

Determinan Struktur Modal pada Perusahaan Properti yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013

(Determinants of Capital Structure at Property Company Listed in Indonesia Stock Exchange Period 2009-2013)

Nanda Perdana, Hadi Paramu, Elok Sri Utami
Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Jember (UNEJ)
Jln. Kalimantan 37, Jember 68121
E-mail: nandaperdana_formathematics@yahoo.co.id

Abstrak

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh variabel fundamental (struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan perusahaan, *price earning ratio*) dan variabel eksternal (tingkat suku bunga, nilai tukar valuta asing) terhadap struktur modal pada perusahaan sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan serta menganalisis perbedaan pengaruh dari kedelapan determinan struktur modal pada kedua sub sektor yang diteliti. Pendekatan riset yang digunakan dalam penelitian adalah penelitian kuantitatif. Populasi penelitian adalah perusahaan sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan. Berdasarkan metode *purposive sampling* diperoleh jumlah anggota sampel penelitian sebanyak 41 perusahaan sub sektor properti dan *real estate* dan 8 perusahaan sub sektor konstruksi bangunan. Metode analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda dan uji Chow. Hasil analisis menunjukkan bahwa secara simultan kedelapan determinan struktur modal berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan. Secara parsial, kedelapan variabel memiliki pengaruh yang bervariasi pada kedua sub sektor. Hasil uji Chow menunjukkan adanya perbedaan pengaruh kedelapan determinan struktur modal pada sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan. Berdasarkan hasil penelitian, manajer keuangan perusahaan sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan perlu mempertimbangkan variabel yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dalam menentukan keputusan pendanaan perusahaan.

Kata Kunci: keputusan pendanaan, struktur modal, variabel eksternal, variabel fundamental.

Abstract

This research was conducted to analyze the effect of the fundamental variables (asset structure, company size, profitability, liquidity, growth, price earning ratio) and external variables (interest rates, foreign exchange rates) against the company's capital structure on the property and real estate sub sector and building construction sub sector and analyze the differences of influences the eighth determinants of capital structure in both sub sectors. The research approach used in research is a quantitative research. Population of research is company of property and real estate sub sector and building construction sub sector. Based on purposive sampling method total membership of the samples are 41 companies property and real estate sub sector and 8 companies building construction sub sector. Data analysis method used is multiple linear regression analysis and Chow test. The analysis showed that simultaneous eighth determinants of capital structure significantly influence the capital structure on the property and real estate sub sector and building construction sub sector. Partially, the eight variables have a varying effect on the both sub sectors. Chow test results showed the differences of influences the eighth determinants of capital structure on the property and real estate sub sector and building construction sub sector. Based on the results of research, finance manager of company on the property and real estate sub sector and building construction sub sector need to consider the variables that significantly influence the company's capital structure in determining the funding decisions.

Keywords: capital structure, external variables, fundamental variables, funding decisions.

Pendahuluan

Keputusan pendanaan merupakan salah satu keputusan penting yang harus dilakukan manajemen dalam mengelola kegiatan operasional perusahaan. Setiap manajer perusahaan harus mampu menghimpun dana baik yang bersumber dari internal perusahaan berupa laba ditahan dan depresiasi maupun eksternal melalui pinjaman atau penerbitan saham baru secara baik dan efisien, dalam arti keputusan pendanaan tersebut mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Pentingnya keputusan pendanaan dalam suatu perusahaan, menuntut manajemen perusahaan untuk mengetahui faktor apa saja yang perlu dipertimbangkan

dalam membuat suatu keputusan pendanaan, hal ini dilakukan untuk mempermudah manajer perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan.

Penelitian yang membahas tentang faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal pada berbagai sektor usaha telah dilakukan. Hadi (2006) dan Yusuf (2013) dalam kajiannya menemukan bahwa pola keputusan struktur modal ditentukan oleh karakteristik setiap perusahaan sehingga faktor-faktor yang memengaruhi setiap perusahaan berbeda. Nila (2009) menemukan hasil bahwa jenis dan karakteristik perusahaan tidak memengaruhi keputusan struktur modal. Adanya perbedaan hasil tersebut membuat penelitian tentang

determinan struktur modal pada jenis atau sektor usaha yang berbeda perlu untuk dikaji lebih lanjut.

Menurut Brigham dan Houston (2006:42) faktor yang memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan antara lain: stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat penjualan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan agen pemberi peringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan. Faktor eksternal juga mempunyai pengaruh yang besar pada kebijakan pendanaan, sehingga pada akhirnya akan memengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Indikator dari faktor eksternal terdiri atas suku bunga, inflasi, nilai tukar rupiah terhadap valuta asing, dan indeks harga saham gabungan (Darminto, 2008).

Faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal yang diuji adalah variabel fundamental dan variabel eksternal. Variabel fundamental meliputi struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan perusahaan, dan *price earning ratio*, sedangkan variabel eksternal antara lain tingkat suku bunga dan nilai tukar valuta asing.

Struktur aktiva dalam perusahaan mempunyai pengaruh terhadap sumber-sumber pembiayaan. Menurut Bambang (2001:298) kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen yaitu modal sendiri, sedangkan hutang sifatnya sebagai pelengkap.

