

## **FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN REAL ESTATE DAN PROPERTI DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2009-2012**

Yuli Gretha Dini Mandagi<sup>1</sup>  
Posma Sariguna J.K.H.<sup>2</sup>  
Santi Lina<sup>3</sup>

### **Abstrak**

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor apa saja yang mempengaruhi kebijakan struktur modal pada perusahaan *real estate* dan *property* yang *listing* di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2012. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode penelitian eksplanatoris. Hasil yang diperoleh ternyata yang mempengaruhi secara signifikan struktur modal untuk perusahaan yang *listing* tersebut adalah struktur aktiva dan profitabilitas dengan arah negatif. Dengan demikian semakin tinggi rasio struktur aktiva dan profitabilitasnya, maka hutang jangka panjang perusahaan mampu diperkecil atau modal sendirinya dapat diperbesar.

### **1. Pendahuluan**

Struktur modal perusahaan merupakan salah satu faktor fundamental dalam operasi perusahaan. Struktur modal suatu perusahaan ditentukan oleh kebijakan pembelanjaan (*financing policy*) dari manajer keuangan yang senantiasa dihadapkan pada pertimbangan baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif yang mencakup tiga unsur penting, yaitu (Harnanto, 1995:306 dalam Muhammad Rizal, 2002) :

- 1) Keharusan untuk membayar balas jasa atas penggunaan modal kepada pihak yang menyediakan dana tersebut, atau sifat keharusan untuk pembayaran biaya modal.
- 2) Sampai seberapa jauh kewenangan dan campur tangan pihak penyedia dana itu dalam mengelola perusahaan.
- 3) Resiko yang dihadapi perusahaan.

Sumber dana perusahaan bagi perusahaan dapat diperoleh dari sumber dana internal dan eksternal perusahaan. Sumber dana internal artinya dana yang diperoleh dari hasil kegiatan operasi perusahaan, yang terdiri atas laba yang tidak dibagi (laba ditahan) dan depresiasi. Sedangkan sumber dana eksternal merupakan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan, yang terdiri dari hutang (pinjaman) dan modal sendiri. Apabila perusahaan dalam pemenuhan kebutuhan modalnya semakin meningkat sedangkan dana yang dimiliki telah digunakan semua, maka perusahaan tidak ada pilihan lain selain menggunakan dana yang berasal dari luar yaitu dalam bentuk hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru untuk memenuhi kebutuhan modalnya.

Kebijakan manajemen dalam mencari sumber dana dan mengatur pembelanjaan perusahaan merupakan salah satu fungsi manajer keuangan. Dalam menjalankan fungsi tersebut, manajer keuangan selalu dihadapkan pada dua masalah utama. Pertama, mengenai bagaimana keputusan pembelanjaan yang harus diambil dari berbagai alternatif yang ada, sehingga nantinya akan diperoleh dana dengan cara yang paling efisien untuk membiayai investasi perusahaan. Dalam hal ini manajer keuangan atau perusahaan perlu mempertimbangkan alternatif sumber dana dari pasar modal guna mengurangi ketergantungan pendanaan melalui pinjaman perbankan. Melalui pasar modal, perusahaan memperoleh cara lain untuk mendapatkan sumber dana dengan terlebih dahulu

---

<sup>1</sup> FE Maranatha

<sup>2</sup> Dosen FE UKI

<sup>3</sup> Dosen FE Maranatha

menyatakan sebagai perusahaan *go-public* dengan memenuhi syarat-syarat yang telah ditentukan. Kedua, penentuan metode yang digunakan dalam menentukan investasi, agar dana tersebut dapat dimanfaatkan secara maksimal.

Terdapat beberapa faktor internal yang mempengaruhi struktur modal yang berkenaan dengan masalah pendanaan. Dimana faktor-faktor tersebut antara lain struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, struktur kepemilikan, pertumbuhan (*growth*), rasio hutang, pertumbuhan penjualan, dan lain-lain. Dari beberapa faktor tersebut penulis mencoba untuk menyederhanakan dan memilih faktor-faktor yang dianggap sangat dominan dalam mempengaruhi perilaku struktur modal. Faktor-faktor dominan yang akan diangkat dalam rangka meneliti pengaruhnya terhadap struktur modal antara lain struktur aktiva (*tangibility of assets*), profitabilitas (*profitability*), ukuran perusahaan (*firm size*), dan risiko bisnis (*bussines risk*).

