

# The Effect of Capital Structure Decision against Corporate Values in the Property and Real Estate Industries Listed on the Indonesia Stock Exchange

Imron HR, dan Subekti S. Hadi

Dosen Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STEI)

Jl. Kayu Jati Raya, No. 11 A Rawamangun Jakarta Timur – Indonesia

Email: imronhr@gmail.com

**Abstract** – Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah keputusan struktur modal berpengaruh langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan. Penelitian dilakukan di perusahaan-perusahaan dalam industri property real estate sebanyak 14 perusahaan yang listed di Bursa Efek Indonesia untuk periode tahun 2006 – 2015 atau selama 10 tahun. Variable-variable struktur terdiri dari: *Size, Age, Grow, Structure Asset, dan Investment*. Sedangkan variable nilai perusahaan adalah *Price-to book value (PBV)*, dan struktur modal diwakili oleh *Debt Ratio*. Teknik analisis dalam penelitian ini menggunakan Path Analysis dan SEM. Dari hasil penelitian ditemukan: (1) Ukuran perusahaan (SIZE), Umur perusahaan (AGE), Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH), dan Struktur Assets (SA) berpengaruh secara langsung terhadap Struktur Modal (DR), sedangkan Investmen (INV) dalam penelitian ini tidak terbukti berpengaruh terhadap Struktur Modal (DR). (2) Struktur Modal (DR) berpengaruh langsung terhadap Nilai Perusahaan (PBV). (3) SIZE, AGE, GROWTH, dan SA tidak berpengaruh langsung terhadap Nilai Perusahaan (PBV) melalui Struktur Modal (DR), sedangkan INV dalam penelitian ini tidak terbukti berpengaruh secara signifikan.

**Keywords:** debt ratio, grows, investment, age, structure asset, size, and price to book value, path analysis, SEM.

## Introduction

Pertumbuhan sektor property dan real estate selalu berbanding lurus dengan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Indonesia dengan penduduk lebih dari 250 juta atau nomor empat besar dunia setelah China, India, dan Amerika, memiliki pertumbuhan ekonomi 5% – 6% beberapa tahun terakhir, tentu telah mendorong tumbuhnya industri property dan real estate yang sangat pesat.

Pertumbuhan perusahaan selalu membutuhkan ketersediaan modal yang cukup, semakin tinggi target pertumbuhan akan semakin besar kebutuhan modal, baik untuk membiayai modal kerja maupun modal investasi. Pembiayaan perusahaan sangat erat hubungannya dengan struktur modal suatu perusahaan.

Keputusan manajemen keuangan meliputi 3 bidang kegiatan utama yaitu: penganggaran modal (*capital budgeting*), struktur modal (*capital structure*) dan manajemen modal kerja (*working capital management*). Ketiga bidang ini merupakan katagori-katagori yang sangat luas, dan yang satu sama lainnya saling berhubungan (Ross; 2008).

Struktur modal perusahaan merupakan kombinasi yang spesifik antara ekuitas dan utang jangka panjang yang digunakan untuk mendanai operasinya (Ross; 2008). Pembiayaan menggunakan ekuitas dilakukan perusahaan melalui penerbitan saham di pasar modal, dan pembiayaan dengan utang dilakukan perusahaan melalui pinjaman dari lembaga keuangan/bank atau menerbitkan obligasi (*bond*) di pasar modal.

Struktur modal suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor, antara lain: ukuran (*size*) perusahaan, umur (*age*) perusahaan, tingkat pertumbuhan (*growth*), struktur assets, dan tingkat investasi perusahaan (Farah Margaretha, Aditya Rizky; 2010) dan (Raja Patresia; 2012). Secara simultan, juga struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Kebijakan struktur modal merupakan keputusan perusahaan untuk menentukan sumber pendanaan atas investasinya, sehingga manajer perusahaan dapat menentukan berapa besar dana yang harus berasal dari utang (*long-term debt, bond*) dan berapa besar berasal dari ekuitas (*common stock equity*).

Secara konsep hal ini dapat dilihat dari *debt ratio* dan *debt – equity ratio* (Ross; 2008) dimana: (1) *debt ratio* (D/A), merupakan rasio antara total utang dengan total asset, (2) *debt – equity ratio*, merupakan rasio antara total utang terhadap *total equity*.

Selanjutnya kebijakan struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan. Dimana nilai perusahaan secara konsep merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang erat kaitannya dengan harga sahamnya (Sujoko dan Soebiantoro, dalam Sri Hermuningsih; 2013). Nilai (harga) saham yang tinggi akan membuat nilai perusahaan juga tinggi, hal ini akan meningkatkan kepercayaan pasar (*investor*) tidak saja terhadap kinerja perusahaan saat ini, tetapi juga terhadap prospek perusahaan di masa depan. Nilai perusahaan tercermin antara lain pada: (1) harga saham perusahaan, (2) *earning per share (EPS)*, (3) *price – earning ratio (P/E ratio)*, atau (4) *price – to book value (PBV)*.

Dengan menggunakan analisis jalur (*parth analysis*), penelitian ini ingin membuktikan bagaimana: *size, age, growth, struktur asset dan investment* akan mempengaruhi secara langsung Struktur Modal (Debt Ratio – DR), bagaimana Struktur Modal (DR) akan berpengaruh langsung terhadap Nilai Perusahaan dan selanjutnya bagaimana *size, age, growth, struktur asset dan investment* akan mempengaruhi Nilai Perusahaan (PBV) secara tidak langsung.

## Literature Review

### Struktur Modal

Struktur modal termasuk dalam keputusan leverage yang merujuk kepada pilihan perusahaan pada komposisi utang dan ekuitas. Dengan mengacu pada beberapa asumsi Miller & Modigliani (1958) yang mengarah pada dua teori leverage yang penting, yaitu: *the trade-off theory* dan *the pecking order theory* (Sugiarto; 2009). *The trade-off theory* menggambarkan bahwa struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan menyeimbangkan *tax shield benefit of leverage* dengan *cost of financial distress* dan *agency problem*. Teori ini percaya bahwa utang (*Debt*) dapat memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk menjalankan investasi yang menghasilkan NPV positif. Penggunaan utang juga memunculkan sinyal “*good news*” kepada para investor bahwa perusahaan memiliki kinerja baik. Ross (1977) menunjukkan bahwa perusahaan yang berkinerja baik dapat memberikan signal berupa porsi utang yang tinggi pada struktur modalnya. Argumentasinya adalah hanya perusahaan yang benar-benar kuat yang berani menanggung risiko yang relatif tinggi.