Perusahaan yang berukuran besar memiliki kemungkinan untuk lebih mudah memperoleh pinjaman dan menggunakan pendanaan jangka panjang yang besar pula dibandingkan perusahaan kecil (Moeljadi, 2006:274). Hal ini dikarenakan perusahaan besar relatif lebih stabil dan mampu menghasilkan laba lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Semakin besar ukuran perusahaan, maka kecenderungan untuk memakai dana eksternal dalam pendanaan semakin besar. Sebaliknya, perusahaan yang berukuran kecil cenderung lebih sedikit menggunakan sumber dana eksternal karena arus kas yang dimiliki oleh perusahaan cenderung kurang stabil dan jaminan pelunasan hutang yang diberikan cenderung lebih kecil.

Menurut Brigham dan Houston (2006:43) tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan dananya melalui *equity financing*. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan cenderung lebih suka untuk menggunakan sumber dana internal sebanyak mungkin terlebih dahulu daripada menggunakan hutang ketika perusahaan membutuhkan dana untuk keperluan investasi. Semakin tinggi persediaan dana untuk membiayai operasional perusahaan dan kesempatan investasi yang berasal dari sumber dana internal seperti laba ditahan, maka tingkat hutang akan semakin kecil. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang rendah cenderung untuk melakukan *debt financing*.

Kebijakan hutang yang diambil perusahaan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutangnya. Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya, maka hal tersebut dapat mengindikasikan perusahaan dalam keadaan

sehat. Perusahaan akan lebih mudah untuk memperoleh kewajiban jangka panjang yang berasal dari pihak luar perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Seftianne dan Ratih (2011) yang menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Brigham dan Houston (2006:43) menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh dengan cepat harus lebih banyak mengandalkan diri pada modal eksternal. Tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi mengimplikasikan adanya permintaan kebutuhan dana eksternal yang lebih tinggi. Hal ini mendorong perusahaan yang tumbuh dengan cepat untuk lebih menggunakan hutang dalam memenuhi kebutuhan dananya.

Peningkatan PER yang dinilai oleh investor menunjukkan kinerja yang semakin baik, juga berdampak semakin menarik perhatian calon kreditor. Semakin meningkat perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar dari modal sendiri akan meningkatkan PER. Hal tersebut konsisten dengan penelitian Fitrijanti dan Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa PER mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

Tingkat suku bunga diukur dengan kepekaan harga saham terhadap perubahan tingkat suku bunga. Semakin sensitif harga saham terhadap perubahan BI rate, maka semakin rendah penggunaan hutang. Demikian pula sebaliknya, semakin tidak sensitif harga saham terhadap perubahan BI rate, maka semakin tinggi penggunaan hutang. Penelitian Ana (2012) menunjukkan hasil yang konsisten bahwa tingkat suku bunga memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Burgman (1996) mengukur fluktuasi nilai tukar luar negeri sebesar koefisien regresi (b) dari return saham perusahaan yang merupakan fungsi dari *exchange rate return*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar valuta asing berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin sensitif harga saham terhadap perubahan nilai tukar valuta asing, maka semakin rendah penggunaan hutang. Demikian pula sebaliknya, semakin tidak sensitif harga saham terhadap perubahan nilai tukar valuta asing, maka semakin tinggi penggunaan hutang.

Rumusan masalah meliputi pertama, apakah struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan perusahaan, *price earning ratio*, tingkat suku bunga, dan nilai tukar valuta asing berpengaruh terhadap struktur modal baik secara simultan maupun parsial pada perusahaan sub sektor properti dan *real estate*. Kedua, apakah struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan perusahaan, *price earning ratio*, tingkat suku bunga, dan nilai tukar valuta asing berpengaruh terhadap struktur modal baik secara simultan maupun parsial pada perusahaan sub sektor konstruksi bangunan. Ketiga, apakah terdapat perbedaan pengaruh kedelapan determinan struktur modal terhadap struktur modal perusahaan sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan.

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, artikel ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh determinan struktur modal sehingga manajer keuangan mengetahui faktor apa saja yang perlu dipertimbangkan dalam keputusan pendanaan serta menganalisis perbedaan pengaruh dari kedelapan

determinan struktur modal pada perusahaan sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan.

Metode Penelitian

Rancangan Penelitian

Penelitian ini merupakan jenis penelitian *hypothesis testing*, dilakukan untuk menguji pengaruh variabel fundamental (struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan perusahaan, *price earning ratio*) dan variabel eksternal (tingkat suku bunga, nilai tukar valuta asing) terhadap keputusan struktur modal pada perusahaan properti sub sektor properti, *real estate*, dan sub sektor konstruksi bangunan periode 2009-2013 di Bursa Efek Indonesia.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan perusahaan properti sub sektor properti, *real estate*, dan sub sektor konstruksi bangunan selama periode tahun 2009-2013 yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) serta data tingkat suku bunga dan nilai tukar valuta asing yang bersumber dari Bank Indonesia (www.bi.go.id).

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian meliputi perusahaan sub sektor properti, *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI selama periode 2009-2013. Jumlah anggota sampel penelitian adalah 41 perusahaan sub sektor properti dan *real estate* dan 8 perusahaan sub sektor konstruksi bangunan. Metode pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria yaitu perusahaan tidak mempunyai saldo total ekuitas dan laba yang negatif pada masing-masing sektor dan perusahaan berdiri sebelum tahun 2009.

Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi linier berganda dan uji Chow. Secara umum, model regresi linier berganda terbagi menjadi tiga model yaitu model regresi pada sub sektor properti dan *real estate*, model regresi pada sub sektor konstruksi bangunan, dan model regresi gabungan antara sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan. Masing-masing model regresi tersebut secara umum memiliki persamaan sebagai berikut:

$$DER_{it} = b_0 - b_1 STA_{it} + b_2 SIZE_{it} - b_3 ROA_{it} + b_4 LIKUID_{it} + b_5 GROWTH_{it} + b_6 PER_{it} - b_7 SBI_{it} - b_8 KURS_{it} + e_{it}$$

Keterangan:

DER_{it} = Struktur modal perusahaan i pada periode ke t

STA_{it} = Struktur aktiva perusahaan i pada periode ke t

$SIZE_{it}$ = Ukuran perusahaan perusahaan i pada periode ke t

ROA_{it} = Profitabilitas perusahaan i pada periode ke t

$LIKUID_{it}$ = Likuiditas perusahaan i pada periode ke t

$GROWTH_{it}$ = Pertumbuhan perusahaan i pada periode ke t

PER_{it} = *Price earning ratio* perusahaan i pada periode ke t

SBI_{it} = Koefisien sensitivitas harga saham terhadap tingkat suku bunga perusahaan i pada periode ke t

$KURS_{it}$ = Koefisien sensitivitas harga saham terhadap nilai tukar valuta asing perusahaan i pada periode ke t

Hasil Penelitian

Data Penelitian

Deskripsi statistik meliputi rata-rata, standar deviasi, dan koefisien variasi struktur modal, struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, *growth*, *price earning ratio*, tingkat suku bunga, dan nilai tukar valuta asing pada sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan disajikan sebagai berikut:

Tabel 1. Deskripsi Statistik Sub Sektor Properti dan *Real Estate*

Variabel	Periode	Mean	Std. Deviasi	Koef. Variasi
DER	2009	0,95	0,80	0,97
	2010	0,70	0,64	1,12
	2011	0,70	0,53	0,69
	2012	0,71	0,55	1,06
	2013	0,80	0,64	1,04
STA	2009	15,5	19,0	1,78
	2010	14,3	17,4	2,62
	2011	11,9	14,8	3,69
	2012	11,7	17,1	2,77
	2013	12,7	18,7	2,72
SIZE	2009	14,2	1,28	0,09
	2010	12,2	5,29	0,40
	2011	13,7	3,43	0,24
	2012	14,6	1,39	0,09
	2013	14,8	1,41	0,09
ROA	2009	2,91	5,12	1,76
	2010	4,11	4,70	1,14
	2011	4,81	5,48	1,14
	2012	5,32	6,07	0,95
	2013	5,94	6,33	1,07
LIKUID	2009	139,4	175,7	1,26
	2010	126,5	136,7	1,08
	2011	117,8	109,9	0,93
	2012	136,0	141,2	1,04
	2013	121,1	135,9	1,12
GROWTH	2009	21,1	36,2	1,71
	2010	20,3	35,0	1,72
	2011	15,9	18,3	1,15
	2012	29,4	58,1	1,97
	2013	27,3	42,3	1,55
PER	2009	4,35	4,95	1,14
	2010	2,87	10,2	3,55
	2011	10,9	11,7	1,07
	2012	12,5	9,71	0,77
	2013	10,8	9,02	0,83
SBI	2009	-0,29	0,31	-1,10
	2010	1,34	1,51	1,13
	2011	-1,40	1,02	-0,73
	2012	-2,07	2,78	-1,35
	2013	-0,31	0,45	-1,47
KURS	2009	-0,25	0,54	-2,18
	2010	-0,10	0,14	-1,42
	2011	-0,09	0,12	-1,35
	2012	-0,06	0,15	-2,41
	2013	-0,24	0,53	-2,23

Sumber: www.idx.co.id dan www.bi.go.id (data diolah)

Pada perusahaan sub sektor properti dan *real estate* selama periode 5 tahun, *mean* DER, SIZE, ROA, PER, dan SBI menunjukkan kecenderungan yang meningkat. DER tidak melebihi 1, artinya bahwa dalam memenuhi kebutuhan dananya, perusahaan sub sektor properti dan *real estate* lebih banyak menggunakan ekuitas daripada hutang. SIZE dan ROA yang cenderung meningkat menunjukkan kemampuan finansial yang dimiliki perusahaan semakin baik dan memiliki kemampuan menghasilkan laba bersih yang semakin tinggi tiap tahunnya. Secara umum, PER cenderung meningkat yang menunjukkan bahwa saham perusahaan semakin mahal terhadap pendapatan bersih per sahamnya. SBI juga menunjukkan kecenderungan yang meningkat dimana nilai rata-rata sensitivitas harga saham terhadap perubahan SBI tertinggi terjadi pada tahun 2012, yaitu sebesar -2,07 dan nilai terendah sebesar -0,29 pada tahun 2009.

