

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUTIONAL DAN
KARAKTERISTIK KEUANGAN TERHADAP
KEPUTUSAN PENDANAAN**

(Studi Empiris Pada Sektor Properti dan Real Estate di BEI Tahun 2001 - 2007)



Thesis

**Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Pascasarjana
pada program Magister Manajemen Pascasarjana
Universitas Diponegoro**

Disusun Oleh:

HANINDITA NOOR RAHMAYANI

NIM. C4A 006445

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2008**



Sertifikasi

Saya, Hanindita Noor Rahmayani, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada dipundak saya.

Hanindita Noor Rahmayani

Januari 2009

PENGESAHAN THESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

PENGARUH KARAKTERISTIK KEUANGAN TERHADAP KEPUTUSAN PENDANAAN

(Studi Empiris Pada Sektor Properti dan Real Estate di BEI Tahun 2001 - 2007)

Yang disusun oleh Hanindita Noor Rahmayani, NIM C4A006445
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal.....
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Anis Chariri, SE, Mcom, PhD, Akt

Dr. Purbayu Budi S, MS

Semarang
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program

Prof. Dr. Augusty Ferdinand, MBA

ABSTRACT

This research is performed in order to test influence of traditional financial performance as profitability, price earning ratio, firm size, sales growth, business risk, institutional ownership to debt to equity ratio (DER). The used type of data is secondary data coming from ICMD 2008, JSX Watch 2002-2008.

Methodology research as the sample used purposive sampling with criteria as (1) stock industry of property was traded in Jakarta Stock Exchange. (2) The stock of industry was always seen annual report over period 2001-2007. Data that needed in this research from Indonesian Capital Market Directory (ICMD) and total sample was acquired 20 was list in JSX. Data analysis with linier regression of ordinary least square and hipotesis used t-statistic and level signifikansi 5% a classic assumption examination which consist of data normality test, multicollinearity and auto correlation test also being done to test hypothesis.

During 2001-2007 period show as variable and data research was abnormally distributed. Based on result of research, classic assumption deviation was not founded this indicated that available data has fulfil the condition to use multilinier regression model. Empirical evidence show as profitability, price earning ratio, firm size, sales growth, business risk, institutional ownership to have influence toward DER at significancy level 5%. While six independent (as profitability, price earning ratio, firm size, sales growth, business risk, institutional ownership) variable to have influence toward DER with adjusted R² values 33.1%. But this research have six fundamental factors only with 20 samples over yearly period along 7 years.

Keyword: Debt to equity ratio (DER), profitability, price earning ratio, firm size, sales growth, business risk, institutional ownership.

ABSTRACT

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel *profitability*, *price earning ratio*, *firm size*, *sales growth*, *business risk*, *institutional ownership* terhadap *debt to equity ratio (DER)*, pada perusahaan property yang terdaftar di bursa efek Jakarta. Penelitian ini bertujuan untuk mengukur dan menganalisis pengaruh rasio-rasio keuangan perusahaan *profitability*, *price earning ratio*, *firm size*, *sales growth*, *business risk*, *institutional ownership* terhadap DER.

Teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria: (1) Perusahaan property yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, (2) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan per Desember 2001-2007. Data diperoleh berdasarkan publikasi berdasarkan publikasi Indonesian capital market directory (ICMD). Diperoleh jumlah sample sebanyak sebanyak 20 perusahaan. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi dan F statistic untuk menguji keberartian pengaruh bersama-sama dengan level signifikansi 5%. Selain itu dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji normalitas, uji heterokedastisitas dan uji autokorelasi.

Selama periode pengamatan menunjukkan bahwa data penelitian berdistribusi tidak normal. Berdasarkan hasil penelitian tidak ditemukan variabel yang menyimpang dari asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa data yang tersedia telah memenuhi syarat untuk menggunakan model persamaan linier. Dari hasil analisis menunjukkan data *profitability*, *price earning ratio*, *firm size*, *sales growth*, *business risk*, *institutional ownership* secara parsial signifikan terhadap DER pada level signifikansi kurang dari 5%. Variabel struktur aktiva secara parsial tidak signifikansi terhadap DER. Sementara secara bersama-sama terbukti signifikan berpengaruh terhadap DER pada level signifikansi kurang dari 5%. Dengan nilai adjusted R^2 sebesar 0.331. Namun demikian penelitian hanya terbatas pada enam faktor fundamental perusahaan dengan 20 sampel pada periode pengamatan 7 tahun dari tahun 2001-2007.

Kata-kata kunci: *Debt to equity ratio (DER)*, *profitability*, *price earning ratio*, *firm size*, *sales growth*, *business risk*, *institutional ownership*

KATA PENGANTAR

Penulis panjatkan puji dan syukur kehadiran Allah SWT atas karunia dan rahmat yang telah dilimpahkanNya, khususnya dalam penyusunan laporan penelitian ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengungkapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahan dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Prof. Dr. Augusty Ferdinand, MBA; selaku Ketua Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang
2. Bapak Anis Chariri, SE, Mcom, Phd, Akt selaku pembimbing utama dan Bapak Dr. Purbayu Budi S, MS selaku pembimbing anggota yang dengan sabar telah banyak meluangkan waktu memberikan bimbingan, dorongan, kritik dan saran yang sangat berguna sekali dalam penulisan tesis ini.
3. Para staff/dosen pengajar Program Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.
4. Para staff administrasi Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
5. Seluruh karyawan-karyawati MM UNDIP terima kasih atas bantuan dan kerjasama yang baik selama ini.

6. Bapak Budi Santoso, SE, Ibu Sri Handayani, Mas Bram, Mbak Upi, Dek Ajeng, dan Dek Aditya yang telah memberikan doa dan dorongan semangat sehingga penulis berusaha menyelesaikan cita-cita dan harapan keluarga.
7. Mas Nur terima kasih atas nasehat, kritik serta dorongan sehingga penulis terpacu untuk menyelesaikan dengan tepat waktu.
8. Teman-teman kuliah angkatan 29 pagi (mas Dany P.U, Dheny, dek Amel, kak Ima, Nur, dek Dani, Eva, Aqib, Ika, mas Dibyo, bu Lardin, bu Yani, bu Ida, pak Darwito, pak Balno, mas Haliman, Hanantyo, Devina, mbak Chiara) yang telah memberikan sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama menjadi mahasiswa di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
9. *My new family in pre Employment Trainee* PT.PJBS. Salut atas semangat dan support kalian sehingga penulis dapat menyelesaikan tugas akhir tepat waktu.
10. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu yang telah ikut memberikan *supportnya* dalam menyelesaikan tesis ini.

Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan

Semarang, January 2009

Hanindita Noor Rahmayani

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Persetujuan/Pengesahan	iii
<i>Abstract</i>	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	xi
Daftar Gambar	xii
Daftar Rumus	xiii
Daftar Lampiran	xiv
BAB I . PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan masalah.....	9
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian	12
1.4 Tujuan Penelitian.....	12
1.5 Kegunaan Penelitian.....	12
BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN	
2.1 Telaah Pustaka.....	13
2.1.1. Pecking Order Theory.....	13
2.1.2. Trade off Theory.....	14
2.1.3 Agency Theory.....	15
2.2 Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal.....	17
2.2.1 Profitabilitas.....	17
2.2.2 <i>Price Earning Ratio</i>	18

2.2.3	Ukuran	
	Perusahaan.....	18
2.2.4.	Pertumbuhan Penjualan	19
2.2.5.	Risiko Bisnis.....	20
2.2.6	Kepemilikan Institusional.....	18
2.3	Penelitian terdahulu.....	23
2.4	Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis.....	37
2.4.1	Pengaruh <i>Profitability</i> terhadap DER.....	37
2.4.2	Pengaruh PER terhadap DER.....	39
2.4.3	Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap <i>Debt to Equity</i>	
	<i>Ratio</i>	40
2.4.4	Pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap <i>Debt to</i>	
	<i>Equity Ratio</i>	41
2.4.5	Pengaruh <i>Business Risk</i> terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> .	
	42
2.4.6	Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap <i>Debt to</i>	
	<i>Equity Ratio</i>	43