Diawal tahun 1968, industri *real estate* dan *property* mulai bermunculan dan mulai tahun 80-an, industri *real estate* dan *property* sudah mulai terdaftar di BEI. Adapun jumlah perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di BEI pada tahun 2003 berjumlah 30 perusahaan. Mengingat perusahaan yang bergerak pada sektor *real estate* dan *property* tersebut adalah perusahaan yang sangat peka terhadap pasang surut perekonomian, maka seiring perkembangannya sektor *real estate* dan *property* dianggap menjadi salah satu sektor yang mampu bertahan dari kondisi ekonomi secara makro di Indonesia. Terbukti dengan semakin banyaknya sektor *real estate* dan *property* yang memperluas *landbank* (aset berupa tanah), melakukan ekspansi bisnis, dan hingga tahun 2011 sektor *real estate* dan *property* yang terdaftar di BEI bertambah menjadi 43 perusahaan.

Indonesia baru mengalami guncangan makro ekonomi yang signifikan pada akhir 2008. Adanya perubahan perekonomian domestik dan global sepanjang tahun 2008 dapat berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan seperti halnya pertumbuhan usaha perusahaan, kondisi keuangan dan prospek usaha, penurunan pertumbuhan ekonomi, hal ini merupakan indikator yang mempengaruhi pertumbuhan bisnis, termasuk bisnis *real estate* dan *property*.

Tabel dibawah ini adalah perkembangan struktur modal yang indikatornya menggunakan *debt to equity ratio* pada perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009 sampai dengan 2012, yaitu sebagai berikut:

Tabel 1. Perkembangan Struktur Modal (*Debt to Equity Ratio*) pada Perusahaan *Real Estate* dan *Properti* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012

Tahun	<i>Long Term Debt to Equity Ratio</i>	Perkembangan Struktur Modal
	(%)	(%)
2009	1.073	0
2010	0.910	-0.163
2011	0.887	-0.023
2012	0.980	0.093

Sumber: ICMD 2009-2012 (data diolah)

Dari tabel diatas, maka dapat dikatakan bahwa struktur modal pada perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009 sampai dengan 2012 mengalami fluktuasi. Dari tahun 2009 ke tahun 2010, struktur modal mengalami penurunan yang cukup signifikan sebesar 0.163% sebagai dampak adanya kemunduran yang dialami dunia properti akibat kemacetan kredit-kredit yang diberikan ke dunia usaha, khususnya industri properti tanpa memperhitungkan batas maksimum pemberian kredit dimasa lalu oleh perbankan dan masalah kelayakan kredit yang disetujui.

Dari tahun 2011 ke tahun 2012, struktur modal mengalami peningkatan, yaitu sebesar 0.093%. Hal tersebut disebabkan oleh mulai bangkitnya dunia properti karena pulihnya kepercayaan investor asing setelah krisis global. Sebagian besar industri properti di Indonesia didanai oleh modal asing atau mengandalkan dana perbankan dalam bentuk utang maupun dengan mengeluarkan saham baru untuk memenuhi kebutuhan modalnya, sehingga terjadinya krisis global berdampak pada penurunan jumlah modal asing yang dimiliki suatu perusahaan. Berdasarkan uraian ini, penulis melakukan penelitian untuk mengetahui faktor apa saja yang mempengaruhi kebijakan struktur modal pada perusahaan *real estate* dan *property* yang *listing* di Bursa Efek Indonesia .

## 2. Tinjauan Pustaka

Setiap badan usaha memerlukan dana untuk melakukan kegiatan usaha dan untuk menjamin keberlanjutan usahanya. Pemenuhan kebutuhan tersebut dapat berasal dari sumber internal dan sumber eksternal. Setiap keputusan perusahaan dalam menentukan darimana kebutuhan modalnya dipenuhi akan berpengaruh pada komposisi struktur modal perusahaan. Struktur modal menunjukkan komposisi perbandingan antara sumber dana dari modal asing dengan modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan dalam membiayai investasinya.

Besarnya modal asing dalam keadaan bagaimanapun tidak boleh melebihi besarnya modal sendiri (Riyanto 2001:23). Dalam hal penetapan komposisi struktur modal, perusahaan perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhinya, faktor-faktor tersebut di antaranya struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan resiko perusahaan.