Menurut Nenova dalam Sugiarto (2009), bahwa kebijakan utang perusahaan seringkali didasarkan pada upaya untuk mempertahankan kepemilikan. Semakin terkonsentrasi struktur kepemilikan maka akan semakin besar porsi utang yang dapat ditolerir. Perusahaan terbuka yang dikontrol oleh keluarga pada umumnya lebih tinggi leverage ratio-nya dibandingkan dengan perusahaan terbuka dengan kepemilikan yang menyebar. Manager yang kepemilikannya relatif besar cenderung memilih tambahan utang dari pada tambahan saham sebagai upaya agar kepemilikannya tidak terdilusi.

*Pecking order theory* menyatakan bahwa permasalahan utama dalam keputusan struktur modal adalah adanya *assymetric information* antara manajer dan investor tentang kondisi internal perusahaan, dan manajer lebih berpihak kepada pemegang saham lama (K.Bagus Wardiatmo; 2012), karena permasalahan tersebut maka perusahaan memiliki hirarki pendanaan yang dimulai dari pendanaan yang berasal dari arus kas internal, utang (*bond*) dan terakhir penerbitan saham (*common stock*). Myer & Majluf (1984) memperkirakan bahwa adanya informasi yang tidak simetrik menjadikan perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (laba ditahan) dibandingkan dengan pendanaan external (obligasi dan saham). Sedangkan Brailsford, Oliver dan Pua (1999) menyatakan bahwa perusahaan dengan kemampuan profitabilitasnya tinggi cenderung akan mendanai investasinya dengan laba ditahan dibandingkan dengan utang, hal ini mendukung teori pecking order.

*Packing oder theory* bila dihubungkan dengan *market timing* yang dikembangkan oleh Baker dan Wurgler (Herman Ruslim; 2009) dapat menjelaskan bahwa ketika harga saham *over-value* maka perusahaan cenderung untuk menerbitkan saham, dan sebaliknya ketika harga saham *under-value* perusahaan melakukan pinjaman atau menerbitkan obligasi. Sedangkan ketika perusahaan dalam kondisi *over-leverage* maka perusahaan akan menerbitkan saham.

Walaupun *Packing order theory* mempunyai banyak kelemahan, namun *Myer* tetap memberikan pandangan yang positif terhadap teori ini (Pajar Niasti; 2009), karena *Myer* memiliki dua asumsi yang kuat: pertama, manajer lebih mengetahui tentang penghasilan perusahaan saat ini dan kesempatan investasi dibandingkan dengan investor dari luar. Kedua, manajer bertindak berdasarkan kepentingan terbaik dari pemegang saham lama (yang ada saat ini). Dari kedua asumsi ini bila dihubungkan dengan asumsi *assymetric information* yang mengimplikasikan bahwa, manajer yang menemukan peluang investasi dengan NPV yang positif tidak mampu menyampaikannya informasi tersebut kepada investor luar, karena pernyataan manajer tidak akan dipercaya. Bila manajer menerbitkan saham baru untuk pembiayaan proyek tersebut maka harga saham perusahaan akan dinilai rendah oleh investor dan harga saham akan turun.

Faktor kelemahan *packing order theory* adalah (Carissa dan Henny; 2014) tidak menjelaskan pengaruh penghematan pajak, *bankruptcy cost*, biaya penerbitan (*floatation cost*) saham baru yang akan mempengaruhi keputusan untuk menentukan besarnya utang (*leverage*), juga mengesampingkan faktor *agency problem* yang mungkin timbul ketika perusahaan akan menggunakan utang (*leverage*) dalam struktur modalnya.

Persoalan informasi dalam pasar keuangan adalah masalah yang disebabkan oleh perilaku manusia (Fajar Niasti; 2009) sehingga tidak dapat diatasi dengan pengurangan biaya transaksi, sehingga Mayer dan Majluf (1984) memberikan solusinya yaitu agar manajer menahan kas sebagai cadangan yang cukup (*financial slack*) untuk membiayai proyek secara internal. Dalam model ini memberikan penjelasan tentang pola dari perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi, yang memungkinkan mereka menahan laba untuk dijadikan ekuitas dan meningkatkan cadangan untuk membangun *financial slack* dan *financial flexibility*.

Berbeda dengan berbagai argumentasi yang dibangun dalam *Pecking order theory*, menurut penelitian Singh dan Hamid (1992), Singh (1995), Huang dan Song (2002) (dalam Fajar Niasti; 2009) menemukan bahwa perusahaan di negara-negara berkembang termasuk di China, cenderung lebih menggunakan ekuitas dari pada utang dalam pendanaan perusahaan.

Bagaimana dengan hasil penelitian struktur pendanaan di Indonesia, berdasarkan informasi laporan Departemen Keuangan RI (2014) bahwa jumlah utang luar negeri perusahaan-perusahaan di Indonesia cukup besar, maka dapat diduga bahwa perusahaan-perusahaan besar Indonesia umumnya memiliki struktur pendanaan utang yang lebih besar.

## Nilai Perusahaan

Tujuan perusahaan yang paling populer adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*shareholder wealth*). Hal ini berarti memaksimalkan harga saham perusahaan (Keown, Martin, Petty, Scott 2009). Pemegang saham perusahaan (*shareholders*), adalah pemilik legal dari perusahaan namun tujuan ini bukan hanya memperhatikan kepentingan *shareholder* tetapi juga memberikan manfaat terbesar bagi *stakeholders* yang lebih luas. Tujuan perusahaan untuk memaksimalkan *shareholder wealth* adalah modifikasi dari tujuan memaksimalkan keuntungan, dengan memasukkan kompleksitas lingkungan operasi perusahaan yang kompleks.