BAB III. METODE PENELITIAN

3.1	Definisi Operasional Variabel.....	46
3.2	Jenis dan Sumber Data.....	48
3.3	Populasi dan Sampel Penelitian.....	49
3.4	Metode Pengumpulan Data.....	50
3.5	Teknik Analisis.....	51

3.6. Uji Asumsi Klasik.....	52
3.7 Pengujian Hipotesis.....	54
3.8 Koefisien Determinasi.....	57

BAB IV PEMBAHASAN

4.1 Data deskriptif.....	58
4.1.1 Deskriptif Total Aset.....	59
4.2.1 Deskriptif Jumlah Hutang.....	59
4.2 Hasil Uji Asumsi Klasik.....	62
4.2.1 Hasil Uji Normalitas.....	62
4.2.2 Hasil Uji Multikolinieritas.....	65
4.2.3 Hasil Uji Autokorelasi.....	66
4.2.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	68
4.3 Pengujian Hipotesis.....	69
4.3.1 Uji F & Koefisien Determinasi.....	69
4.3.2 Analisis Pengaruh Secara Parsial (Uji t).....	70
4.4 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik.....	72
4.4.1 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik uji t untuk H1.....	72
4.4.2 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik uji t untuk H2.....	73
4.4.3 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik uji t untuk H3.....	74
4.4.4 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik uji t untuk H4.....	75
4.4.5 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik uji t untuk H5.....	75
4.4.6 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik uji t untuk H6.....	76

BAB V SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Simpulan.....77

5.2 Implikasi Kebijakan Perusahaan Property & Real Estate.....78

5.3 Keterbatasan Penelitian.....80

5.4 Agenda Penelitian Mendatang.....80

DAFTAR PUSTAKA81

DAFTAR RIWAYAT HIDUP.....88

DAFTAR TABEL

Halaman	
Tabel 1.1	3
Tabel 2.1.....	29
Tabel 3.1.....	47
Tabel 3.2.....	49
Tabel 3.3.....	50
Tabel 4.1.....	59
Tabel 4.2.....	60
Tabel 4.3.....	61
Tabel 4.4.....	65
Tabel 4.5.....	66
Tabel 4.6.....	67
Tabel 4.7.....	68
Tabel 4.8.....	70
Tabel 4.9.....	71

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1	15
Gambar 2.2.....	44
Gambar 3.1.....	55
Gambar 3.2.....	56
Gambar 4.1.....	63
Gambar 4.1.....	67
Gambar 4.2.....	68

DAFTAR RUMUS

	Halaman
Rumus 1 DER	44
Rumus 2 ROI	44
Rumus 3 PER	44
Rumus 4 Size	45
Rumus 5 PP	45
Rumus 6 DOL	45
Rumus 7 Institutional ownership	45

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Persaingan dalam dunia bisnis dan ekonomi yang semakin keras telah membuat suatu perusahaan berusaha meningkatkan nilai perusahaan. Menghadapi kondisi demikian, setiap perusahaan dituntut untuk mampu membaca dan melihat situasi yang terjadi sehingga dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemen baik di bidang pemasaran, produksi, sumber daya manusia dan juga keuangan dengan baik agar dapat lebih unggul dalam persaingan. Hal ini dapat dimengerti, mengingat perusahaan yang mempunyai banyak aset fisik akan lebih rendah risiko gagal bayar hutangnya daripada perusahaan yang mengandalkan aset-aset non fisik. Aset fisik atau aset berupa benda-benda yang kongrit seperti perumahan komersial dapat menyelamatkan perusahaan dari risiko kepailitan, sedangkan aset non fisik atau aset berupa hal-hal abstrak tidak dapat menyelamatkan perusahaan dari risiko kepailitan. Bila perusahaan yang mempunyai aset fisik seperti perumahan komersial mengalami kesulitan dalam melunasi hutangnya, perusahaan ini dapat melunasinya dan menghindari vonis kepailitan dari pengadilan dengan cara menjual aset-aset fisik perusahaan dan aset-aset non fisik perusahaan. (Myers dan Brealy, 1991).

Suatu keputusan yang diambil manajer dalam suatu pembelanjaan harus dipertimbangkan secara teliti mengenai sifat dan biaya dari sumber dana yang dipilih, karena masing-masing sumber dana tersebut memiliki konsekuensi

finansial yang berbeda. Sumber dana perusahaan adalah semua perkiraan yang terdapat pada sisi pasiva neraca, mulai dari hutang dagang hingga laba ditahan. Keseluruhan tersebut lebih dikenal sebagai struktur keuangan.

Perusahaan dalam mempertahankan eksistensinya di dunia bisnis dan ekonomi yang semakin keras, membuat perusahaan berusaha meningkatkan nilai perusahaan. Menghadapi kondisi demikian, setiap perusahaan dituntut untuk mampu membaca dan melihat situasi yang terjadi sehingga dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemen baik di bidang pemasaran, produksi, sumberdaya manusia dan juga keuangan dengan baik agar dapat lebih unggul dalam persaingan.

Suatu keputusan yang diambil manajer dalam suatu pembelajaran harus dipertimbangkan secara teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang dipilih karena masing-masing sumber dana memiliki konsekuensi finansial yang berbeda. Sumber dana perusahaan adalah semua perkiraan yang terdapat pada sisi pasiva neraca, mulai dari hutang dagang hingga laba ditahan. Keseluruhannya ini dikenal sebagai struktur keuangan.

Ditinjau dari asalnya menurut Riyanto (2001: 214), sumber dana dapat dibedakan menjadi sumber dana perusahaan intern dan sumber dana perusahaan ekstern. Dana intern adalah dana yang dihasilkan sendiri dalam perusahaan yaitu laba ditahan. Dana ekstern adalah dana dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian dalam perusahaan. Metode pemenuhan kebutuhan akan dana dengan cara ini disebut metode pembelanjaan dengan hutang (*debt financing*). Sedangkan dana dari pemilik, peserta pengambil bagian dalam perusahaan akan

menjadi modal sendiri perusahaan tersebut. Metode pemenuhan dana dengan cara ini disebut metode pembelanjaan modal sendiri (*equity financing*).

Penentuan proporsi hutang dan modal sendiri dalam penggunaannya sebagai sumber dana perusahaan berkaitan erat dengan istilah struktur modal. Dalam usaha peningkatan nilai perusahaan, hal yang tidak dapat dipisahkan adalah bagaimana penentuan struktur modal yang dilakukan oleh manajemen dan para pemegang saham perusahaan. Struktur modal merupakan perbandingan hutang dan ekuitas (Husnan, 1998). Keinginan untuk mewujudkan struktur modal yang optimal sudah menjadi perhatian para praktisi dan akademisi. Rasio antara sumber dana dari pihak ketiga terhadap ekuitas disebut sebagai *debt to equity ratio* (DER). Rasio DER menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER, maka semakin tinggi risiko perusahaan, karena pendanaan (*financing*) dari hutang semakin besar pula. Menurut Brigham (1983) investor cenderung lebih tertarik pada tingkat DER tertentu yang besarnya kurang dari satu, karena jika lebih dari satu menunjukkan risiko perusahaan yang tinggi.

Berdasarkan *Indonesian Stock Exchange Watch (IDX)* periode 2005 sampai dengan periode 2007 ditampilkan jumlah perusahaan property dan real estate di BEI dengan rasio DER lebih dari satu dan rasio DER kurang dari satu. Hal tersebut menggambarkan fenomena DER perusahaan yang dapat dijadikan data penelitian ini mengenai kondisi yang sebenarnya. Adapun jumlah perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2005-2007 dengan DER lebih dari satu dan DER kurang dari satu tersebut tampak dalam tabel 1.1 berikut:

Tabel 1.1
Jumlah Perusahaan Sektor Properti dan Real Estate yang *listed* di BEI

tahun 2005-2007 dengan DER lebih dari 1 dan DER kurang dari 1

DER	Jumlah Perusahaan			Prosentase (%)		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
DER>1	10	11	10	50%	55%	50%
DER<1	10	9	10	50%	45%	50%
TOTAL	20	20	20	100	100	100

Sumber: *Indonesian Stock Exchange Watch (IDX),2007*

Berdasarkan tabel 1.1 tersebut diatas menggambarkan bahwa pada tahun 2005 sampai dengan tahun 2007 menunjukkan bahwa pada tahun 2005 terdapat sepuluh perusahaan atau sebesar 50% yang tingkat DER nya lebih besar dari satu, untuk tahun 2006 terdapat sebelas perusahaan atau sebesar 55% perusahaan dengan tingkat DER lebih besar dari satu, pada tahun 2007 terdapat sepuluh perusahaan atau sebesar 50% perusahaan dengan tingkat DER lebih besar dari satu. Dengan demikian selama periode tahun 2005 sampai 2007 terdapat lebih dari 50% perusahaan property dan real estate yang *listed* di BEI mempunyai tingkat DER yang lebih besar dari satu, artinya mempunyai proporsi hutang lebih besar daripada modal sendiri. Namun demikian, jika kegiatan atau proyek yang dilakukan manajemen memberikan pengembalian yang lebih tinggi dari biaya modalnya, kondisi tersebut justru memberikan keuntungan bagi perusahaan. Oleh karena itu jika manajemen memiliki kepemilikan saham perusahaan, maka manajemen akan bekerja sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yaitu memilih investasi yang memaksimumkan tingkat pengembaliannya dan meminimumkan biaya modalnya.