Mean STA, LIKUID, GROWTH, dan KURS pada perusahaan sub sektor properti dan *real estate* cenderung mengalami penurunan selama periode 5 tahun. STA yang cenderung menurun menunjukkan rasio aktiva tetap terhadap total aktiva yang lebih rendah dibandingkan dengan periode

sebelumnya. LIKUID menunjukkan kecenderungan yang menurun, nilai rata-rata LIKUID tertinggi terjadi pada tahun 2009, yaitu sebesar 139,4% dan nilai terendah sebesar 117,8% pada tahun 2011. Secara umum, GROWTH cenderung menurun yang menunjukkan bahwa dana yang dialokasikan ke dalam aktivasinya semakin rendah. KURS juga menunjukkan kecenderungan yang menurun, nilai rata-rata sensitivitas harga saham terhadap perubahan KURS tertinggi terjadi pada tahun 2009, yaitu sebesar -0,248 dan nilai terendah sebesar -0,059 pada tahun 2012.

Tabel 2. Deskripsi Statistik Sub Sektor Konstruksi Bangunan

Variabel	Periode	Mean	Std. Deviasi	Koef. Variasi
DER	2009	2,50	2,70	1,61
	2010	1,86	1,61	0,95
	2011	1,95	1,87	1,16
	2012	2,56	1,83	1,26
	2013	2,66	1,76	0,80
STA	2009	5,70	9,41	3,58
	2010	5,93	9,06	2,45
	2011	4,98	5,54	1,40
	2012	4,95	4,51	1,21
	2013	7,52	5,41	1,06
SIZE	2009	14,1	6,91	0,54
	2010	14,2	6,96	0,55
	2011	14,3	7,04	0,54
	2012	15,5	5,51	0,38
	2013	15,5	5,76	0,35
ROA	2009	2,67	1,77	0,66
	2010	3,38	2,23	0,66
	2011	3,46	3,37	0,97
	2012	5,09	4,78	0,94
	2013	5,29	3,45	0,65
LIKUID	2009	53,3	37,2	0,70
	2010	58,2	41,2	0,71
	2011	50,8	38,6	0,76
	2012	63,9	30,4	0,48
	2013	74,9	25,8	0,35
GROWTH	2009	20,8	15,6	0,75
	2010	21,3	16,0	0,75
	2011	21,7	19,1	0,88
	2012	22,0	21,2	0,97
	2013	25,7	14,2	0,55
PER	2009	9,23	6,58	0,71
	2010	9,47	9,71	1,03
	2011	11,7	7,09	0,60
	2012	14,9	7,00	0,47
	2013	15,7	6,39	0,41
SBI	2009	-0,66	2,16	-3,29
	2010	-4,47	4,60	-1,03
	2011	-1,13	2,44	-2,17
	2012	-1,81	2,66	-1,47
	2013	-0,56	2,21	-3,93
KURS	2009	-0,57	0,11	-0,20
	2010	-0,25	0,11	-0,42
	2011	-0,08	0,06	-0,76
	2012	0,02	0,03	1,29
	2013	-0,44	0,24	-0,54

Sumber: www.idx.co.id dan www.bi.go.id (data diolah)

Pada perusahaan sub sektor konstruksi bangunan, *mean* DER, SIZE, ROA, LIKUID, GROWTH, PER, dan SBI cenderung meningkat selama periode 5 tahun. DER melebihi 1, artinya bahwa dalam memenuhi kebutuhan dananya, perusahaan lebih banyak menggunakan hutang daripada ekuitas. Rata-rata STA yang cenderung meningkat menunjukkan semakin besarnya aktiva jaminan dalam melakukan pinjaman terhadap pihak eksternal. Rata-rata SIZE dan ROA pada sub sektor konstruksi bangunan masih diatas nilai rata-rata SIZE dan ROA pada sub sektor properti dan *real estate*. Hal tersebut menunjukkan bahwa kemampuan finansial perusahaan yang besar dan menghasilkan laba bersih yang lebih tinggi pada sub sektor konstruksi bangunan daripada perusahaan sub sektor properti dan *real estate*. Rata-rata GROWTH pada sub sektor konstruksi bangunan juga diatas nilai rata-rata GROWTH pada sub sektor properti dan *real estate* yang menunjukkan bahwa rata-rata dana yang dialokasikan oleh perusahaan sub sektor konstruksi bangunan ke dalam aktivasinya lebih besar daripada perusahaan sub sektor properti dan *real estate*. Namun jika membandingkan rata-rata LIKUID, perusahaan sub sektor properti dan *real estate* memiliki kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek

yang lebih tinggi daripada perusahaan sub sektor konstruksi bangunan. PER pada perusahaan sub sektor konstruksi bangunan cenderung meningkat, menunjukkan bahwa saham perusahaan semakin mahal terhadap pendapatan bersih per sahamnya.

Mean KURS pada sub sektor konstruksi bangunan cenderung menurun selama periode 5 tahun. Nilai rata-rata sensitivitas harga saham terhadap perubahan KURS tertinggi sebesar -0,571 pada tahun 2009 dan nilai terendah sebesar 0,021 pada tahun 2012.

Hasil Analisis Data

Ada tiga model regresi yang dikembangkan yaitu model regresi pada sub sektor properti dan *real estate*, model regresi pada sub sektor konstruksi bangunan, dan model regresi gabungan dari sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan.