Perilaku struktur modal memberikan suatu gambaran mengenai kebijakan pendanaan perusahaan. Pemenuhan pendanaan perusahaan dapat berasal dari internal perusahaan (modal sendiri) atau dari pihak luar (hutang). Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Ghos, Cai & Li (2000), struktur modal adalah perbandingan antara hutang perusahaan dengan total aktiva. Dalam penelitian ini pengukuran terhadap struktur modal dilakukan dengan cara membandingkan total hutang dengan total aktiva. Menurut Houtson dan Bringham (2001) pembiayaan permanen perusahaan meliputi hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa, tanpa mengikutsertakan semua hutang jangka pendek.

Struktur modal juga dapat didefinisikan sebagai perimbangan atau perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto 2001:296), yang dijabarkan dalam rumus sebagai berikut :

$$SM = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Modal Sendiri}}$$

(Riyanto, 2001:296)

Pengaruh kebijakan keuangan yang dilakukan perusahaan tentunya berdampak terhadap struktur modal yang terdapat dalam laporan keuangan. Penentuan komposisi struktur modal yang tepat dapat memberikan jaminan yang memadai terhadap dana yang ditanamkan perusahaan baik oleh investor maupun kreditur.

Teori struktur modal modern dimulai oleh Franco Modigliani dan Merton H. Miller pada tahun 1958 yang dikenal dengan Teori Modigliani-Miller. Teori ini sangat kontroversial. Implikasi teori MM adalah perusahaan sebaiknya menggunakan hutang sebanyak-banyaknya dan mengabaikan biaya kebangkrutan. Teori MM dipandang tidak relevan dengan keadaan perindustrian saat ini, karena dalam praktiknya, tidak ada perusahaan yang mempunyai hutang sebesar itu, karena semakin tinggi tingkat hutang suatu perusahaan, akan semakin tinggi juga kemungkinan kebangkrutannya.

*Agency theory* dianggap mampu memberikan kerangka formal dalam mempelajari hubungan keagenan, dan dianggap sebagai paradigma penelitian yang meyakinkan dalam menggambarkan dan menjelaskan hubungan kontraktual antara *agen* dan *principal*. Meskipun *agency theory* mampu mendominasi penelitian akuntansi, teori tersebut memiliki beberapa kelemahan. *Agency theory* merupakan teori yang terlalu abstrak dan didasarkan pada asumsi yang sempit, misalnya individu dianggap selalu memiliki kepentingan pribadi, mengabaikan konteks lingkungan dan social. Kelihatan bahwa teori keagenan terlalu mekanistik, boleh dikatakan sebagai teori tanpa ruh (Chariri, Anis 2008).

*Asymmetric information theory* dari struktur modal mengasumsikan bahwa manajer perusahaan memiliki informasi privat mengenai karakteristik dari return perusahaan atau kesempatan investasi, dimana hal ini tidak diketahui oleh investor publik pada umumnya. Perilaku ini tidak konsisten dengan prediksi dari *trade-off* dimana terdapat hubungan negatif antara tingkat profitabilitas dan utang.

Dalam penelitian ini, teori yang relevan dengan kondisi perusahaan *property & real estate* sebagai perusahaan yang *profitable* adalah *pecking order theory* dan *trade-off theory*. *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* umumnya menggunakan utang dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu dana *internal* tidak mencukupi, dan utang merupakan sumber *eksternal* yang lebih disukai.

Sebaliknya, perusahaan dengan tingkat pengembalian yang kecil akan lebih banyak menggunakan modal asing dalam memenuhi kebutuhan dananya. Dengan demikian, tingkat profitabilitas mempengaruhi struktur modal, semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan maka semakin rendah pula kemungkinan perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaannya.

Menurut Brigham dan Houston (2001:39) perusahaan yang aktivitya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan banyak utang. Aktiva lancar yang dimiliki perusahaan merupakan suatu jaminan pembayaran yang baik bagi kreditor terhadap pinjaman yang diberikan kepada perusahaan. Jadi dapat dikatakan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.

*Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor, antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Perusahaan dengan *cash flow* yang sangat fluktuatif akan menyadari bahwa penggunaan hutang yang penuh risiko akan kurang menguntungkan dibanding dengan penggunaan ekuitas, sehingga perusahaan dipaksa untuk menggunakan ekuitas untuk memenuhi pendanaan perusahaan guna menghindari *financial distress* (Setiawan, 2006).