Kebijakan struktur modal yang diputuskan oleh pihak manajemen sering menimbulkan konflik terutama dengan para pemegang saham. Konflik tersebut

muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik (pemegang saham). Pada dasarnya perusahaan didirikan untuk mencapai tujuan utama yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Sementara para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai kepentingan terhadap kemakmuran individu, pemenuhan gaya hidup, peningkatan prestasi individu dan kenaikan kompensasi yang akan diterima. Lambert (2001) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi *utilitas principal* (pemilik) dengan manfaat dan insentif yang diterima oleh agen (manajemen). Adanya kepentingan yang berbeda sering memunculkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Untuk mengatasi konflik antara pemegang saham dengan manajemen dapat dilakukan melalui empat mekanisme antara lain: (1) memberikan atau meningkatkan kepemilikan manajemen di dalam perusahaan (*insider shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan merasakan langsung dari hasil keputusan yang diambil; (2) meningkatkan *dividend payout ratio*; (3) meningkatkan pendanaan dengan hutang; serta (4) menguatkan kepemilikan *institutional investor* (Wahidahwati, 2002).

Hasil penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995); Wald (1999); Booth *et al* (2001); Hidayat (2001); Ozkan (2003) dan Mohammad, *et al* (1998) menyebutkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian yang berbeda ditemukan oleh Mayangsari

(2000); Kaaro (2000); dan Nugroho (2006) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Penelitian Sartono dan Sriharto (1999) menunjukkan hasil bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Munir (1997) dan Nugroho (2006) menyatakan bahwa PER memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal yang diproksi menggunakan DER. Sejalan dengan studi yang dilakukan oleh Ravid dan Syariq (1991) yang menyatakan bahwa perusahaan yang baik ternyata membayar dividen lebih banyak dan mempunyai derajat leverage lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak membayar dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Mptaata dan Sartono (1998) juga membuktikan bahwa struktur modal yang diproksi dengan leverage mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap PER. Penelitian lain yang dilakukan oleh Saptono (2002); dan Suranta dan Mediatuty (2003) menunjukkan bahwa PER tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Ang (1997) menyatakan bahwa semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif besar daripada modal sendiri akan meningkatkan struktur modal yang diproksi melalui DER. Homaifar, *et al* (1994); Ozkan (2001); dan Suranta dan Mediatuty (2003) menemukan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara *firm size* dan struktur modal. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hidayat (2001); Wahidahwati (2002); Fitrijanti dan Riyanto (2002); Bhaduri (2002) menyatakan bahwa *firm*

size mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan Jensen, *et al* (1992); dan Mayangsari (2001) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap struktur modal.

Perbedaan hasil dengan variabel pertumbuhan penjualan (*sales growth*) terjadi antara penelitian yang dilakukan Mayangsari (2000), yang menyatakan bahwa hubungan antara pertumbuhan penjualan dengan struktur modal memiliki pengaruh yang positif dan signifikan, dengan penelitian yang dilakukan oleh Mohammad *et al* (1999) yang menemukan bahwa variabel pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Penelitian lain oleh Sartono dan Sriharto (1999) menyatakan bahwa tidak menemukan adanya hubungan signifikan terhadap struktur modal.

Bagnani, *et al* (1994); Bayless, *et al* (1994); Cassar dan Holmes (2003); Ozkan (2001) menemukan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara risiko bisnis dengan struktur modal. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Tedjasusmana (1998); dan Meivinita (1999) menemukan adanya pengaruh positif dan signifikan antara risiko bisnis dengan struktur modal. Cherry, *et al* (1995) menyatakan bahwa hubungan risiko bisnis dengan leverage sangat lemah. Pendapat ini sejalan dengan penelitian Tittman dan Wessels (1988); Wald (1999); Mutamimah (2003); dan Nugroho (2006) yang menyatakan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Wediniarti (2006) menemukan bahwa semakin besar tingkat risiko perusahaan akan menurunkan jumlah hutang dalam struktur modalnya. Karena perusahaan dengan risiko bisnis besar, otomatis harus menggunakan hutang yang

lebih kecil, sebab penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam pengembaliannya.

Penelitian Mohammad, *et al* (1998) memperoleh hasil bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan. Hasil yang sama juga diperoleh oleh Wahidahwati (2002) serta Bathala, *et al* (1994). Hasil yang berbeda diperoleh Chen dan Strange (2005) dalam penelitiannya yang dilakukan menemukan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal serta arah penelitiannya menunjukkan hasil yang positif.

Selain faktor-faktor yang menjadi pertimbangan tersebut, menurut Hall, *et al* (2004), struktur modal dan faktor-faktor determinannya bervariasi pada tiap negara karena adanya perbedaan-perbedaan dalam perilaku peminjaman, ketentuan-ketentuan informasi yang harus diberikan pada bank, hubungan perusahaan dengan bank, pajak, dan kondisi ekonomi, sosial dan budaya yang berbeda. Hall, *et al* (2004) melakukan penelitian pada struktur modal perusahaan-perusahaan kecil dan menengah di Eropa untuk mengetahui bahwa pada masing-masing negara di Eropa, faktor-faktor determinan kebijakan struktur modal mereka berlainan. Selain itu banyak juga penelitian-penelitian yang dilakukan untuk melihat perbedaan struktur modal pada perusahaan-perusahaan besar dan kecil, untung dan rugi, dan pada perusahaan-perusahaan yang berbeda sektor di luar negeri.

Berdasar pada penemuan di atas, maka penelitian ini menggunakan data masa lalu berupa faktor-faktor penentu struktur modal dan struktur modal perusahaan yang diproksi menggunakan *debt to equity ratio (DER)* perusahaan untuk mencari perilaku keputusan pendanaan perusahaan. Dengan demikian, berdasar pada kenyataan bahwa keputusan pendanaan dipengaruhi oleh keputusan pendanaan di masa lalu dan karena banyak penelitian yang mengabaikan dana dari hutang, maka tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah perubahan *DER* disebabkan oleh perubahan berbagai faktor penentu keputusan struktur modal perusahaan. Faktor-faktor yang diduga mempengaruhi struktur modal dalam penelitian ini adalah profitabilitas, *price earning ratio (PER)*, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, risiko bisnis, dan *institutional ownership* pada perusahaan sektor properti dan real estate periode tahun 2001 sampai dengan 2007.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* untuk variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal terdapat enam variabel yang diduga berpengaruh terhadap struktur modal yaitu profitabilitas, PER, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, risiko bisnis, dan kepemilikan institusional dalam pengaruhnya terhadap struktur modal yaitu: Variabel profitabilitas ditemukan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal oleh Rajan dan Zingales (1995); Wald (1999); Booth *et al* (2001); Hidayat (2001); Ozkan (2003) dan Mohammad, *et al* (1998), namun dinyatakan mempunyai pengaruh negatif dan signifikan oleh Mayangsari (2000); Kaaro

(2000); dan Nugroho (2006), serta dinyatakan tidak memiliki hubungan oleh Sartono dan Sriharto (1999).

