nugroho (2006), Seftianne dan Ratih Handayani (2011) dan Ali Kesuma (2009) yang menyatakan bahwa Struktur Asset tidak berpengaruh terhadap Struktur Modal.

3. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Variabel ukuran perusahaan dalam penelitian ini menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya oleh Liwang (2011) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Namun hasil ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya oleh Seftianne dan Ratih Handayani (2011), Tomasila (2009), Dollah (2011), dan Baker and Wurgler (2002) yang menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil yang tidak signifikan ini menunjukkan bahwa keputusan struktur modal perusahaan untuk memilih kombinasi hutang ataupun modal saham tidak dipengaruhi besar kecilnya perusahaan.

4. Pengaruh Pertumbuhan Asset terhadap Struktur Modal

Variabel pertumbuhan asset dalam penelitian ini menunjukkan hasil bahwa pertumbuhan asset tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya Liwang (2011) yang menyimpulkan pertumbuhan asset tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Tetapi hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya oleh Kusumaningrum (2012) yang menyatakan bahwa pertumbuhan asset berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil yang tidak signifikan ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya pertumbuhan asset tidak berpengaruh terhadap hutang dalam struktur modal, karena perusahaan memiliki total asetnya yang lebih telah mencukupi kebutuhan dananya, sehingga tidak membutuhkan hutang (eksternal) melainkan dari sumber internal sendiri atau sumber dana yang dihasilkan perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pengujian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal terhadap perusahaan-perusahaan yang secara konsisten terdaftar dalam perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2010-2014, maka diperoleh kesimpulan sebagai berikut :

1. Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
2. Struktur asset berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal.
3. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
4. Pertumbuhan asset tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

B. Saran

1. Menambah variabel independen lainnya yang berpengaruh terhadap struktur modal, misalnya pertumbuhan penjualan dan struktur kepemilikan.
2. Menambah jumlah sampel dari berbagai jenis industry lainnya, seperti perusahaan manufaktur.
3. Penelitian selanjutnya lebih diperpanjang rentang waktu periode penelitiannya, tidak terbatas hanya lima tahun.

DAFTAR PUSTAKA

- Achmad Eko Prastyo. (2015). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014. Skripsi. Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Agnes Sawir. (2009). *Analisa Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Agus Sartono. (2008). *Manajemen keuangan teori, dan aplikasi*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Ali Kesuma. (2009, Maret). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan, Vol.11, No.1*, 38-45.
- Bambang Riyanto. (1995). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BFE.
- Brigham dan Houston. (2001). *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Jakarta: Erlangga.
- Damodar Gujarati. (2005). *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Erlangga.
- Floencia Paramita Liwang. (2011). *Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal serta pengaruhnya terhadap harga saham pada perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam LQ45 periode tahun 2006-2009*, Universitas Kristen Maranatha Bandung 40164.
- Hasa Nurrohim. (2008). Pengaruh Profitabilitas, Fixed Asset Ratio, Control Kepemilikan Dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Sinergi Kajian Bisnis Dan Manajemen*.
- Imam Ghozali. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Edisi Ketiga. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Investor Daily 31 Januari 2013
- J.Fred Weston dan Eugene F. Brigham. (2008). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan (1th ed)*. Jakarta: Erlangga.
- J.Fred Weston dan Eugene F. Brigham. (2008). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan (2th ed)*. Jakarta: Erlangga.
- Jensen, M. C and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Oktober, 1976, V.3, No.4, pp. 305-360. Available from: <http://papers.ssrn.com>.
- Lukas Setia Atmaja. (2008). *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi.
- Lukman Syamsuddin. (2001). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Mc.Cue, Michael J. and Yasar A. Ozcan. (1992). "Determinants of Capital Structure". *Journal of Healthcare Management*, 37,3, p.333.
- Modigliani, F. and M.H. Miller. (1958). "The Cost of Capital Corporation Finance and Theory of Investment". *American Economic Review, Vol.48. No.13*, pp.261-297.

- Myers, S. (1984, July). "The Capital Structure Puzzle". *Jurnal Keuangan*, Vol.39.
- Nachrowi D Nachrowi. (2006). Dalam *Ekonomika, untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan, Cetakan Pertama*. Jakarta: Lembaga Penerbit FE UI.
- Seftianne dan Ratih Handayani. (2011). Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No.1.
- Sofyan Syafri Harahap. (2008). *Analisa Kritis atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Suad Husnan. (2000). *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Buku 1. Edisi 4. Yogyakarta: BPF.
- Tias Penget Wigati. (2014). "Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderating". Skripsi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Titman and Wessels. (1988). Determinant of Capital Structure. *The Journal of Finance*, www.findarticles.com. 20 Maret 2006.

Sumber lain :
www.idx.co.id.