Dalam perusahaan, resiko bisnis akan meningkat jika menggunakan hutang yang tinggi. Hal ini juga akan meningkatkan kemungkinan kebangkrutan. Risiko bisnis akan mempersulit perusahaan dalam memperoleh pendanaan eksternal. Menurut *trade-off theory*, perusahaan dengan resiko bisnis tinggi lebih baik menggunakan hutang yang sedikit dan perusahaan yang terkena tingkat pajak tinggi memperoleh penghematan pajak yang lebih tinggi bila menggunakan hutang.

*Trade-off theory* mempunyai implikasi bahwa *manager* akan berfikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan dalam penentuan struktur modal. Beberapa peneliti menggunakan penjualan atau aset bernilai positif yang mencerminkan semakin besarnya ukuran perusahaan, sehingga memperbanyak pula alternatif pendanaan yang dapat dipilih dalam meningkatkan profitnya (Mardiana, 2005). Perusahaan besar cenderung akan melakukan diversifikasi usaha lebih banyak dari pada perusahaan kecil. Oleh karena itu kemungkinan kegagalan dalam menjalankan usaha atau kebangkrutan akan lebih kecil, sehingga akan lebih mudah memperoleh

pinjaman dibandingkan perusahaan kecil. Perusahaan-perusahaan besar akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak.

Besar kecilnya ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan akan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi sehingga memungkinkan perusahaan berukuran besar memiliki tingkat *leverage* lebih besar dari pada perusahaan yang berukuran kecil karena dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya.

Peningkatan nilai IHSI selaras dengan peningkatan harga saham. Penelitian Ritter (1984) dan Pagano (1998) menyatakan bahwa perusahaan akan melakukan penerbitan saham pada saat harga saham mengalami peningkatan. Perusahaan akan memanfaatkan momen peningkatan harga yang menyebabkan harga saham pada kelompok industri tersebut mengalami *overvalued*, sehingga akan mendorong perusahaan meningkatkan investasi melalui penerbitan saham. Oleh karena itu, indikator indeks harga saham berbanding terbalik dengan *leverage* perusahaan. Kondisi ini didukung oleh *Pecking Order Theory* yang mengatakan bahwa urutan penggunaan sumber pendanaan yang diminati sebagian besar perusahaan adalah: *internal fund* (dana internal), *debt* (hutang), dan *equity*.

Dengan mengetahui bagaimana faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, diharapkan dapat membantu perusahaan dalam menentukan bagaimana seharusnya pemenuhan dana dilakukan sehingga tujuan perusahaan dapat tercapai. Arti penting struktur modal bagi perusahaan adalah karena struktur modal mencerminkan jenis dan kombinasi antara sumber-sumber dana yang digunakan perusahaan untuk membiayai investasi perusahaan. Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal kurang baik dimana mempunyai utang jangka panjang melebihi modal sendiri akan memberikan beban yang berat kepada perusahaan yang bersangkutan.

### **Struktur Aktiva**

Aktiva menurut Warren (2005:18) adalah sumber daya yang dimiliki perusahaan. Kondisi aktiva perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2001:39) perusahaan yang aktiva sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan banyak utang. Aktiva lancar yang dimiliki perusahaan merupakan suatu jaminan pembayaran yang baik bagi kreditor terhadap pinjaman yang diberikan kepada perusahaan. Menurut Riyanto (1995:298), kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar daripada modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen yaitu modal sendiri, sedang hutang sifatnya sebagai pelengkap. Hal ini dapat dihubungkan dengan adanya aturan struktur finansial konservatif horizontal yang menyatakan bahwa besarnya modal sendiri hendaknya paling sedikit dapat menutup jumlah aktiva tetap ditambah aktiva lain yang sifatnya permanen. Sebaliknya perusahaan yang sebagian besar aktiva yang dimilikinya berupa piutang dan persediaan barang yang nilainya sangat tergantung pada kelanggengan tingkat profitabilitas masing-masing perusahaan, tidak begitu tergantung pada pembiayaan utang jangka panjang dan lebih tergantung pada pembiayaan jangka pendek (Weston dan Copeland 1997:175). Jadi dapat dikatakan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.