Ross, Westerfield, Jordan (2008) menyatakan alternatif tujuan perusahaan meliputi: memaksimalkan keuntungan, meminimalkan biaya, memaksimalkan market share, atau memaksimalkan present value saham perusahaan yang tidak lain juga adalah memaksimalkan harga saham perusahaan. Namun Ross juga mengingatkan apakah para manajer harus melakukan segala cara untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham? Pertanyaan ini tentunya menyangkut masalah moral dan etika, yang seharusnya dijunjung tinggi oleh para manajer dalam menjalankan operasi perusahaannya.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang terkait erat dengan harga saham perusahaan di pasar (Sujoko dan Soebiantoro, dalam Sri Hernaningsih; 2012). Nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran para pemegang saham, dan makin tinggi harga saham akan makin tinggi kemakmuran para pemegang saham (Brigham Gapensky dalam Rika Susanti; 2010). Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi yang diperoleh perusahaan. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

## Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan sangat banyak, namun dalam penelitian ini akan disajikan beberapa faktor yang diperkirakan akan mempengaruhi keputusan struktur modal suatu perusahaan. Faktor-faktor ini merupakan faktor fundamental perusahaan, meliputi: ukuran perusahaan (Size), umur perusahaan (Age), pertumbuhan perusahaan (Growth), struktur asset, dan Investasi.

Ukuran perusahaan (Size) merupakan ukuran skala besar atau kecilnya assets suatu perusahaan. Menurut *signaling theory*, ukuran perusahaan yang besar merupakan sinyal positif bagi kreditor untuk memberikan pinjaman kepada suatu perusahaan (Barklay dan Smith, dalam Endang Sulistiyan; 2013). Oleh sebab itu perusahaan-perusahaan besar lebih mudah mendapatkan pinjaman dari pada perusahaan kecil, dan juga besarnya assets perusahaan merupakan faktor *collateral* bagi kreditor. Asumsi yang mendasarinya adalah bahwa investor akan menafsirkan laporan keuangan perusahaan untuk pertimbangan keputusan investasi pada saham perusahaan.

Umur perusahaan (Age) merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal (Bhaduri, dalam Farah Margaretha dan Aditya Rizky; 2010). Perusahaan kecil yang mempunyai umur relatif muda, akan menggunakan utang lebih kecil dibandingkan ekuitas dalam struktur modalnya. Sedangkan perusahaan besar yang umurnya lebih tua akan menggunakan utang yang lebih besar dari dalam struktur modalnya, karena relatif tua akan lebih mampu mengelola cash flow dengan baik (Ramlall, dalam Farah Margaretha dan Aditya Rizky; 2010).

Tingkat pertumbuhan (Growth opportunity) merupakan kemampuan perusahaan untuk meraih profit sesuai yang direncanakan. Kim dan Stulz (dalam Raja Patresia; 2012) mengatakan jika manajemen mendukung tujuan pertumbuhan, kepentingan manajemen dan pemegang saham cenderung sependapat dengan perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi yang kuat. Tetapi bagi perusahaan yang tidak ada kesempatan investasi, hutang memberikan batas biaya agensi dengan pertimbangan manajerial. Sedangkan menurut Kuntari(2002) dalam Patresia (2012) pengukuran variabel tingkat pertumbuhan perusahaan diukur dengan melihat investasi yang dilakukan oleh perusahaan.

Struktur assets merupakan perbandingan antara variable *current assets* dengan *fixed assets*. Semakin besar *fixed assets* suatu perusahaan, akan semakin besar perusahaan tsb dibiayai dengan utang jangka panjang (Raja Patresia; 2012). Dengan demikian struktur assets akan mempengaruhi struktur modal.

Investasi merupakan kegiatan perusahaan untuk mencapai pertumbuhan secara berkesinambungan, manajer harus melakukan ekspansi (investasi) secara berkesinambungan. Semakin besar rencana investasi maka semakin besar dana dibutuhkan, baik dari sumber internal maupun dari external (debt dan equity), dengan demikian tingkat investasi akan mempengaruhi struktur modal. Investasi suatu perusahaan diukur dengan perbandingan antara total fixed assets (machine dan equipment lainnya) dengan total assets (Raja Patresia; 2012).

Nilai perusahaan dalam penelitian ini diwakili oleh "Price to Book Value Ratio" (PBV). Ratio ini mencerminkan sejauhmana kesejahteraan/kekayaan yang didapat oleh para investor. Bila PBV Ratio >1 maka para manajer telah mampu meningkatkan kesejahteraan/kekayaan pada investor, dan sebaliknya bila PBV Ratio <1 berarti para manajer belum dapat meningkatkan kesejahteraan/kekayaan para investor.

## Metoda Penelitian

Objek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam industri property dan real estate yang listed di Bursa Efek Indonesia (BEI), ada 14 perusahaan yang akan dijadikan sampel, dari 45 perusahaan yang terdaftar, untuk periode waktu 2006 – 2015 atau selama 10 tahun. Keempat belas perusahaan tersebut meliputi: SMRA, SMDM, RDTX, PLIN, MTSM, KIJA, JRPT, MDLN, ELTY, DUTI, DILD, CTRA, BIPP, dan DART. Sumber data meliputi: laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan oleh BEI melalui Ecamel, Indonesia Stock Exchange Mounthly Statistics, dan Bloomberg.