Persamaan 1. Model Regresi pada Sub Sektor Properti dan Real Estate

$$ZDER_{it} = 0,027 - 0,321ZSTA_{it} - 0,019ZSIZE_{it} - 0,012ZROA_{it} + 0,468ZLIKUID_{it} - 0,032ZGROWTH_{it} + 0,027ZPER_{it} - 0,061ZSBI_{it} - 0,042ZKURS_{it} + e_{it}$$

(0,400)^{ts} (-4,694)^{***} (-0,253)^{ts} (-0,160)^{ts}
(6,370)^{***} (-0,456)^{ts} (0,350)^{ts}
(-0,902)^{ts} (-0,604)^{ts}

$$R^2 = 0,257$$

$$F_{hitung} = 7,310^{***}$$

Persamaan 2. Model Regresi pada Sub Sektor Konstruksi Bangunan

$$ZDER_{it} = -6,408 - 0,479ZSTA_{it} + 0,420ZSIZE_{it} + 0,173ZROA_{it} + 0,486ZLIKUID_{it} + 0,033ZGROWTH_{it} + 0,206ZPER_{it} - 0,391ZSBI_{it} - 0,163ZKURS_{it} + e_{it}$$

(0,000)^{ts} (-3,617)^{***} (2,751)^{**} (1,244)^{ts}
(3,367)^{***} (0,250)^{ts} (1,561)^{ts}
(-2,287)^{**} (-1,371)^{ts}

$$R^2 = 0,714$$

$$F_{hitung} = 7,498^{***}$$

Persamaan 3. Model Regresi Gabungan

$$ZDER_{it} = 0,022 - 0,351ZSTA_{it} - 0,076ZSIZE_{it} - 0,048ZROA_{it} + 0,481ZLIKUID_{it} - 0,023ZGROWTH_{it} + 0,033ZPER_{it} - 0,030ZSBI_{it} - 0,037ZKURS_{it} + e_{it}$$

(0,363)^{ts} (-5,721)^{***} (-1,156)^{ts} (-0,743)^{ts}
(7,250)^{***} (-0,371)^{ts} (0,496)^{ts}
(-0,499)^{ts} (-0,613)^{ts}

$$R^2 = 0,299$$

$$F_{hitung} = 9,515^{***}$$

Keterangan: *** = signifikan pada $\alpha = 1\%$; ** = signifikan pada $\alpha = 5\%$; ts = tidak signifikan

Hasil uji F pada sub sektor properti dan *real estate* menunjukkan nilai F_{hitung} sebesar 7,310 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 yang berada di bawah $\alpha = 1\%$, sedangkan pada sub sektor konstruksi bangunan nilai F_{hitung} sebesar 7,498 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 yang berada di bawah $\alpha = 1\%$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa H_0 ditolak yang berarti bahwa secara simultan kedelapan determinan struktur modal berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan.

Hasil pengujian secara parsial (uji t) pada sub sektor properti dan *real estate* menunjukkan bahwa STA berpengaruh negatif signifikan terhadap DER, sedangkan LIKUID berpengaruh positif signifikan terhadap DER. SIZE, ROA, GROWTH, PER, SBI, dan KURS tidak berpengaruh terhadap DER. Pada sub sektor konstruksi bangunan menunjukkan bahwa STA dan SBI berpengaruh negatif signifikan terhadap DER, sedangkan SIZE dan LIKUID berpengaruh positif signifikan terhadap DER. ROA, GROWTH, PER, dan KURS tidak berpengaruh terhadap DER.

Nilai koefisien determinasi (R^2) pada sub sektor properti dan *real estate* sebesar 0,257. Hasil ini menunjukkan bahwa 25,7% dari variasi DER dapat dijelaskan secara simultan oleh variasi dari STA, SIZE, ROA, LIKUID, GROWTH, PER, SBI, dan KURS sedangkan sisanya sebesar 74,3% dijelaskan oleh residual. Pada sub sektor konstruksi bangunan, nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,714. Hasil ini menunjukkan bahwa 71,4% dari variasi DER mampu dijelaskan secara simultan oleh variasi dari STA, SIZE, ROA, LIKUID, GROWTH, PER, SBI, dan KURS sedangkan sisanya sebesar 28,6% dijelaskan oleh residual.

Hasil analisis regresi gabungan antar sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan menunjukkan bahwa STA berpengaruh negatif terhadap DER, sedangkan LIKUID berpengaruh positif terhadap DER. SIZE, ROA, GROWTH, PER, SBI, dan KURS tidak berpengaruh terhadap DER. Setelah model regresi gabungan diperoleh, maka *restricted residual sum of square* dapat dihitung. Berikut ini ringkasan nilai *residual sum of square* pada masing-masing sub sektor:

Tabel 3. Ringkasan Residual Sum of Square pada Masing-Masing Sub Sektor

Sub Sektor	Residual Sum of Square
Properti dan <i>Real Estate</i>	136,704
Konstruksi Bangunan	9,145
Gabungan	171,428

Sumber: Output SPSS 20 (data diolah)

Berdasarkan hasil uji Chow, diperoleh nilai F_{hitung} sebesar 4,274. Melalui tabel F dengan $df_1 (k) = 8$, $df_2 (n_1 + n_2 - 2k) = 195$ dan tingkat signifikansi $\alpha = 0,01$ diperoleh nilai $F_{tabel} = 2,604$. Nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka keputusan yang diambil adalah menolak H_0 . Hal ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh STA, SIZE, ROA, LIKUID, GROWTH, PER, SBI, dan KURS terhadap DER pada sub sektor properti, *real estate*, dan sub sektor konstruksi bangunan.