### **Profitabilitas**

Untuk mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan, maka perlu dikaji mengenai *Pecking Order Theory*. Disebut *pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai (Husnan, 1996: 324). Brealey dan Myers dalam Husnan (1996:325) menyatakan secara ringkas teori tersebut antara lain:

- a) Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari hasil operasi perusahaan.
- b) Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian deviden yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan deviden secara drastis.
- c) Kebijakan deviden 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 (capital expenditure), maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.
- d) Apabila pendanaan dari luar (external financing) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Implikasi *pecking order theory* adalah perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan utang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Perusahaan yang mempunyai profit tinggi memungkinkan mereka untuk menggunakan laba ditahan (*retained earnings*) sebagai sumber pendanaan perusahaan dari dalam. Alasannya, biaya dana internal lebih murah dibanding biaya dana eksternal (Mutamimah 2003:75). Sementara itu Brigham dan Houston (2001:40), mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan, bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal dengan didasarkan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan mengurangi ketergantungannya pada pihak luar.

### **Ukuran Perusahaan**

Perusahaan kecil akan cenderung memiliki biaya modal sendiri dan biaya hutang jangka panjang lebih mahal dari pada perusahaan besar. Maka perusahaan kecil akan cenderung menyukai hutang jangka pendek dari pada hutang jangka panjang karena biayanya lebih rendah. Demikian juga dengan perusahaan besar akan cenderung memiliki sumber pendanaan yang kuat. Ukuran perusahaan merupakan ukuran besar atau kecilnya suatu perusahaan yang dilihat dari besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan sering dijadikan indikator bagi kemungkinan terjadinya kebangkrutan bagi suatu perusahaan, dimana perusahaan dalam ukuran lebih besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya, sehingga akan lebih mudah memperoleh pinjaman dibandingkan perusahaan kecil. Perusahaan-perusahaan besar akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak. Dengan demikian ukuran perusahaan akan memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

### **Risiko Bisnis**

Perusahaan yang mempunyai pendapatan yang stabil mampu mempertahankan tingkat laba sehingga akan mampu memenuhi kewajibannya tanpa perlu menanggung suatu resiko kegagalan (Chang & Rhee, 1990). Dalam perusahaan, resiko bisnis akan meningkat jika menggunakan hutang yang tinggi. Hal ini juga akan meningkatkan kemungkinan kebangkrutan. Hasil penelitian membuktikan bahwa perusahaan dengan resiko yang tinggi seharusnya menggunakan hutang yang lebih sedikit untuk menghindari kemungkinan kebangkrutan (Titman & Wessels, 1998). *Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor, antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*), sehingga

perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan dengan risiko bisnis yang lebih rendah guna menghindari *financial distress*.

### **IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan)**

Peningkatan nilai IHSG selaras dengan peningkatan harga saham. Penelitian Ritter (1984) dan Pagano (1998) menyatakan bahwa perusahaan akan melakukan penerbitan saham pada saat harga saham mengalami peningkatan. Perusahaan akan memanfaatkan momen peningkatan harga yang menyebabkan harga saham pada kelompok industri tersebut mengalami *overvalued*, sehingga akan mendorong perusahaan meningkatkan investasi melalui penerbitan saham. Oleh karena itu, indikator indeks harga saham berbanding terbalik dengan *leverage* perusahaan. Kondisi ini didukung oleh *Pecking Order Theory* yang mengatakan bahwa urutan penggunaan sumber pendanaan yang diminati sebagian besar perusahaan adalah: *internal fund* (dana internal), *debt* (hutang), dan *equity*.

### **3. Metode Penelitian**

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode penelitian eksplanatoris, yaitu penelitian yang dilakukan dengan maksud penjelasan (*eksplanatory*), yang memberikan penjelasan kausal (sebab akibat) hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis tertentu (Singarimbun dan Effendi, 1995: 5).

Objek penelitian ini adalah perusahaan *real estate* dan *property* yang *go public* di Bursa Efek Indonesia selama 4 tahun, yaitu dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2012. Pemilihan sampel penelitian menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria pemilihan sampel sebagai berikut :

- 1) Perusahaan *real estate* dan *property* yang *go public* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 sampai dengan tahun 2012.
- 2) Perusahaan *real estate* dan *property* yang menerbitkan laporan keuangannya secara kontinyu selama periode penelitian serta menyajikan unsur laporan keuangan secara lengkap menyesuaikan dengan kebutuhan variabel penelitian.
- 3) Perusahaan selalu menghasilkan profit atau dengan kata lain tidak mengalami kerugian selama periode pengamatan yaitu tahun 2009 sampai dengan 2012.