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan oleh Variabel PER dalam penelitian Munir (1997), Nugroho (2006) dan Fitrijanti dan Hartono (2002) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Namun hasil penelitian yang berbeda ditemukan oleh Mptaata dan Sartono (1998), Raharjanti (2007), Retyansari (2005) dan Indah (2003) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara PER dan struktur modal perusahaan. Sedangkan menurut Kamal (2006), Saptono (2002), dan Suranta dan Mediatuty (2003) menyatakan bahwa tidak ada pengaruh signifikan antara PER dengan struktur modal perusahaan.

Penemuan yang dilakukan oleh Homaifar, *et al* (1994); Ozkan (2001); dan Suranta dan Mediatuty (2003) menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan (*size*) mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, namun tidak sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Hidayat (2001); Wahidahwati (2002); Fitrijanti dan Riyanto (2002); Bhaduri (2002) menyatakan bahwa *firm size* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan Jensen, *et al* (1992); dan Mayangsari (2001) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap struktur modal. Hasil studi yang dilakukan oleh Mayangsari (2000) menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap struktur modal, namun menurut Mohammad *et al* (1999) yang menemukan bahwa variabel pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap

struktur modal. Penelitian lain oleh Sartono dan Sriharto (1999) menyatakan bahwa tidak menemukan adanya hubungan signifikan terhadap struktur modal.

Studi mengenai risiko bisnis yang telah dilakukan oleh Bagnani, *et al* (1994); Bayless, *et al* (1994); Cassar dan Holmes (2003); Ozkan (2001) menemukan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara **risiko bisnis** dengan struktur modal. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Tedjasusmana (1998); dan Meivinita (1999) menemukan adanya pengaruh positif dan signifikan antara risiko bisnis dengan struktur modal. penelitian yang dilakukan oleh Cherry, *et al* (1995) menyatakan bahwa hubungan risiko bisnis dengan leverage sangat lemah. Pendapat ini sejalan dengan penelitian Tittman dan Wessels (1988); Wald (1999); Mutamimah (2003); dan Nugroho (2006) yang menyatakan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian Mohammad, *et al* (1998); Wahidahwati (2002) serta Bathala, *et al* (1994) memperoleh hasil bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil yang berbeda diperoleh Chen dan Strange (2005) menemukan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal serta arah penelitiannya menunjukkan hasil yang positif.

Atas dasar *research gap* dari hasil penelitian sebelumnya dan perlunya perluasan penelitian yang didukung oleh teori yang mendasari, maka diajukan permasalahan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dimana terdapat enam variabel yang diduga berpengaruh terhadap struktur modal. Keenam variabel tersebut adalah: profitabilitas, PER, ukuran perusahaan, pertumbuhan

penjualan, risiko bisnis, dan kepemilikan institusional untuk studi empiris pada perusahaan sektor property dan real estate yang terdaftar di BEI periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

1. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal?
2. Apakah *price earning ratio (PER)* berpengaruh terhadap struktur modal?
3. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal?
4. Apakah pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap struktur modal?
5. Apakah resiko bisnis berpengaruh terhadap struktur modal?
6. Apakah *institutional ownership* berpengaruh terhadap struktur modal?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal.
2. Menganalisis pengaruh *price earning ratio (PER)* terhadap struktur modal.
3. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal.
4. Menganalisis pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal.
5. Menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal.
6. Menganalisis pengaruh *institutional ownership* terhadap struktur modal.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Beberapa manfaat yang bisa diberikan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 5 Dapat memberikan manfaat dalam hal pengembangan ilmu ekonomi, khususnya manajemen keuangan, melalui pendekatan dan metode yang digunakan, terutama pengaruh karakteristik kepemilikan dan karakteristik keuangan terhadap keputusan pendanaan.
- 6 Sebagai bahan pertimbangan bagi pemegang saham, kreditur dan manajemen dalam mengambil kebijakan struktur modal yang berkaitan dengan profitabilitas, *price earning ratio (PER)*, ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan penjualan, risiko bisnis, dan *institutional ownership*.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 *Pecking Order Theory*

Pecking order theory (POT) menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang profitable umumnya meminjam dalam jumlah sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena mereka mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit (Husnan, 2000:35).

Adedeji (1998) menyimpulkan ada dua pandangan berbeda mengapa perusahaan lebih menyukai hutang daripada penerbitan saham baru karena *flotation cost* dari hutang lebih kecil dari saham baru. Pendapat kedua adalah bahwa penjualan saham baru tidak menarik bagi pemilik saham lama karena biasanya hal itu memacu penurunan saham yang telah ada.

POT adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi, yaitu manajemen perusahaan tahu lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan investor pasar modal. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Baskin (1989) mengemukakan bahwa penerbitan ekuitas-ekuitas baru menyebabkan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham turun. Selain itu, Baskin (1989) mengemukakan bahwa asimetri informasi selain akan menghambat kemampuan perusahaan dalam menaikkan dana melalui penerbitan saham baru, juga akan menciptakan elastisitas permintaan yang tidak sempurna dari dana ekuitas dengan membatasi akses terhadap laba ditahan.

Chen dan Strange (2005) mengungkapkan bahwa POT menganggap tidak ada struktur modal yang optimal untuk memaksimumkan nilai perusahaan. Manajer keuangan menggunakan hutang atau ekuitas murni berdasar pada biaya modal. Dalam penelitian ini POT diwakili variabel profitabilitas, *price earning ratio (PER)* dan pertumbuhan penjualan.

2.1.2 Trade off Theory

Brealey dan Myers (1991) dalam Nugrahaini (2006) Teori *trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan. Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang, dimana dalam keadaan pajak nilai perusahaan akan naik minimal dengan biaya modal yang minimal. Asumsi dasar yang digunakan dalam teori *trade off* adalah adanya informasi simetris yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan, yaitu adanya informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan dimana perusahaan dapat menyampaikan informasi kepada public.

Teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh pada saat terjadinya keseimbangan antara keuntungan *tax shield of leverage* dengan *financial distress* dan *agency cost of leverage*. Model ini secara implicit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrument pembiayaan maupun sumber eksternal secara teoritis didasarkan pada dua kerangka teori yaitu *balance theory* dan *pecking order theory*. Dalam penelitian ini *trade of theory* diwakili variabel resiko bisnis dan ukuran perusahaan.

6.1.1 Agency Theory

Agency theory merupakan model yang digunakan untuk menjelaskan permasalahan (*conflict*) antara manajemen dan pemilik (Lambert, 2001). *Agency conflict* terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dengan *agent*. Model *principal agent* dapat digambarkan dalam gambar 2.1 sebagai berikut:

Gambar 2.1
Model Hubungan Principal-Agent



Sumber: Lambert (2001)

Pada gambar tersebut “s” menunjukkan fungsi kompensasi yang akan dijadikan dasar dan bentuk fungsi yang menghubungkan pengukuran kinerja dengan kompensasi agen; “y” menunjukkan vector pengukuran kinerja berdasarkan kontrak. Berdasarkan kontrak tersebut agen akan menyeleksi dan atau melakukan aktivitas (action “a”), yang meliputi keputusan operasional, kebijakan pendanaan atau kebijakan investasi lainnya. Sedangkan “x” menunjukkan “outcome” atau hasil yang diperoleh perusahaan yang merupakan realisasi pengukuran kinerja yang dilakukan oleh agen.

Konflik keagenan (*agency conflict*) muncul dari perbedaan kepentingan antara *agent* dan *principal* (Lambert, 2001; Sloan, 2001; dan Bushman dan Smith, 2001). Lebih jauh Lambert (2001) menyatakan bahwa kebijakan

pendanaan merupakan salahsatu fungsi dari *agent select action- a*. Dari pernyataan ini mengandung arti bahwa kebijakan pendanaan merupakan aktivitas (*action*) yang dilakukan oleh manajemen (*agent*).

Kebijakan pendanaan yang merupakan salahsatu action “a” dari manajemen akan mempengaruhi kinerja perusahaan (Lambert, 2001). Action yang tercermin dalam kebijakan pendanaan merupakan aktivitas yang dilakukan oleh manajemen dalam rangka pencarian sumber dana (*financing*) untuk membiayai operasional perusahaan.