Pembahasan

Pengaruh Secara Simultan

Hasil pengujian secara simultan menunjukkan bahwa STA, SIZE, ROA, LIKUID, GROWTH, PER, SBI, dan KURS berpengaruh signifikan terhadap struktur modal baik pada sub sektor properti dan *real estate* maupun sub sektor konstruksi bangunan. Faktor internal (STA, SIZE, ROA, LIKUID, GROWTH, PER) dan faktor eksternal (SBI, KURS) merupakan faktor utama yang dapat dijadikan sebagai dasar pertimbangan bagi pihak manajemen untuk menentukan keputusan struktur modalnya. Keputusan struktur modal yang ditentukan oleh setiap perusahaan berkaitan dengan tujuan,

rencana investasi, serta kegiatan operasional masing-masing perusahaan. Perusahaan sub sektor properti, *real estate*, dan sub sektor konstruksi bangunan memiliki kegiatan operasional seperti pengembangan bangunan hunian vertikal, bangunan komersial, dan bangunan industri. Setiap perusahaan harus memiliki kemampuan untuk melakukan kegiatan pada bidang penyediaan, pengadaan, serta pematangan tanah bagi keperluan usaha-usaha industri dan segala bentuk pengembangan lainnya yang melekat secara permanen. Kemampuan untuk melakukan kegiatan operasionalnya tersebut dipengaruhi oleh faktor internal dan faktor eksternal perusahaan.

Pengaruh Secara Parsial

STA memiliki arah pengaruh negatif signifikan terhadap DER baik pada sub sektor properti dan *real estate* maupun sub sektor konstruksi bangunan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi STA, DER akan semakin rendah. Demikian pula sebaliknya, semakin rendah STA, maka DER akan semakin tinggi. Arah pengaruh negatif mengindikasikan bahwa perusahaan yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed assets*), akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal sendiri. Manajer keuangan sub sektor properti, *real estate*, dan sub sektor konstruksi bangunan perlu mempertimbangkan STA dalam menentukan keputusan pendanaannya.

SIZE pada sub sektor properti dan *real estate* memiliki arah pengaruh negatif terhadap DER namun tidak signifikan. Perusahaan sub sektor properti dan *real estate* memiliki tingkat likuiditas yang tinggi yaitu selalu diatas 100% selama periode penelitian dan perputaran aliran kasnya lebih lancar sehingga perusahaan lebih mengutamakan pendanaan dari dana internal daripada hutang pada pihak eksternal. Hal inilah yang menyebabkan SIZE tidak berpengaruh signifikan terhadap DER pada perusahaan sub sektor properti dan *real estate*. Manajer keuangan sub sektor properti dan *real estate* tidak perlu mempertimbangkan SIZE dalam menentukan keputusan struktur modalnya. Pada sub sektor konstruksi bangunan, SIZE memiliki arah pengaruh positif dan signifikan terhadap DER. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pula hutang yang digunakan oleh perusahaan sub sektor konstruksi bangunan. Manajer keuangan perusahaan sub sektor konstruksi bangunan perlu mempertimbangkan SIZE dalam mengambil keputusan struktur modalnya. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory*, perusahaan dengan ukuran perusahaan yang relatif besar sebaiknya menggunakan hutang sebagai alternatif pendanaan apabila pendanaan internal tidak mencukupi seiring dengan kebutuhan dana yang juga semakin meningkat.

ROA pada sub sektor properti dan *real estate* memiliki arah pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap DER. Variasi ROA selama periode 2009-2013 cenderung kecil, yaitu tidak lebih dari 1,8%. Variasi data inilah yang juga menyebabkan ROA tidak mampu menjelaskan variasi DER pada sub sektor properti dan *real estate*. Manajer keuangan perusahaan sub sektor properti dan *real estate* tidak perlu mempertimbangkan profitabilitas dalam menentukan keputusan pendanaannya. Pada sub sektor konstruksi bangunan, ROA memiliki arah pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap DER. Hasil ini sebenarnya sesuai dengan *trade off theory* yang dikemukakan Brealey et. al. (2008:25) yang menyatakan bahwa laba yang tinggi seharusnya lebih

banyak kapasitas pelayanan hutang karena semakin tinggi hutang yang digunakan dalam pendanaan, maka perlindungan terhadap pajak juga semakin besar sehingga keuntungan perusahaan cenderung meningkat. Manajer keuangan sub sektor konstruksi bangunan tidak perlu mempertimbangkan profitabilitas dalam menentukan struktur modalnya karena ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap DER.

LIKUID memiliki arah pengaruh positif dan signifikan terhadap DER baik pada sub sektor properti dan *real estate* maupun konstruksi bangunan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi LIKUID, DER akan semakin tinggi. Manajer keuangan sub sektor properti, *real estate*, dan sub sektor konstruksi bangunan perlu mempertimbangkan likuiditas dalam menentukan keputusan struktur modalnya. Semakin tinggi likuiditas perusahaan, maka semakin baik kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya, maka hal tersebut dapat mengindikasikan perusahaan dalam keadaan sehat. Hal tersebut akan mempermudah perusahaan untuk memperoleh kewajiban jangka panjang yang berasal dari pihak luar perusahaan. Perusahaan dapat segera mengembalikan hutangnya dan akan mendapatkan kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan hutang dalam jumlah yang besar (Van Horne dan Wachowicz, 2007:206).