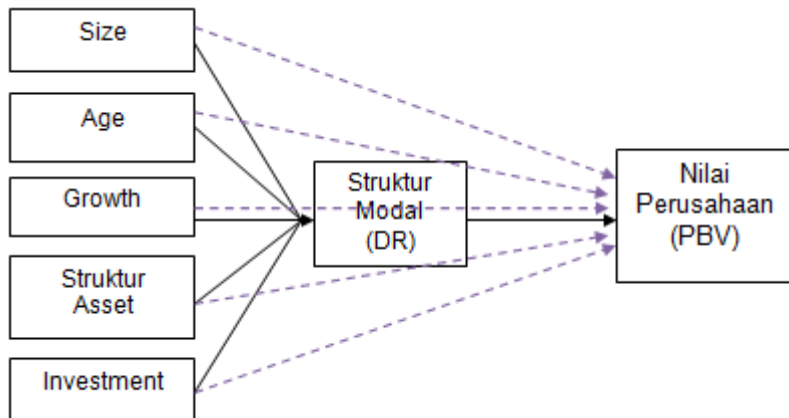
## Variable Penelitian dan Pengukuran

Variable dalam penelitian ini meliputi: (1) variable dependen (endogen) adalah nilai perusahaan yang diwakili oleh price to-book value (PBV), (2) variable intervening adalah tsruktur modal diwakili oleh Debt Ratio, (3) variable independen terdiri dari: (a) Ukuran Perusahaan (Size), (b) umur perusahaan (Age), (c) growth opportunity (GROWTH), (d) Struktur Asset (SA), dan Investasi (INV). Dengan pengukuran masing-masing variable sbb:

1. Debt Ratio (DR) =  $\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$
2. PBV =  $\frac{\text{Price per share}}{\text{Book value per share}}$
3. Size = Ln (total asset)
4. Age = Ln (tahun penelitian – tahun pendirian perusahaan)
5. Growth =  $\frac{\text{total Asset } t - \text{total asset } t-1}{\text{total asset } t-1}$
6. Struktur Asset (SA) =  $\frac{\text{total current asset}}{\text{total fixed asset}}$
7. Investment (Inv) =  $\frac{\text{Equipment}}{\text{Total Asset}}$

## Skema konseptual variabel-variabel penelitian

**Gambar 1:** konseptual variabel-variabel penelitian



Dengan menggunakan *Path Analysis* dan *SEM Lisrel*, maka bentuk hubungan antar variabel penelitian digambarkan sebagai berikut:

1. Pengaruh Langsung Variabel SIZE, AGE, GROW, SA, INV terhadap Struktur Modal (DR)

$$DR = \rho_1 + \rho_2.SIZE + \rho_3.AGE + \rho_4.GROW + \rho_5.SA + \rho_6.INV + \epsilon_1$$

2. Pengaruh Langsung Variable Struktur Modal (DR) terhadap Nilai Perusahaan (PBV)

$$PBV = \rho_7 + \rho_8.DR$$

3. Pengaruh Tidak langsung Variable SIZE, AGE, GROW, SA, INV terhadap Nilai Perusahaan (PBV).

$$PBV = \rho_9 + \rho_{10}.SIZE + \rho_{11}.AGE + \rho_{12}.GROW + \rho_{13}.SA + \rho_{14}.INV$$

### Hipotesis

**Hipotesis 1:** Pengaruh Langsung SIZE, AGE, GROW, SA, INV terhadap Struktur Modal (DR)

$\rho_1 = 0$  [tidak ada pengaruh langsung masing-masing variable SIZE, AGE, GROW, SA, INV terhadap Struktur Modal (DR)]

$\rho_1 \neq 0$  [ada pengaruh langsung masing-masing variable SIZE, AGE, GROW, SA, INV terhadap Struktur Modal (DR)]

**Hipotesis 2:** Pengaruh Langsung Struktur Modal (DR) terhadap Nilai Perusahaan (PBV)

$\rho_1 = 0$  [tidak ada pengaruh langsung Struktur Modal (DR) terhadap Nilai Perusahaan (PBV)]

$\rho_1 \neq 0$  [ada pengaruh langsung Struktur Modal (DR) terhadap Nilai Perusahaan (PBV)]

**Hipotesis 3:** Pengaruh Tidak langsung SIZE, AGE, GROW, SA, INV terhadap Nilai Perusahaan (PBV)

$\rho_1 = 0$  [tidak ada pengaruh tidak langsung masing-masing variable SIZE, AGE, GROW, SA, INV terhadap Nilai perusahaan (PBV)]

$\rho_1 \neq 0$  [ada pengaruh tidak langsung masing-masing variable SIZE, AGE, GROW, SA, INV terhadap Nilai Perusahaan (PBV)]

### Hasil Penelitian

#### Uji Normalitas

Sebelum melakukan analisis jalur, uji univariate dan multivariate normal terlebih dahulu dilakukan. Parameter uji adalah jika p value pada skewness dan kurtosis > 0.05 maka dapat dinyatakan data berdistribusi normal. Hasil analisis menggunakan LISREL 8.70 ditampilkan sebagai berikut :

#### Test of Univariate Normality for Continuous Variables

Variable	Skewness		Kurtosis		Skewness and Kurtosis	
	Z-Score	P-Value	Z-Score	P-Value	Chi-Square	P-Value
SIZE	-4.437	0.000	1.365	0.172	21.548	0.000
AGE	-2.226	0.026	0.149	0.881	4.977	0.083
GROW	7.159	0.000	4.702	0.000	73.357	0.000
SA	8.801	0.000	6.385	0.000	118.215	0.000
INV	5.439	0.000	1.743	0.081	32.619	0.000
DR	3.196	0.001	1.592	0.111	12.746	0.002
PBV	14.544	0.000	9.463	0.000	301.080	0.000

Hasil analisis pada tampilan di atas menunjukkan bahwa seluruh variabel kecuali AGE memiliki nilai p-value < 0.05 sehingga dinyatakan tidak normal. Karena data tidak normal, maka dilakukan

normalisasi data dengan menggunakan fasilitas yang disediakan oleh LISREL sehingga hasil transformasi pada uji normalitas adalah sebagai berikut :

**Test of Univariate Normality for Continuous Variables**

Variable	Skewness		Kurtosis		Skewness and Kurtosis	
	Z-Score	P-Value	Z-Score	P-Value	Chi-Square	P-Value
SIZE	0.000	1.000	0.111	0.911	0.012	0.994
AGE	0.015	0.988	0.096	0.923	0.009	0.995
GROW	0.909	0.363	-1.299	0.194	2.514	0.285
SA	0.000	1.000	0.111	0.911	0.012	0.994
INV	0.002	0.998	0.109	0.913	0.012	0.994
DR	0.000	1.000	0.111	0.912	0.012	0.994
PBV	0.001	0.999	0.111	0.912	0.012	0.994

Setelah dilakukan transformasi ke bentuk z-score, maka dapat disimpulkan bahwa seluruh data sudah berdistribusi normal (p value > 0.05).