Teori keagenan juga menyatakan bahwa konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (Wahidahwati, 2002). Namun munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Wahidahwati, 2002). Biaya keagenan dapat dikurangi dengan beberapa alternatif antara lain: memberikan atau meningkatkan kepemilikan manajemen di dalam perusahaan (*insider shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan merasakan langsung dari hasil keputusan yang diambil; kedua adalah meningkatkan dividend payout ratio; ketiga meningkatkan pendanaan dengan hutang; dan keempat dengan adanya *institutional investor* (Wahidahwati, 2002).

Pihak manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda dengan pemegang saham. Manajemen lebih berkepentingan untuk mendapatkan kompensasi dari hasil operasional perusahaan yang dijalankan. Kepentingan yang

berbeda tersebut menyebabkan adanya konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Struktur kepemilikan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* saja, tetapi juga ditentukan oleh prosentase kepemilikan oleh manajer dan institusional.

Kebijakan pendanaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Keputusan yang diambil oleh manajemen dalam pencarian sumber dana tersebut sangat dipengaruhi oleh para pemegang saham. Sesuai dengan tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham, maka setiap kebijakan yang akan diambil oleh pihak manajemen selalu dipengaruhi oleh keinginan para pemegang saham. Dalam penelitian ini *agency theory* diwakili variabel *institutional ownership*

2.2 Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal

2.2.1 Profitabilitas

Rajan dan Zingales, 1995 menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal salah satunya adalah variabel profitabilitas pada perusahaan manufaktur di negara-negara anggota G-7 (Amerika, Jepang, Jerman, Perancis, Italia, Inggris dan Kanada). Hasil penelitian mengenai keterkaitan antara profitabilitas dan rasio hutang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki hubungan yang negatif dengan pemakaian hutang (kecuali Jerman). Hubungan antara profitabilitas dengan pemakaian hutang oleh suatu perusahaan diprediksikan bernilai negatif karena perusahaan dengan tingkat profitabilitas

tinggi cenderung memilih pembiayaan melalui *internal fund* daripada dengan hutang (Myers dan Majluf, 1984 dalam Sartono dan Sriharto, 1999).

2.2.2 Price Earning Ratio (PER)

Rasio pengukuran yang paling komprehensif tentang prestasi perusahaan adalah PER, karena rasio penilaian tersebut mencerminkan perpaduan antara pengaruh rasio resiko, yaitu: rasio likuiditas dan leverage serta rasio pengembalian aktivitas dan profitabilitas (Weston dan Copeland, 1997).

Price earning ratio (PER) merupakan rasio antara harga saham (penutupan) perlembar saham terhadap laba per lembar saham (*earning per share- EPS*). Semakin tinggi PER, perusahaan dinilai semakin baik oleh investor, tetapi juga mempunyai risiko yang semakin tinggi pula. Sebaliknya, jika PER semakin rendah (di bawah rata-rata industri) perusahaan tersebut dinilai semakin jelek kinerjanya oleh investor (Brigham, 1983: 220 dan 222).

2.2.3 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini maksudnya adalah jumlah aktiva perusahaan pada satu periode tahun tertentu (Homaifar, 1994 dalam Widodo , 2001). Variabel ukuran perusahaan diukur dalam satuan rupiah.

Menurut Werdiniarti (2006) dalam penelitiannya pada industri manufaktur periode tahun 2000-2004, menemukan bahwa besarnya suatu perusahaan tidak mempengaruhi besarnya hutang perusahaan, karena dalam pengambilan kebijakan

pendanaan, manajer perusahaan lebih melihat kinerja perusahaan yang tercermin melalui pertumbuhan assetnya.

Perusahaan besar lebih terdiversifikasi (Titman dan Wessels, 1988), lebih mudah dalam mengakses pasar modal, menerima rating kredit yang tinggi, dan membayar tingkat suku bunga rendah (Ferri dan Jones, 1979 dalam Mutamimah, 2003). Menurut Chung (dalam Ozkan, 2001) menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung mempunyai biaya keagenan rendah yang terkait dengan substitusi aset dan masalah underinvestment. Perusahaan kecil sangat mungkin untuk dilikuidasi pada saat perusahaan mengalami kesulitan untuk membayar utang-utang mereka (Ozkan, 2001).

Menurut Riyanto (1995), suatu perusahaan yang besar dimana saham perusahaan tersebar luas, setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau bergesernya pengendalian dari pihak yang dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya perusahaan yang kecil dimana sahamnya tersebar hanya di lingkungan kecil, penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian maka perusahaan yang besar akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualan jika dibanding dengan perusahaan kecil.

Oleh karena itu perusahaan besar cenderung menerbitkan hutang lebih besar dibandingkan perusahaan kecil.

2.2.4 Pertumbuhan Penjualan

Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi, harus menyediakan modal yang cukup untuk membiayai perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat (Weston dan Brigham, 1994). Bagi perusahaan dalam tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang tinggi kecenderungan perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber dana eksternal lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah.

Studi tentang variabel pertumbuhan penjualan dalam perusahaan telah diuji secara empiris oleh peneliti terdahulu yang antara lain telah dilakukan oleh Carleton dan Silberman (1977), Barton *et.al* (1989) dan Kaaro (2001). Studi Carleton dan Silberman (1977) menunjukkan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan Kaaro (2001) dan Ozkan (2001) bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio (DER)*. Namun hasil penelitian Barton, *et al* (1989) membuktikan sebaliknya bahwa penjualan berpengaruh positif terhadap *debt equity ratio (DER)*.

2.2.5 Risiko bisnis

Perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang lebih kecil dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis yang rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang besar akan mempersulit

perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka. Wald (1999) mengemukakan bahwa risiko bisnis merupakan fungsi ketidakpastian dari proyeksi tingkat pengembalian aset perusahaan di masa depan. Suatu perusahaan dikatakan memiliki risiko bisnis yang tinggi apabila perusahaan tersebut memiliki ketidakpastian yang tinggi dari tingkat pengembalian atas asetnya. Ketidakpastian pengembalian aset perusahaan dimasa depan akan mempengaruhi keakuratan perusahaan untuk memprediksi pendapatan yang akan diterimanya di masa depan.

Bayles dan Diltz (1994) menemukan hubungan negatif antara risiko perusahaan dengan hutang. Ferri dan Jones (1979) dalam Mutamimah (2003) menemukan hubungan negatif antara variasi income dengan hutang. Sementara Kale, Noel, dan Ramirez (1991) dalam Mutamimah (2003) menemukan hubungan antara level debt optimal dengan risiko bisnis seperti bentuk “U”. Hasil ini karena adanya kenyataan bahwa *tax liability* adalah portofolio opsi, yang berarti jangka panjang dalam opsi *personal tax*. Proksi dari risiko bisnis adalah standart deviasi dari delta sales selama periode tersebut dibagi dengan rata-rata nilai total asset selama periode tersebut. Cherry dan Spreadley (1995) menyatakan bahwa hubungan risiko bisnis dengan leverage sangat lemah.

Perusahaan yang mempunyai stabilitas pendapatan yang tinggi akan mampu memenuhi kewajibannya tanpa perlu menanggung risiko kegagalan. Perusahaan yang mempunyai pendapatan yang stabil akan mampu mempertahankan tingkat laba sehingga akan mampu memenuhi kewajibannya sebagai biaya tetap. Penelitian yang dilakukan oleh Chung (1993) mengemukakan

bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan maka perusahaan tersebut cenderung untuk mempunyai tingkat hutang yang sedikit.

2.2.6 Kepemilikan Institusional

Konsep *Agency Theory* yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976), Fama (1980) dan Myers (1977), ternyata dapat memberikan perspektif lain mengenai struktur modal. Dengan mengkategorikan pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan, yaitu manajemen, pemegang saham dan kreditor, ternyata terdapat interaksi antar pihak yang berkepentingan dalam suatu perusahaan. Asumsinya, masing-masing pihak mempunyai kepentingan sendiri dan kemampuan untuk menyamakan kepentingan yang berbeda-beda, yang selanjutnya akan menentukan kesuksesan perusahaan.