GROWTH pada sub sektor properti dan *real estate* memiliki arah pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap DER. Variasi GROWTH selama periode 2009-2013 cenderung kecil, yaitu tidak lebih dari 2%. Variasi data inilah yang menyebabkan GROWTH tidak mampu menjelaskan variasi DER pada sub sektor properti dan *real estate*. Manajer keuangan perusahaan sub sektor properti dan *real estate* tidak perlu mempertimbangkan GROWTH dalam menentukan keputusan pendanaannya. Pada sub sektor konstruksi bangunan, GROWTH tidak berpengaruh signifikan terhadap DER. Tingkat pertumbuhan aktiva sebenarnya mencerminkan produktivitas aset atau aktiva yang dialokasikan ke dalam investasi perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2006:43), perusahaan yang tumbuh dengan cepat harus lebih banyak mengandalkan diri pada modal eksternal apabila hal-hal lain tetap sama (*ceteris paribus*). Hal ini menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan yang tinggi menyebabkan adanya permintaan kebutuhan dana yang lebih tinggi sehingga mendorong perusahaan yang tumbuh dengan cepat untuk menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya. GROWTH tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio hutang sehingga manajer keuangan sub sektor konstruksi bangunan tidak perlu mempertimbangkan GROWTH dalam menentukan keputusan pendanaannya.

PER memiliki arah pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap DER baik pada sub sektor properti dan *real estate* maupun sub sektor konstruksi bangunan. Manajer keuangan sub sektor properti, *real estate*, dan sub sektor konstruksi bangunan tidak perlu mempertimbangkan PER dalam menentukan keputusan struktur modalnya. PER tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio hutang. Hal ini dikarenakan perubahan harga saham pada PER tidak mempengaruhi internal perusahaan, utamanya dalam hal pendanaan. Arah pengaruh positif *price earning ratio* sebenarnya menunjukkan bahwa peningkatan PER yang merupakan kenaikan tingkat nilai saham dan laba per lembar saham mengindikasikan kondisi perusahaan yang baik,

karena kebutuhan dana yang meningkat untuk operasional maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat.

SBI pada sub sektor properti dan *real estate* memiliki arah pengaruh negatif terhadap DER namun tidak signifikan. Manajer keuangan sub sektor properti dan *real estate* tidak perlu mempertimbangkan SBI dalam menentukan keputusan struktur modalnya. Temuan ini mengindikasikan bahwa sensitivitas harga saham terhadap perubahan SBI tidak memengaruhi perusahaan dalam kebijakan pendanaan perusahaan. Pada sub sektor konstruksi bangunan, SBI memiliki arah pengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Manajer keuangan sub sektor konstruksi bangunan perlu mempertimbangkan SBI dalam menentukan keputusan pendanaannya. Hal ini menunjukkan bahwa semakin sensitif harga saham terhadap perubahan BI rate, maka semakin rendah DER. Demikian pula sebaliknya, semakin tidak sensitif harga saham terhadap perubahan BI rate, maka semakin tinggi DER. Temuan ini mengindikasikan bahwa sensitivitas harga saham terhadap perubahan SBI berpengaruh terhadap penggunaan sumber dana dari hutang dalam struktur modal perusahaan. Perusahaan cenderung mengurangi penggunaan hutang dalam struktur modalnya apabila harga saham semakin sensitif terhadap perubahan BI rate.

KURS memiliki arah pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap DER baik pada sub sektor properti dan *real estate* maupun sub sektor konstruksi bangunan. Manajer keuangan sub sektor properti, *real estate*, dan sub sektor konstruksi bangunan tidak perlu mempertimbangkan KURS dalam menentukan keputusan pendanaannya. Hal ini dikarenakan sensitivitas harga saham terhadap perubahan KURS tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio hutang. Variasi KURS selama periode 2009-2013 pada sub sektor properti dan *real estate* maupun sub sektor konstruksi bangunan cenderung kecil dan tidak melebihi 2,5%. Variasi data inilah yang juga menyebabkan KURS tidak mampu menjelaskan variasi DER baik pada sub sektor properti dan *real estate* maupun sub sektor konstruksi bangunan.

Perbedaan Pengaruh Determinan Struktur Modal pada Sub Sektor Properti dan Real Estate dan Sub Sektor Konstruksi Bangunan

Hasil uji Chow menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh STA, SIZE, ROA, LIKUID, GROWTH, PER, SBI, dan KURS terhadap DER pada sub sektor properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan. Berdasarkan hasil analisis regresi pada sub sektor properti, *real estate*, dan sub sektor konstruksi bangunan, variabel SIZE, ROA, GROWTH, dan SBI memiliki perbedaan pengaruh terhadap DER.