**Evaluasi Model**

Dengan melakukan evaluasi kecocokan model (*goodness of fit*) pada model struktural menunjukkan bahwa hampir seluruh paramater model berada pada level kurang baik, hal ini dapat dilihat dalam tabel 1 di bawah ini, sehingga diperlukan modifikasi model.

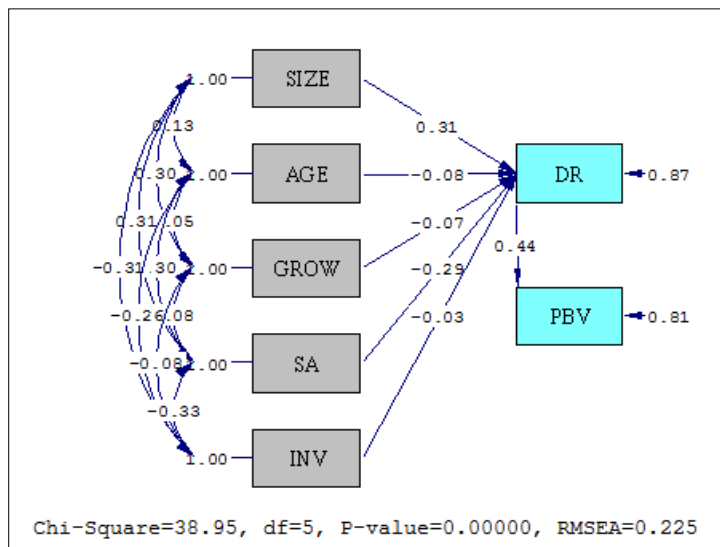
Tabel 1. Goodness Of Fit Index (GOFI) Model Struktural Sebelum Perbaikan

GOFI	Nilai	Nilai Standar untuk Kecocokan Baik	Kesimpulan
p value $\chi^2$	0.000	P value $\geq 0.05$	Kurang Baik
RMSEA	0.225	RMSEA $\leq ,08$	Kurang Baik
NFI	0.686	NFI $\geq 0,90$	Kurang Baik
CFI	0.673	CFI $\geq 0,90$	Kurang Baik
IFI	0.710	IFI $\geq 0,90$	Kurang Baik
Standard RMR	0.0957	Std. RMR $< 0.05$	Kurang Baik
GFI	0.926	GFI $\geq 0,90$	Good fit
AGFI	0.585	AGFI $\geq 0,90$	Kurang Baik

Sumber : data primer, diolah dengan LISREL versi 8.70.

Model struktural semula (sebelum perbaikan) digambarkan dalam diagram path (stndardized) dalam gambar 2 sebagai berikut:

Gambar: 2 Diagram Path (Standardized) sebelum perbaikan



Mengacu pada *The modification indice suggest to add an error covariance* dari Lisrel, maka dilakukan perbaikan, sehingga goodness of fit index dan model diagram path setelah perbaikan ditampilkan dalam tabel 2 dan gambar 3 di bawah ini:

Tabel 2. Goodness of Fit Index (GOFI) Model Struktural Setelah Perbaikan

GOFI	Nilai	Nilai Standar untuk Kecocokan Baik	Kesimpulan
p value $\chi^2$	0.252	P value $\geq 0.05$	Good fit
RMSEA	0.050	RMSEA $\leq ,08$	Good fit
NFI	0.962	NFI $\geq 0,90$	Good fit
CFI	0.988	CFI $\geq 0,90$	Good fit
IFI	0.990	IFI $\geq 0,90$	Good fit
Standard RMR	0.05	Std. RMR $\leq 0,05$	Good fit
GFI	0.989	GFI $\geq 0,90$	Good fit
AGFI	0.924	AGFI $\geq 0,90$	Good fit

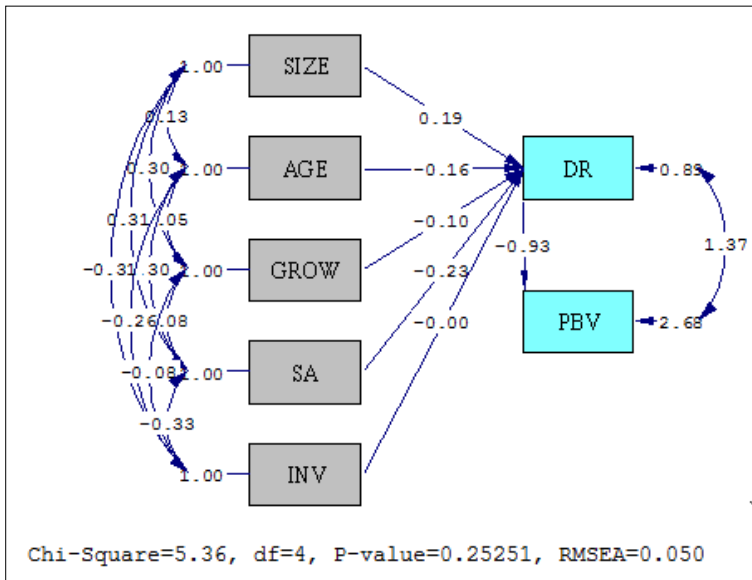
Sumber : data primer, diolah dengan LISREL versi 8.70.

Berdasarkan hasil evaluasi *goodness of fit* ditemukan bahwa model memiliki kecocokan yang baik sehingga tidak perlu dilakukan perbaikan lebih lanjut.