Bila dihubungkan dengan konsep struktur modal, menurut Jensen dan Meckling, penggunaan instrumen utang dan ekuitas akan menimbulkan biaya keagenan (*agency costs*) – untuk masing-masing instrumen. Sudah menjadi tugas manajemen untuk menentukan komposisi yang seimbang antara utang dan ekuitas sehingga total biaya keagenan paling minimal. Pada titik keseimbangan itulah nilai perusahaan akan mencapai titik maksimal. Selain itu, manajemen juga harus berusaha meminimalisasi kemungkinan terjadinya konflik antar pihak yang berkepentingan dalam perusahaan. Karena, bila terjadi konflik atau perbedaan pandangan (kepentingan) antar pihak yang terlibat dalam perusahaan, maka konflik ini justru meningkatkan *agency cost* (biaya yang dikeluarkan prinsipal untuk mengawasi kerja agen). Menurut Emery (dalam Ariyanto 2002),

berdasarkan konsep pasar tak sempurna tentang struktur modal bahwa semakin besar utang maka makin besar pula *agency cost*, yang akhirnya akan mengurangi nilai perusahaan – meski masih ada faktor *agency cost of equity* yang juga harus diperhitungkan.

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi dalam hal ini institusi pendiri perusahaan, bukan institusi pemegang saham publik yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi intern. Pengukuran ini mengacu dari penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007). Sudarma (2003), Friend dan Hasbrouk (1988).

Kepemilikan manajerial secara teoritis mempunyai hubungan dengan *leverage*. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah utang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik.

Variabel ini diberi simbol (INST) yaitu proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam %. Variabel ini akan menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam perusahaan. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer. Dengan tingkat institusi yang tinggi akan

mengurangi *agency cost* sehingga diharapkan variabel ini memiliki koefisien yang negatif terhadap rasio hutang.

2.3 Penelitian Terdahulu

Myers dan Majluf (1984) , menguji pengaruh *dividend per share* (DPS), pertumbuhan aset, ROA, laba ditahan terhadap DER. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa semua variabel berpengaruh signifikan terhadap DER.

Agrawal dan Mandelkar (1987) melakukan penelitian untuk mengetahui hubungan antara *common stock dan option holdings* dari manajer dan pilihan-pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decision*) oleh perusahaan. Berdasarkan penelitian tersebut ditemukan bahwa: pertama jumlah saham yang dipegang oleh para manajer pada perusahaan yang *variance return* nya meningkat pada pengumuman investasi lebih besar daripada prosentase saham perusahaan yang dipegang oleh para manajer yang *variance return* nya menurun, kedua adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki *insider* dengan *debt ratio*, dalam hal ini saham yang dipegang oleh manajer perusahaan dengan DER yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dipegang oleh para manajer perusahaan yang memiliki DER menurun.

Titman dan Wessel (1988) menganalisis delapan faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal perusahaan, yaitu aset yang dijadikan jaminan, penghematan pajak selain hutang, pertumbuhan, keunikan, jenis industri, ukuran perusahaan, volatilitas pendapatan dan keuntungan. Bahwa hasil penelitian ini yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan

diantaranya adalah keunikan, keuntungan, jenis industri dan ukuran perusahaan. Sedangkan keempat variabel yang lain tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Jensen, *et al.* (1992) meneliti interaksi antara insider ownership dengan kebijakan hutang (DER). Dalam penelitian ini ditemukan bahwa terdapat hubungan antara insider ownership dengan keputusan finansial perusahaan. Meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen akan menurunkan jumlah hutang, sehingga insider ownership berhubungan negatif. Faktor-faktor yang berpengaruh pada kebijakan hutang adalah *insider ownership*, profitabilitas dan pertumbuhan aset. Sedangkan faktor-faktor yang tidak berpengaruh terhadap struktur modal adalah dividen dan ukuran perusahaan.

Bagnani, *et al* (1994) menguji pengaruh kepemilikan saham manajemen, financial leverage, risiko bisnis, ukuran perusahaan dan karakteristik obligasi terhadap return saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajemen, *financial leverage*, risiko bisnis, ukuran perusahaan dan karakteristik obligasi berpengaruh signifikan terhadap return saham.

Homaifar *et al.*, (1994) menemukan kerja empiris dari teori Bradley *et al.*, (1984) dan Titman dan Wessels (1988) dalam dua cara yang berhubungan, yaitu: menjelaskan model yang lebih komprehensif dari struktur modal dengan memasukkan tingkat pajak perusahaan serta memberikan perkiraan keadaan kesetimbangan tetap dalam jangka panjang. Mereka mengidentifikasi tujuh atribut dalam penentuan *leverage ratio* (*corporate tax rate, non debt tax shields ratio, firm size, future growth opportunities, capital market conditions, inflation*

rate, dan *earning volatility*) dan membuat beberapa kesimpulan, antara lain: dalam jangka panjang leverage ratio berhubungan positif dengan *corporate tax rate*. Kemudian hubungan leverage ratio dan *non debt tax shield*, *firm size* berpengaruh signifikan positif. Future growth opportunity berpengaruh signifikan negatif, serta *capital market conditions* dan *earning volatility* mempunyai koefisien signifikan negatif terhadap leverage.

Tedjasusmana (1998) dalam Indradjaja (2006) melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta terhadap perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri kimia atau farmasi yang *Go Public*, dan menggunakan data laporan keuangan selama periode tahun 1991 sampai dengan 1996. Hasil analisis menunjukkan bahwa struktur aktiva dan derajat operating leverage mempunyai hubungan yang searah terhadap struktur modal, sedangkan variabel intensitas aktiva, ukuran perusahaan dan biaya hutang berbanding terbalik terhadap struktur modal perusahaan.

Meivinita (1999) dalam Indradjaja (2006) melakukan studi terhadap perusahaan jasa perhotelan yang *Go Public* di Indonesia selama delapan tahun (1990-1997), hasil studi menunjukkan bahwa variabel struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, operating leverage, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Variabel ROA dan stabilitas arus kas menunjukkan hubungan yang negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Windhyastiti (1999) dalam Indradjaja (2006) melakukan penelitian terhadap industri manufaktur (makanan dan minuman) dan industri jasa

(pembiayaan) yang periode penelitiannya dari tahun 1993 sampai dengan 1996. Hasil analisis untuk industri makanan dan minuman menunjukkan terdapat hubungan positif antara struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan operating leverage terhadap struktur modal, serta mempunyai pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan struktur modal. Hasil analisis untuk lembaga pembiayaan menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif, sedangkan variabel struktur aktiva, pertumbuhan penjualan dan operating leverage berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Kaaro (2000) menyatakan bahwa pendekatan pertumbuhan perusahaan merupakan komplemen profitabilitas sebagai proksi *pecking order theory* untuk menilai prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Dua pertumbuhan perusahaan yang terkait tetapi memiliki implikasi yang berbeda terhadap leverage adalah pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan total aktiva. Pertumbuhan penjualan mencerminkan prospek perusahaan dengan rentang waktu lebih panjang dari profitabilitas tetapi lebih pendek dari pertumbuhan asset. Penelitian yang dilakukan Kaaro (2000) menguji pengaruh kebijakan deviden, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aset terhadap *debt to equity ratio* (DER), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap DER, sementara profitabilitas dan pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif dan pertumbuhan aset berpengaruh positif.

Penelitian yang dilakukan oleh Mayangsari (2001) dimana mengambil leverage sebagai variabel terikat. Tetapi untuk variabel bebasnya adalah

pertumbuhan, laba bersih, perubahan modal kerja, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan hutang operasi. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa variabel yang terbukti signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan eksternal adalah laba bersih, struktur aktiva, perubahan modal kerja dan ukuran perusahaan.

Fitrijanti dan Jogiyanto (2002) meneliti pengaruh dari berbagai proksi IOS yang diukur dari beberapa variabel-variabel, yakni: *market value of equity to book value of equity (MVEBVE)* sebagai ukuran perusahaan (*size*), *market value of assets to book value of assets (MVABVA)* untuk ukuran assets dan *price earning ratio (PER)* terbukti signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*). Hasil penelitiannya sesuai dengan Smith dan Watt (1992) dalam Susanto (2004) dan Wahidahwati (2002) untuk variabel *size*, tetapi hasil penelitian yang dilakukan Fitrijanti dan Jogiyanto (2002) bertentangan dengan Wahidahwati (2002) untuk variabel *assets*. Sedangkan untuk variabel *PER* tidak konsisten dengan penemuan yang dilakukan Suranta dan Mediastuty (2003) yang menunjukkan bahwa *PER* tidak signifikan berhubungan dengan leverage.