Perbedaan pengaruh ini dikarenakan dua hal. Pertama, determinan struktur modal yang sama dapat berpengaruh signifikan terhadap DER pada sub sektor konstruksi bangunan, sementara pada sub sektor properti dan *real estate* tidak berpengaruh signifikan terhadap DER. Misalnya pada model regresi untuk sub sektor properti dan *real estate*, variabel SIZE dan SBI tidak berpengaruh signifikan terhadap DER. Namun, pada model regresi untuk sub sektor konstruksi bangunan, kedua variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap DER. Kedua, determinan struktur modal yang sama dapat memiliki arah pengaruh negatif terhadap DER pada sub sektor properti dan *real estate*, sementara pada

sub sektor konstruksi bangunan memiliki arah pengaruh positif terhadap DER. Pada model regresi untuk sub sektor properti dan *real estate*, variabel SIZE, ROA, dan GROWTH memiliki arah pengaruh negatif terhadap DER. Namun, pada persamaan regresi untuk sub sektor konstruksi bangunan, variabel SIZE, ROA, dan GROWTH memiliki arah pengaruh positif terhadap DER.

Perbedaan pengaruh determinan struktur modal pada sub sektor properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan juga dapat dikaji dari karakteristik masing-masing sub sektor. Meskipun berada dalam sektor industri yang sama, sub sektor properti dan *real estate* dengan sub sektor konstruksi bangunan memiliki karakteristik yang berbeda terutama terkait dengan tingkat risiko yang ditanggung. Berdasarkan nilai ITB dari BPS triwulan 1 tahun 2014, pada sub sektor konstruksi bangunan memiliki nilai ITB pada tingkat rendah yaitu dibawah 100 yang menunjukkan bahwa sub sektor konstruksi bangunan memiliki risiko bisnis yang cenderung tinggi. Sedangkan pada sub sektor properti dan *real estate* memiliki nilai ITB diatas 100, hal ini menunjukkan bahwa sub sektor properti dan *real estate* memiliki risiko bisnis lebih rendah daripada sub sektor konstruksi bangunan.

Kesimpulan

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan mengenai determinan struktur modal pada sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan periode 2009-2013 dapat diambil kesimpulan yaitu pertama, secara simultan kedelapan determinan struktur modal secara berpengaruh terhadap DER pada sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan. Kedua, secara parsial kedelapan variabel memiliki pengaruh yang bervariasi. Hasil analisis menunjukkan adanya perbedaan pengaruh dari determinan struktur modal pada sub sektor properti dan *real estate* dan sub sektor konstruksi bangunan. Ketiga, hasil uji Chow menunjukkan adanya perbedaan pengaruh STA, SIZE, ROA, LIKUID, GROWTH, PER, SBI, dan KURS terhadap DER pada sub sektor properti dan *real estate* dengan sub sektor konstruksi bangunan. Secara parsial, masing-masing determinan struktur modal memiliki inkonsistensi pengaruh terhadap rasio hutang pada sub sektor properti, *real estate*, dan sub sektor konstruksi bangunan. Selain itu, perbedaan pengaruh determinan struktur modal juga dipengaruhi karakteristik dari masing-masing sub sektor, dimana sub sektor konstruksi bangunan memiliki risiko yang lebih tinggi daripada sub sektor properti dan *real estate*.

Ucapan Terima Kasih

Penulis mengucapkan terima kasih kepada Direktorat Jenderal Pendidikan Tinggi (DIKTI) yang telah memberikan dukungan pendanaan melalui beasiswa bidik misi sehingga penelitian ini dapat berjalan lancar dan terselesaikan dengan baik.

Daftar Pustaka

- Ana Mufidah. 2012. Struktur Modal Perusahaan Properti dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*. 6 (1): 45-54.
- Badan Pusat Statistik. 2014. **Berita Resmi Statistik: Indeks Tendensi Bisnis dan Indeks Tendensi Konsumen Triwulan I-2014**. Diunduh dari <http://data.go.id/dataset/indeks-tendensi-bisnis-itb-dan-indeks-tendensi-konsumen-itk> pada tanggal [1 Oktober 2014].
- Bambang Riyanto. 2001. **Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan**. Yogyakarta: BPFE.
- Brigham, F & Houston, J. F. 2006. **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan**. Jakarta: Salemba Empat.
- Brealey A.R., Myers C.S., dan Marcus J.A. 2008. **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan**. Jakarta: Erlangga
- Burgman. 1996. An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, (27) 3: 553-570.
- Darminto. 2008. Pengaruh Faktor Eksternal dan Berbagai Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 8 (1): 1-15.
- Fitrijanti, dan Jogiyanto H.M. 2002. Set Kesempatan Investasi: Konstruksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5 (1): 35-63.
- Hadi Paramu. 2006. Determinan Struktur Modal: Studi Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Manajemen Usahawan Indonesia*, 37 (11): 47-54.
- Horne, James Van dan John M. Wachowicz, Jr. 2007. **Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan**. Jakarta: Salemba Empat.
- Moeljadi. 2006. **Manajemen Keuangan (Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif)**. Malang: Bayumedia Publishing.
- Nila Permata Hati. 2009. Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Kemampuan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Properti dan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen*, 2 (1): 1-12.
- Yusuf Fathoni. 2013. Determinan Struktur Modal Pada Perusahaan Pertambangan Sub Sektor Batubara dan Non Batubara yang Listed di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. 20 (1): 1-11.