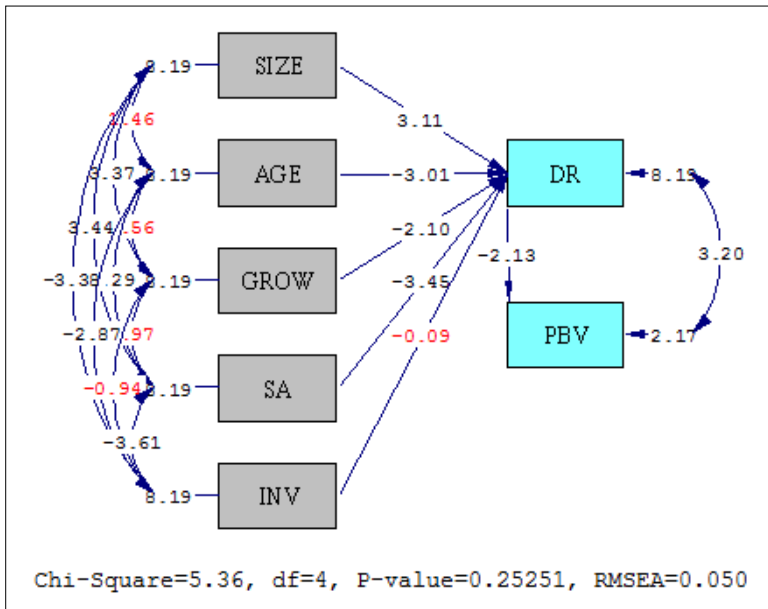
Setelah dilakukan modifikasi GOFI telah menghasilkan lintasan jalur yang baru (Gambar 3) dan T Value dari model truktural (Gambar 4) di bawah ini.



Gambar 3: Diagram lintasan jalur (standardized) setelah perbaikan



Gambar 4: T Value model struktural setelah perbaikan



## Pengujian Model

Persamaan struktural yang menggambarkan pengaruh langsung antara variable SIZE, AGE, GROW, SA, INV terhadap Struktur Modal (DR), dan pengaruh langsung antara Struktur Modal (DR) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) adalah sbb:

### Structural Equations

$$\begin{aligned} \text{DR} &= 0.0267*\text{SIZE} - 0.159*\text{AGE} - 0.0877*\text{GROW} - 0.0587*\text{SA} - 0.00308*\text{INV}, \text{ Errorvar.} = 0.0359, R^2 = 0.106 \\ &\quad \begin{matrix} (0.00859) & (0.0528) & (0.0418) & (0.0170) & (0.0362) & (0.00438) \\ 3.109 & -3.012 & -2.098 & -3.454 & -0.0850 & 8.185 \end{matrix} \\ \\ \text{PBV} &= -49.066*\text{DR}, \text{ Errorvar.} = 300.434, R^2 = -1.675 \\ &\quad \begin{matrix} (23.002) & (138.395) \\ -2.133 & 2.171 \end{matrix} \end{aligned}$$

### Hipotesis 1:

Pengaruh SIZE terhadap struktur modal (DR)

$H_0 : p_1 = 0$  : SIZE tidak berpengaruh terhadap DR

$H_1 : p_1 \neq 0$  : SIZE berpengaruh signifikan terhadap DR

**Hasil Perhitungan:** estimasi untuk pengujian pengaruh SIZE terhadap DR menunjukkan nilai koefisien *unstandard* sebesar 0.0267 dan *t hitung* sebesar 3.109. Nilai *t hitung* sebesar 3.109 lebih besar dari 1,96. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis yang diajukan terbukti, atau SIZE memang terbukti berpengaruh signifikan terhadap DR.

Pengaruh AGE terhadap struktur modal (DR)

$H_0 : p_2 = 0$  : AGE tidak berpengaruh terhadap DR

$H_1 : p_2 \neq 0$  : AGE berpengaruh signifikan terhadap DR

**Hasil Perhitungan:** estimasi untuk pengujian pengaruh AGE terhadap DR menunjukkan nilai koefisien *unstandard* sebesar -0.159 dan *t hitung* sebesar -3.012. Nilai *t hitung* sebesar -3.012 lebih besar dari -1,96. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis yang diajukan terbukti, atau AGE memang terbukti berpengaruh signifikan terhadap DR.

Pengaruh GROW terhadap struktur modal (DR)

$H_0 : p_3 = 0$  : GROW tidak berpengaruh terhadap DR

$H_1 : p_3 \neq 0$  : GROW berpengaruh signifikan terhadap DR

**Hasil Perhitungan:** estimasi untuk pengujian pengaruh GROW terhadap DR menunjukkan nilai koefisien *unstandard* sebesar -0.0877 dan *t hitung* sebesar -2.098. Nilai *t hitung* sebesar -2.098 lebih besar dari -1,96. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis yang diajukan terbukti, atau GROW memang terbukti berpengaruh signifikan terhadap DR.

Pengaruh SA terhadap struktur modal (DR)

$H_0 : p_4 = 0$  : SA tidak berpengaruh terhadap DR

$H_1 : p_4 \neq 0$  : SA berpengaruh signifikan terhadap DR

**Hasil Perhitungan:** estimasi untuk pengujian pengaruh SA terhadap DR menunjukkan nilai koefisien *unstandard* sebesar -0.0587 dan *t hitung* sebesar -3.454. Nilai *t hitung* sebesar -3.454 lebih besar dari -1,96. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis yang diajukan terbukti, atau SA memang terbukti berpengaruh signifikan terhadap DR.

Pengaruh INV terhadap struktur modal (DR)

$H_0 : p_5 = 0$  : INV tidak berpengaruh terhadap DR

$H_1 : p_5 \neq 0$  : INV berpengaruh signifikan terhadap DR

**Hasil Perhitungan:** estimasi untuk pengujian pengaruh INV terhadap DR menunjukkan nilai koefisien *unstandard* sebesar -0.003 dan t hitung sebesar -0.085. Nilai t hitung sebesar -0.085 lebih kecil dari -1,96. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis yang diajukan tidak terbukti, atau INV tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap DR.

## Hipotesis 2

Pengaruh struktur modal (DR) terhadap nilai perusahaan (PBV)

$H_0 : p_6 = 0$  : DR tidak berpengaruh terhadap PBV

$H_1 : p_6 \neq 0$  : DR berpengaruh signifikan terhadap PBV

**Hasil Perhitungan:** estimasi untuk pengujian pengaruh DR terhadap PBV menunjukkan nilai koefisien *unstandard* sebesar -49.066 dan t hitung sebesar -2.133. Nilai t hitung sebesar -2.133 lebih besar dari -1,96. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis yang diajukan terbukti, atau DR terbukti berpengaruh signifikan terhadap PBV.