Chaganti dan Damanpour (1991) menguji pengaruh kepemilikan saham oleh institusi (*Institutional investor*) sebagai variabel independen terhadap dua variabel dependen yaitu *debt ratio* dan kinerja perusahaan yang diproksi melalui *return on equity (ROE)*. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan saham institusi terhadap *debt ratio* namun kepemilikan saham institusi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Ozkan (2001) menguji hubungan karakteristik khusus perusahaan yang mempengaruhi struktur modal. Variabel yang digunakan adalah *size*, *growth opportunity*, *profitability*, *liquidity* dan *non debt tax shield*. Hasil penelitian menyatakan bahwa hanya variabel *liquidity* yang mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal, sedangkan yang lain berpengaruh negatif.

Wahidahwati (2002) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, dimana struktur modal diukur menggunakan proksi *debt to equity ratio* (sebagai variabel dependen); sedangkan variabel independennya terdiri dari: *size*, *dividend payout ratio (DPR)*, *asset*, *earning volatility* dan *stock volatility*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa DPR dan *asset* tidak menunjukkan hubungan yang signifikan terhadap DER, sedangkan tiga variabel lainnya berpengaruh secara signifikan terhadap DER. *Size* berpengaruh positif, sedangkan *earning* dan *stock volatility* berpengaruh negatif.

Cassar dan Holmes (2003) dalam penelitiannya menguji pengaruh antara ukuran perusahaan, struktur asset, profitabilitas, resiko dan pertumbuhan penjualan dengan *debt to equity ratio* (DER). Hasil penelitiannya adalah kelima variabel independennya berpengaruh signifikan terhadap DER pada perusahaan-perusahaan di Australia.

Benston, *et al.* (2003) meneliti kinerja bank pada *the Federal Reserve Granted Bank Holding Companies* yang mengumumkan efektifitas biaya modal untuk mencapai DER yang disyaratkan dalam peraturan modal melalui *trust preferred securities*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan aset

dan ROA berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal bank yang diukur melalui proksi DER. Sedangkan faktor-faktor yang tidak berpengaruh terhadap struktur modal adalah ROE, *taxation risk*, struktur pendanaan dan kebijakan mengenai struktur modal.

Suranta dan Midiastuty (2003) meneliti variabel yang berkaitan dengan struktur modal, oleh Suranta dan Midiastuty diukur dengan nilai investasi, persentase kepemilikan manajerial, kepemilikan direksi, *firm size*, *leverage*, likuiditas dan ROA (t-1) yang digunakan sebagai variabel independen, dan nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa leverage signifikan positif terhadap nilai perusahaan; sedangkan kepemilikan manajemen dan *firm size* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sementara variabel yang lain tidak signifikan. Penelitian-penelitian di atas dapat diringkas dalam tabel 2.1 berikut ini:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Variabel yang diteliti	Hasil Penelitian
1	Myers dan Majluf (1984)	Dependen: DER Independen: DPS, Pertumbuhan Aset, ROA dan Laba ditahan	Semua variabel berpengaruh signifikan terhadap DER
2	Agrawal dan Mandelkar (1987)	dependent variabel: DER independent variabel: investment financing dan managerial ownership outsider	jumlah saham yang dipegang oleh manajer pada perusahaan yang variance return-nya meningkat lebih besar daripada perusahaan dengan variance return menurun dan menemukan hubungan positif antara saham yang dimiliki outsider dengan DER
3	Tittman dan	dependent variabel: struktur modal	hanya uniqueness yang

	Wessel (1988)	independent variabel: uniqueness, struktur aset, NDTs, kesempatan berkembang, klasifikasi industri, ukuran perusahaan, volatilitas dan profitabilitas	berpengaruh signifikan terhadap struktur modal sedangkan ketujuh faktor yang lain tidak signifikan
4	Chaganti dan Damanpour (1991)	dependent variabel: DER dan ROE independent variabel: kepemilikan saham institusional	kepemilikan saham institusional berhubungan negatif terhadap DER namun kepemilikan saham institusional berpengaruh positif terhadap ROE
5	Jensen et al (1992)	Dependen: <i>debt ratio</i> Independen: Deviden, insider <i>ownership</i> , profitability, growth asset, size	Insider ownership, profitability, growth berpengaruh signifikan terhadap DER Deviden dan size tidak berpengaruh terhadap DER
6	Bagnani et al (1994)	Dependen: return saham Independen: kepemilikan saham manajemen, financial leverage, resiko bisnis, ukuran perusahaan, dan karakteristik obligasi	kepemilikan saham manajemen, financial leverage, resiko bisnis, ukuran perusahaan, dan karakteristik obligasi berpengaruh terhadap return saham
7	Homaifar et al., (1994)	Dependen: Leverage Independen: tarif pajak, ukuran perusahaan, non debt tax shield, growth, kondisi pasar, inflasi dan volatilitas pendapatan	Tarif pajak berhubungan positif dengan leverage ratio Hubungan antara non debt tax shield adalah positif namun tidak signifikan secara statistik Ukuran perusahaan dan kesempatan pertumbuhan merupakan faktor penting penentu struktur modal.

8	Tedjasusmana (1998)	<p>Dependen: Debt equity ratio</p> <p>Independen: struktur aktiva, DOL, intensitas aktiva, ukuran perusahaan dan biaya hutang</p>	Struktur aktiva dan DOL menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap DER sementara intensitas aktiva, ukuran perusahaan dan biaya hutang tidak menunjukkan hasil yang signifikan
9	Meivinita (1999)	<p>Dependen: debt to equity ratio</p> <p>Independen: struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, ROA dan DOL</p>	struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, dan DOL berpengaruh signifikan positif terhadap DER sementara ROA berpengaruh signifikan negatif
10	Windhyastiti (1999)	<p>Dependen: debt equity ratio</p> <p>Independen: struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan dan DOL</p>	<p>Pada kelompok industri makanan dan minuman; struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan DOL berpengaruh positif terhadap DER. Sementara ukuran perusahaan berpengaruh negatif.</p> <p>Pada kelompok lembaga pembiayaan menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap DER sementara struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan DOL berpengaruh negatif terhadap DER.</p>
11	Hermeindito Kaaro (2000)	<p>Dependen: Debt ratio</p> <p>Independen: kebijakan deviden, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aset</p>	<p>Kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap DER</p> <p>profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif signifikan sedangkan pertumbuhan aset berpengaruh positif signifikan terhadap DER</p>
12	Sekar Mayangsari (2001)	<p>Dependen: Leverage</p> <p>Independen: pertumbuhan laba bersih, perubahan modal kerja, struktur aset, size, <i>operating leverage</i></p>	Pertumbuhan laba bersih, perubahan modal kerja, struktur aset, dan size berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan
12	Fitrijanti dan Jogiyanto (2002)	Dependen: DER	Terdapat hubungan positif antara size (MVEBVE), aset

		Independen: IOS (MVEBVE, MVABVA, PER, CAPBVA, CAPMVA)	(MVABVA) dan PER dengan kebijakan pendanaan melalui hutang
13	Aydin Ozkan (2001)	Dependen: DER Independen: ukuran perusahaan, likuiditas, profitabilitas, risiko dan pertumbuhan penjualan	Kelima variabel independen tersebut (ukuran perusahaan, likuiditas, profitabilitas, risiko dan pertumbuhan penjualan) berpengaruh signifikan terhadap DER
14	Wahidahwati (2002)	Dependen: Debt to equity ratio Independen: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, size, DPR, asset, earning volatility, stock volatility	kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, earning volatility, dan stock volatility berpengaruh negatif terhadap debt ratio. Size berpengaruh positif terhadap debt ratio Sementara DPR dan asset tidak signifikan terhadap debt ratio
15	Cassar dan Holmes (2003)	Dependen DER Independen: ukuran perusahaan, struktur aset, profitabilitas, resiko dan pertumbuhan penjualan	Kelima variabel independen tersebut (ukuran perusahaan, struktur aset, profitabilitas, resiko dan pertumbuhan penjualan) berpengaruh signifikan terhadap DER pada perusahaan-perusahaan di Australia
16	Benston et al (2003)	Dependen: DER Independen: ROA, ROE, Asset growth, Risk dan Regulatory Capital structure	ROA dan Asset growth mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap DER
17	Suranta dan Mediastuty (2003)	Dependen: nilai perusahaan (Tobin's Q) Independen: nilai investasi, prosentase kepemilikan manajerial, kepemilikan direksi, firm size, leverage, likuiditas dan ROA	Leverage berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan; sedangkan kepemilikan manajerial dan firm size berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sementara leverage tidak signifikan terhadap PER