Setelah metode *purposive sampling* dilakukan, maka diperoleh 43 perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2012. Dari seluruh populasi yang ada, sampel yang memenuhi kriteria yang telah ditentukan tersebut terdiri atas 14 sampel seperti yang ditampilkan pada tabel berikut:

Tabel 2. Daftar sampel perusahaan realestate and properti di BEI

No.	Perusahaan
1	PT Roda Vivatex Tbk.
2	PT Alam Sutera Realty Tbk.
3	PT Bekasi Asri Pemula Tbk.
4	PT Bumi Citra Permai Tbk.
5	PT Ciputra Development Tbk.
6	PT Ciputra Surya Tbk.
7	PT Duta Anggada Realty Tbk.

8	PT Gowa Makassar Tourism Development Tbk.
9	PT Intiland Development Tbk.
10	PT Lippo Cikarang Tbk.
11	PT Lippo Karawaci Tbk.
12	PT Modernland Realty Tbk.
13	PT Perdana Gapuraprima Tbk.
14	PT Summarecon Agung Tbk.

Sumber: ICMD 2009-2012

### Hipotesis Penelitian

Adapun hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**Struktur Aktiva.** Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *packing order theory* adalah: *internal fund* (dana internal), *debt* (hutang), dan *equity* (modal sendiri) (Kaaro, 2003:53 dalam Saidi, 2001). Menurut Riyanto (2001:298), kebanyakan perusahaan industri di mana sebagian besar daripada modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed assets*), akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri, sedang hutang sifatnya sebagai pelengkap. Dengan demikian, penulis mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H1 = Struktur Aktiva diduga mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan (penggunaan hutang).

**Profitabilitas.** Menurut *Pecking Order Theory*, perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi akan cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari hutang. Hal ini disebabkan perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan lebih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui hutang. Dengan demikian, penulis mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H2 = Profitabilitas diduga mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan (penggunaan hutang).

**Ukuran Perusahaan.** *Trade-Off Theory* mempunyai implikasi bahwa manager akan berfikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan dalam penentuan struktur modal. Ukuran perusahaan sering dijadikan indikator bagi kemungkinan terjadinya kebangkrutan bagi suatu perusahaan, dimana perusahaan dalam ukuran lebih besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya, sehingga akan lebih mudah memperoleh pinjaman dibandingkan perusahaan kecil. Perusahaan-perusahaan besar akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak. Dengan demikian, penulis mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H3 = Ukuran Perusahaan diduga mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan (penggunaan hutang).

**Risiko Bisnis.** *Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor, antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*), sehingga perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan dengan risiko bisnis yang



lebih rendah guna menghindari *financial distress*. Dengan demikian, penulis mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H4 = Resiko Bisnis diduga mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan (penggunaan hutang).

**IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan).** Dengan semakin besarnya kenaikan IHSG, maka perusahaan cenderung lebih memilih untuk menggunakan sarana *equity* sebagai sumber pendanaan bagi investasi mereka selanjutnya. Hal ini selaras dengan *Pecking Order Theory* yang menyimpulkan bahwa perusahaan cenderung menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal. Dengan demikian, penulis mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H5 = IHSG diduga mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan (penggunaan hutang).

### **Operasional Variabel**

Penelitian ini melibatkan lima variabel yang terdiri dari satu variabel dependen, yaitu struktur modal, dan empat variabel independen, yaitu struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan risiko perusahaan. Berikut adalah uraian mengenai variabel-variabel tersebut.