## Hipotesis 3

Hipotesis 3, merupakan pengujian indirect effect (pengaruh tidak langsung) variabel eksogen ke endogen melalui intervening. Melalui analisis dapat dirangkum koefisien indirect effect dari nilai unstandardized dan standardized berikut :

Tabel 3. Estimasi indirect effect

Simbol	Eksogen	Endogen	Indirect effect			Kesimpulan
			unstd	std	T value	
H3a	SIZE	DR	-1.311	-0.172	-2.949	Signifikan
H3b	AGE	DR	7.797	-0.153	2.866	Signifikan
H3c	GROW	DR	4.303	0.088	2.047	Signifikan
H3d	SA	DR	2.882	0.213	3.238	Signifikan
H3e	INV	DR	0.155	0.003	0.085	Tidak signifikan

Hasil analisis pada estimasi *indirect effect* menunjukkan bahwa SIZE, AGE, GROW dan SA terbukti secara tidak langsung berpengaruh terhadap PBV ( t value > t critics). Ada satu variabel lain yaitu investasi (INV) melalui tampilan tersebut secara tidak langsung berpengaruh terhadap PBV tidak berhasil dibuktikan.

Dari tiga bentuk hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini secara keseluruhan dapat dirangkum dalam tabel 4 di bawah ini, dimana variabel investasi (INV) tidak berpengaruh langsung pada struktur modal (DR), maupun tidak terbukti memiliki pengaruh tidak langsung terhadap variabel nilai perusahaan (PBV).

Tabel 4: Rangkuman seluruh pengujian hipotesis

Simbol	Eksogen	Endogen	Direct Effect		Indirect Effect		Total Effect		t value	Kesimpulan
			unstd	std	unstd	std	unstd	std		
H1a	SIZE	DR	0.027	0.185	-1.311	0.127	0.027	0.185	3.109	Signifikan
H1b	AGE	DR	-0.159	0.165	7.797	0.153	-0.159	-0.165	-3.010	Signifikan
H1c	GROW	DR	-0.088	0.095	4.303	0.088	-0.088	-0.095	-2.098	Signifikan
H1d	SA	DR	-0.059	0.23	2.882	0.213	-0.059	-0.23	-3.454	Signifikan
H1e	INV	DR	-0.003	0.004	0.151	0.003	-0.003	-0.004	-0.085	Tidak Signifikan
H2	DR	PBV	-49.066	-0.927	-	-	-49.066	-0.927	-2.133	Signifikan
H3a	SIZE	PBV	-	-	-1.311	-0.172	-	-	-2.949	Signifikan
H3b	AGE	PBV	-	-	7.797	0.153	-	-	2.866	Signifikan
H3c	GROW	PBV	-	-	4.303	0.088	-	-	2.047	Signifikan
H3d	SA	PBV	-	-	2.882	0.213	-	-	3.238	Signifikan
H3e	INV	PBV	-	-	0.155	0.003	-	-	0.085	Tidak Signifikan

## Pembahasan

Penelitian ini mempunyai tujuan: *pertama*, mengetahui pengaruh langsung variable ukuran perusahaan (SIZE), umur perusahaan (AGE), peluang pertumbuhan (GROWTH), Struktur Asset (SA), dan Investasi (INV) terhadap Struktur Modal (DR), *kedua*, mengetahui pengaruh langsung struktur modal (DR) terhadap nilai perusahaan (PBV), *ketiga*, mengetahui pengaruh tidak langsung variable ukuran perusahaan (SIZE), umur perusahaan (AGE), peluang pertumbuhan (GROWTH), Struktur Asset (SA), dan Investasi (INV) terhadap nilai perusahaan (PBV).

Pada hipotesis pertama, menempatkan SIZE, AGE, GROWTH, Struktur Asset, dan Investment sebagai *anteseden* struktur modal (DR), diperoleh bukti empiris bahwa hanya investment (INV) yang tidak terbukti berpengaruh terhadap struktur modal (DR).

1. Ukuran perusahaan (SIZE) terbukti berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DR) dengan koefisien positif sebesar 0.027 (unstandardized) dan 0.185 (standardized). Koefisien positif ini menandakan jika ukuran perusahaan yang representasi dari total asset mengalami peningkatan, maka ukuran struktur modal yang diproxy kan dengan debt ratio (DR) juga akan meningkat. Dengan kata lain, semakin tinggi SIZE perusahaan maka Debt Ratio juga akan semakin tinggi.
2. Usia perusahaan (AGE) terbukti berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DR) dengan koefisien negative sebesar 0.159 (unstandardized) dan -0.165 (standardized). Koefisien negative ini menandakan jika semakin besar usia perusahaan maka struktur modal akan semakin menurun. Dengan kata lain, usia perusahaan yang lebih muda memiliki indikasi Debt Ratio lebih besar.
3. Pertumbuhan perusahaan (GROW) terbukti berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DR) dengan koefisien negative sebesar -0.088 (unstandardized) dan -0.095. Koefisien negative ini menandakan semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka Debt Ratio perusahaan akan semakin rendah, karena porsi pembiayaan melalui saham akan makin meningkat.

4. Struktur asset (SA) terbukti berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DR) dengan koefisien negative sebesar -0.059 (unstandardized) dan -0.23 (standardized). Koefisien negative ini dapat dimaknakan bahwa semakin tinggi struktur asset yang merupakan rasio antara total current assets dengan fixed asset, maka akan menyebabkan penurunan pada debt rasio perusahaan, atau dengan kata lain terjadinya peningkatan pembiayaan melalui saham (common stock).
5. Investment (INV) tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DR), dengan demikian dapat dinyatakan bahwa investment bukanlah anteseden dari struktur modal berdasarkan data yang diuji.

Melalui koefisien *standardized*, dapat dibandingkan bahwa dari 4 variabel yang terbukti signifikan mempengaruhi struktur modal, struktur asset (SA) ternyata merupakan variabel dominan dengan koefisien standard sebesar -0.23, disusul SIZE (standardized 0.185), AGE (standardized -0.165), dan terakhir adalah GROW (standardized -0.095).