- 1) Struktur Modal (SM). Struktur modal adalah perbandingan atau imbang pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Variabel struktur modal dalam penelitian ini dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$SM = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Modal Sendiri}}$$

- 2) Struktur Aktiva (SA). Struktur aktiva adalah kekayaan atau sumber-sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan dapat memberikan manfaat di masa yang akan datang, yang terdiri dari aktiva tetap, aktiva lancar, aktiva tidak berwujud, dan aktiva tidak lancar. Variabel ini diukur dengan rumus:

$$SA = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

- 3) Profitabilitas (ROA). Variabel profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio *return on total assets* (ROA) yang membandingkan laba bersih setelah pajak dengan total aktiva. *Return on total assets* (ROA) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimiliki. ROA dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{EAT}{\text{Total Aktiva}}$$

- 4) Ukuran Perusahaan (*SIZE*). Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Data total aset dapat diperoleh langsung dari neraca perusahaan, yang secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$SIZE = \ln (\text{Total Aktiva})$$

- 5) Risiko Bisnis (*Risk*). Risiko bisnis merupakan ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan usahanya (Saidi, 2004). Pengukuran terhadap risiko bisnis dapat dilakukan dengan standar deviasi dari rasio Earning Before Interest and Tax (EBIT) dibanding dengan Total Asset:

$$RISK = \sigma \left( \frac{EBIT}{\text{Total Aktiva}} \right)$$

- 6) IHS (Indeks Harga Saham Gabungan). IHS merupakan indeks yang menunjukkan pergerakan harga saham secara umum yang tercatat di bursa efek yang menjadi acuan tentang perkembangan kegiatan di pasar modal. Data IHS diumumkan kepada masyarakat umum dari waktu ke waktu oleh Bursa Efek Indonesia. Data IHS setiap akhir tahun dari Bursa Efek Indonesia akan digunakan dalam penelitian ini.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif yaitu data yang berbentuk angka. Data ini merupakan data sekunder yaitu data yang informasinya diperoleh secara tidak langsung dari perusahaan. Pada penelitian ini data sekunder didapat dalam bentuk dokumentasi yang diterbitkan oleh pihak-pihak berkompeten melalui data laporan keuangan yang rutin diterbitkan setiap tahunnya yang diperoleh dari Pusat Referensi Pojok BEI. Data-data yang dibutuhkan pada penelitian ini adalah informasi keuangan yang berhubungan dengan variabel penelitian: total aktiva, total aktiva tetap, total equity, total liabilities, EBIT, dan EAT.

#### **4. Pembahasan**

##### **Persamaan Regresi Linier**

Sebelumnya dilakukan uji-uji asumsi klasik. Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah analisis antara variabel dependen dengan variabel independen mempunyai distribusi normal atau tidak. Berdasarkan tabel pengujian normal diketahui bahwa nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,997 (> taraf signifikansi 0,05). Hal ini berarti data memenuhi asumsi normalitas. Uji Multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Berdasarkan uji multikolinieritas diperoleh hasil perhitungan nilai tolerance > 10% dan nilai VIF < 10 untuk kelima variabel independen, sehingga dapat disimpulkan bahwa kelima variabel independen tersebut tidak terjadi multikolinieritas. Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan periode t-1 (sebelumnya). Berdasarkan hasil pengujian, menunjukkan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,015 (>0,01), sehingga kelima variabel independen tersebut tidak terdapat autokorelasi. Uji Heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah pada model regresi terjadi ketidaksamaan variabel dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Berdasarkan hasil pengujian heteroskedastisitas, semua hasil Sig. > 0,05, sehingga variabel independen terbebas dari heteroskedastisitas.

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik dapat disimpulkan bahwa data terdistribusi normal, tidak terdapat multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi, sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi dengan baik. Hasil analisis regresi yang menguji pengaruh variabel struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, dan IHS terhadap struktur modal dapat dilihat dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y_{i,t} = -0.599 - 1.051 X1_{i,t} - 5.247 X2_{i,t} + 0.135 X3_{i,t} + 5.905 X4_{i,t} + 0.00006165 X5_{i,t} + e$$

Uji koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Besarnya pengaruh secara simultan adalah 0.093 atau 9,3% variabel SA, ROA, Size, Risk, dan IHS secara bersamaan memengaruhi SM, sedangkan sisanya 90.7% lainnya dipengaruhi faktor lain.