Hipotesis kedua, menguji pengaruh langsung stuktur modal (DR) terhadap nilai perusahaan yang diproyxkan dengan PBV. Hasil estimasi menunjukkan nilai koefisien unstandardized sebesar -49.066 dan *standardized* -0.927. Karena berkoefisien negative, maka dapat dinyatakan bahwa semakin besar struktur modal (DR) maka semakin kecil nilai perusahaan (PBV), hal ini mengindikasikan bahwa pada umumnya perusahaan-perusahaan dalam industri property dan real estate ini memiliki porsi pembiayaan dari equitas yang lebih besar, dan rata-rata memiliki nilai perusahaan atau nilai PBV yang lebih besar dari satu.

Hipotesis ketiga, menguji pengaruh tidak langsung (indirect effect) ukuran perusahaan (SIZE), umur perusahaan (AGE), kesempatan pertumbuhan (GROWTH), Struktur Asset, dan Investment, terhadap nilai perusahaan (PBV) dengan menempatkan struktur modal (RD) sebagai *intervening*. Melalui hasil analisis dapat dinyatakan bahwa :

1. Secara tidak langsung, ukuran perusahaan (SIZE) terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan koefisien negatif sebesar -1.311 (unstandardized) dan -0.172 (standardized). Hasil ini mengindikasikan bahwa struktur modal (DR) terbukti memediasi hubungan ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan (PBV).
2. Secara tidak langsung usia perusahaan (AGE) terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan koefisien positif sebesar 7.797 (unstandardized) dan 0.153 (standardized). Dapat dinyatakan bahwa struktur modal dapat bertindak sebagai mediator hubungan usia perusahaan dengan nilai perusahaan (PBV).
3. Secara tidak langsung pertumbuhan perusahaan (GROW) terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan koefisien positif 4.303 (unstandardized) dan 0.088. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa struktur modal dapat bertindak sebagai mediator pada hubungan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan (PBV).
4. Secara tidak langsung struktur asset (SA) terbukti berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan perusahaasan (PBV) dengan koefisien positif sebesar 2.882 (unstandardized) dan 0.213 (standardized). Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa struktur modal terbukti menjadi mediator hubungan struktur asset dengan nilai perusahaan (PBV).
5. Secara tidak langsung Investment (INV) tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan perusahaan (PBV). Tidak signifikannya pengaruh tidak langsung INV terhadap PBV ini dapat disebabkan oleh tidak signifikannya pengaruh langsung INV ke DR, dengan demikian dapat dinyatakan bahwa DR tidak terbukti sebagai mediator hubungan INV terhadap PBV.

## Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Secara langsung SIZE, AGE, GROWTH, struktur asset, dan Investment berpengaruh terhadap struktur modal (DR), sedangkan investment (INV) dalam penelitian ini tidak terbukti berpengaruh terhadap struktur modal (DR)
2. Secara langsung struktur modal (DR) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
3. Secara tidak langsung SIZE, AGE, GROWTH, dan struktur asset berpengaruh terhadap pertumbuhan perusahaan melalui struktur modal (DR), sedangkan Investment (INV) dalam penelitian ini tidak terbukti berpengaruh signifikan.

## Saran

Dalam penelitian ini dirasakan masih banyak terjadi kekurangan, terutama pada ukuran sample, dimana dalam penelitian ini jumlah perusahaan yang dijadikan sample baru 14 perusahaan, dari 45 perusahaan *property dan real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pada penelitian lanjutan dengan memperbanyak jumlah sample serta variable independen, kemungkinan akan mendapatkan hasil yang lebih baik.

## Daftar Pustaka

- [1] Ahmad & Hisham, Revisiting Capital Structure Theory: A Test of Packing Order Theory and Static Trade-off Model From Malaysian Capital Market, - International Research Journal of Finance and Economic, Vol. 30, 2009
- [2] Anhar, Shumi, The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporation, - Australian Journal of Management, 2005.
- [3] Bhaduri, SN, Determinant of Corporate Borrowing: some evidence from the Indian Corporate Strucuurture, - Journal of Economics and Finance, 2002.
- [4] Gitman, LJ, Principles of Finance, Ed.8th Boston: Pearson Education, Inc, 2009
- [5] Mansur, Kinga, The Determinants of Capital Structure Choice: evidence from polish companies, International Advertising and Research, vol.13, 2007
- [6] Ramlall, Indranrin, Determinans of Capital Structure Among Non-Qouted Mauritian Firm Under Specify of Leverage: Looking for a modified Pecking Order Theory, - International Journal of Finance and Economic, 2009.
- [7] Ross, Westerfield, Jordan, Fundamental of corporate finance, Ed.8th McGrow-Hill Compapnies, USA, 2008.
- [8] Ross, The determinantion of financial structure: The incentive signaling approach, Bell Journal of Economic, 1977.
- [9] Ruslim, Herman, Pengujian Struktur Modal (Teori Packing Order): Analisis Emperik terhadap Saham LQ.45, Journal Bisnis dan Akuntansi, Vol.11, no.3, 2009.
- [10] Nenova, T, The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis, journal of finance economics, 2003.
- [11] Raja Patrisia, Analisis struktur modal dan faktor-faktor yang mempengaruhi (studi pada sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia, Jurnal Ekonomi dan Bisnis, 2013
- [12] Warner R, Dterminan struktur modal: Studi di Asia Tenggara, Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya, 2012
- [13] Endang Sulistiyani, Teori struktur modal dan variable yang terkait, Journal Orbith, vol. 9 no.3 2013.
- [14] Carissa & Henny, Pengaruh Struktur Modal Terhadap Debt Agency Problem, e-journal Fakultas Ekonomi Trisakti, Vol. 1, 2014.

- [15] Bagus Wardianto, Pengujian teori struktur modal pada perusahaan-perusahaan 50 biggest market capitalization di Bursa Efek Indonesia, Ptoceeding Seminar hasil penelitian dan pengabdian pada masyarakat, Diesnatalis FISIP Unila, 2012.
- [16] Sgiarto, Struktur Modal, struktur kepemilikan perusahaan, permasalahan & Informasi Asimetrik, Graha Ilmu, 2009.
- [17] Analisis pengaruh struktur modal dan investment opportunity (IOS) terhadap keputusan investasi dan harga saham melalui analisis jalur, Proceeding seminar dan call paper Dies natalis UNS XXXVIII, 2014.