##### **Uji Hipotesis**

Pengujian simultan regresi bertujuan untuk menunjukkan apakah variabel bebas secara keseluruhan atau simultan mempunyai pengaruh terhadap variabel tak bebas. Dari hasil uji t, maka dapat diambil keputusan sebagai berikut:

- Struktur aktiva (SA) mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0.030 lebih kecil dari tingkat signifikan ( $\alpha$ ) 0.10. Sedangkan didapat nilai t hitung lebih besar dari t tabel yaitu  $2.238 > 1.677$ . Sehingga dapat dikatakan bahwa struktur aktiva (SA) **mempunyai pengaruh signifikan** terhadap struktur modal (SM). Struktur aktiva (SA) mempunyai koefisien regresi dengan arah negatif sebesar 1.051. Dari hasil tersebut maka  $H_a$  yang menyatakan struktur aktiva (SA) berpengaruh terhadap struktur modal (SM) terbukti.
- Profitabilitas (ROA) mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0.070 lebih kecil dari tingkat signifikan ( $\alpha$ ) 0.10. Sedangkan didapat nilai t hitung lebih besar dari t tabel yaitu  $1.850 > 1.677$ . Sehingga dapat dikatakan bahwa profitabilitas (ROA) **mempunyai pengaruh signifikan** terhadap struktur modal (SM). Profitabilitas (ROA) mempunyai koefisien regresi dengan arah negatif sebesar 5.247. Dari hasil tersebut maka  $H_a$  yang menyatakan profitabilitas (ROA) berpengaruh terhadap struktur modal (SM) terbukti.
- Ukuran perusahaan (SIZE) mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0.425 lebih besar dari tingkat signifikan ( $\alpha$ ) 0.10. Sedangkan didapat nilai t hitung lebih kecil dari t tabel yaitu  $0.804 < 1.677$ . Sehingga dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) **tidak mempunyai pengaruh signifikan** terhadap struktur modal (SM). Ukuran perusahaan (SIZE) mempunyai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0.135. Dari hasil tersebut maka  $H_a$  yang menyatakan ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh terhadap struktur modal (SM) tidak terbukti.
- Risiko bisnis (RISK) mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0.454 lebih besar dari tingkat signifikan ( $\alpha$ ) 0.10. Sedangkan didapat nilai t hitung lebih kecil dari t tabel yaitu  $0.755 < 1.677$ . Sehingga dapat dikatakan bahwa risiko bisnis (RISK) **tidak mempunyai pengaruh signifikan** terhadap struktur modal (SM). Risiko bisnis (RISK) mempunyai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 5.905. Dari hasil tersebut maka  $H_a$  yang menyatakan risiko bisnis (RISK) berpengaruh terhadap struktur modal (SM) tidak terbukti.

## 5. Kesimpulan

Struktur aktiva mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan arah negatif. Profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan arah negatif. Dari hasil ini maka hipotesis bahwa kedua faktor tersebut mempengaruhi struktur modal terbukti. Dengan demikian jika perusahaan real estate dan properti ingin memperbaiki struktur modalnya maka perlu memiliki aktiva dan profit yang besar. Hal ini menunjukkan bahwa untuk menurunkan utang jangka panjangnya perusahaan tidak mampu menurunkan harga jual propertinya seperti yang dikehendaki pemerintah dan konsumen pembeli properti di Indonesia.

## DAFTAR PUSTAKA

- Bringham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Jakarta : Erlangga.
- Chariri, Anis. 2008. *Questioning The Popularity of Agency Theory in Accounting Research*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 14 (1). pp.1-14.
- Ghos, Arvin; FrancisCai & Wenhui Li. 2000. "The Determinants of Capital Structure", *American Business Review*, 18, 2, p.129.
- Husnan, Suad. 1996. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang*. Yogyakarta : BPF.

- Mardiana. 2005. Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Metal yang Go Public di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi*, Vol.2, No.2, hlm. 149-169.
- Pagano, M., Panett, F, dan Zingales, L. 1998. *Why do companies go public ? An empirical analysis*. *The Journal of Finance*, Vol. 53, No.1, 27-64.
- Ritter, Jay R. 1984. *The "Hot Issue" Market of 1980*. *The Journal of Business*. 57. 215-240
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*. Yogyakarta : BPFE.
- Rizal, Muhammad. 2002. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di BEJ tahun 1997-2002. Tesis MM, Universitas Gajah Mada.
- Setiawan, Rahmat. 2006. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dalam Perspective Pecking Order Theory, Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman pada Bursa Efek Jakarta. *Majalah Ekonomi Tahun XVI*, No.3, hlm. 318-333.
- Singarimbun, Masri dan Sofyan Effendi. 1989. *Metode Penelitian Survei*, LP3ES, Jakarta.
- Weston, Fred, J. dan Thomas, E. Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan Jilid 2*. Jakarta : Binarupa Aksara.