Sumber: berbagai jurnal yang dipublikasikan

Berdasarkan penelitian terdahulu, maka perbedaan penelitian ini dari beberapa penelitian terdahulu adalah sebagai berikut:

1. Myers dan Majluf (1984) , menguji pengaruh *dividend per share*

(DPS), pertumbuhan aset, ROA, laba ditahan terhadap DER. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa semua variabel berpengaruh signifikan terhadap DER. Namun demikian, penelitian Myers dan Majluf (1984) tidak menguji pengaruh *institutional ownership*, *managerial ownership*, ukuran perusahaan (*size*), *degree of operating-leverage (DOL)*, *price earning ratio (PER)*, risiko bisnis, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan *earning-volatility* (volatilitas pendapatan).

2. Agrawal dan Mandelkar (1987) menguji pengaruh *investment financing* dan *managerial ownership* terhadap DER. Namun demikian, penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) tidak menguji pengaruh *institutional ownership*, *managerial ownership*, derajat operating leverage, volatilitas pendapatan, risiko bisnis, ukuran perusahaan, PER, dan pertumbuhan penjualan terhadap DER.
3. Titman dan Wessel (1988) menguji delapan faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal perusahaan, yaitu aset yang dijadikan jaminan, penghematan pajak selain hutang, pertumbuhan, keunikan, jenis industri, ukuran perusahaan, volatilitas pendapatan dan keuntungan. Namun demikian, penelitian Titman dan Wessel (1988) tidak menguji pengaruh *institutional ownership*, *managerial ownership*, derajat operating leverage, PER, dan pertumbuhan penjualan terhadap DER.

4. Jensen *et al.* (1992) meneliti interaksi antara insider ownership dengan kebijakan hutang (DER). Namun demikian, penelitian Jensen, *et al* (1992) tidak menguji pengaruh *institutional ownership*, *managerial ownership*, derajat operating leverage, risiko bisnis, PER, ukuran perusahaan, volatilitas pendapatan dan pertumbuhan penjualan terhadap DER.
5. Bagnani, *et al* (1994) menguji pengaruh kepemilikan saham manajemen, financial leverage, risiko bisnis, ukuran perusahaan dan karakteristik obligasi terhadap return saham. Namun demikian, penelitian Bagnani, *et al* (1994) tidak menguji pengaruh *institutional ownership*, *managerial ownership*, derajat operating leverage, PER, ukuran perusahaan, volatilitas pendapatan dan pertumbuhan penjualan terhadap DER.
6. Homaifar, *et al* (1994) menguji pengaruh tarif pajak, ukuran perusahaan, *non debt tax shield*, *growth*, kondisi pasar, inflasi dan volatilitas pendapatan terhadap leverage. Namun demikian penelitian Homaifar, *et al* (1994) tidak menguji pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, risiko bisnis, PER, *degree operating leverage*, ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan penjualan terhadap DER.
7. Tedjasusmana (1998) menguji pengaruh struktur aktiva, DOL, intensitas aktiva, ukuran perusahaan dan biaya hutang terhadap

DER. Namun demikian penelitian Tedjasusmana (1998) tidak menguji pengaruh *managerial ownership*, *earning volatility*, *institutional ownership*, profitabilitas, risiko bisnis, PER, pertumbuhan penjualan terhadap DER.

8. Meivinita (1999) menguji pengaruh struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, ROA dan DOL terhadap DER. Namun demikian penelitian yang dilakukan oleh Meivinita (1999) tidak menguji pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, risiko bisnis, PER, *earning volatility*, risiko bisnis, profitabilitas terhadap DER.

9. Windhyastiti (1999) menguji pengaruh struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan dan DOL terhadap DER. Namun demikian penelitian yang dilakukan Windhyastiti (1999) tidak menguji pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, risiko bisnis, PER, *earning volatility*, risiko bisnis, profitabilitas terhadap DER.

10. Hermeindito Kaaro (2000) menguji pengaruh kebijakan deviden, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan asset terhadap *debt ratio*. Namun demikian, penelitian Hermeindito Kaaro (2000) tidak menguji pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, risiko bisnis, PER, *earning volatility*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan DOL terhadap DER.

11. Sekar Mayangsari (2001) menguji pengaruh pertumbuhan laba bersih, perubahan modal kerja, struktur aset, *size*, *operating leverage* terhadap *leverage*. Namun demikian penelitian Sekar Mayangsari (2001) tidak menguji pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, risiko bisnis, PER, *earning volatility*, profitabilitas dan DOL terhadap DER.
12. Fitrijanti dan Jogiyanto (2002) menguji pengaruh IOS (MVEBVE, MVABVA, PER, CAPBVA, CAPMVA) terhadap DER. Namun demikian, penelitian Fitrijanti dan Jogiyanto (2002) tidak menguji pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, risiko bisnis, PER, *earning volatility*, profitabilitas dan DOL terhadap DER.
13. Aydin Ozkan (2001) menguji pengaruh ukuran perusahaan, likuiditas, profitabilitas, risiko dan pertumbuhan penjualan terhadap DER. Namun demikian, penelitian Aydin Ozkan (2001) tidak menguji pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, PER, *earning volatility*, dan DOL terhadap DER.
14. Wahidahwati (2002) menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *size*, DPR, asset, *earning volatility*, stock volatility terhadap DER. Namun demikian penelitian Wahidahwati (2002) tidak menguji pengaruh risiko bisnis, pertumbuhan penjualan, PER, profitabilitas dan DOL terhadap DER.

15. Cassar dan Holmes (2003) menguji pengaruh ukuran perusahaan, struktur aset, profitabilitas, resiko dan pertumbuhan penjualan terhadap DER. Namun demikian penelitian Cassar dan Holmes (2003) tidak menguji pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, risiko bisnis, PER, *earning volatility*, dan DOL terhadap DER.

16. Benston, *et al* (2003) menguji pengaruh ROA, ROE, *Asset growth*, *Risk* dan *Regulatory Capital structure* terhadap DER. Namun demikian penelitian Benston, *et al* (2003) tidak menguji pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, risiko bisnis, PER, *earning volatility*, dan DOL terhadap DER.

17. Suranta dan Mediastuty (2003) menguji pengaruh nilai investasi, prosentase kepemilikan manajerial, kepemilikan direksi, firm size, leverage, likuiditas dan ROA terhadap nilai perusahaan. Namun demikian penelitian Suranta dan Mediastuty (2003) tidak menguji pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, risiko bisnis, PER, *earning volatility*, dan DOL terhadap DER.

Atas dasar perbedaan di atas penelitian ini menggunakan variabel profitabilitas, PER, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, risiko bisnis, dan kepemilikan institusional.

2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis

2.4.1 Pengaruh Profitability terhadap *debt equity ratio* (DER)

Profitabilitas menurut Yuniningsih (2002) merupakan pendapatan untuk membiayai investasi yang ditujukan untuk menghasilkan keuntungan. Stabilitas profitabilitas merupakan salahsatu hal penting yang harus diperhatikan manajer di dalam pemilihan struktur modal (Weston *et al*,1985).

Profitabilitas dinyatakan dengan menggunakan *return on investment* (ROI_{t-1}) tahun sebelumnya, karena rasio ini mengukur efektivitas menggunakan sumberdaya yang digunakan oleh perusahaan. Rasio profitabilitas adalah yang mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan sebagaimana ditunjukkan dari keuntungan yang diperoleh dari penjualan dan investasi (Husnan, 1995).

Menurut Weston dan Brigham (1994) seringkali hasil pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relative kecil. Meskipun tidak ada justifikasi teoritis dalam hal ini, penjelasan praktis akan kenyataan ini adalah bahwa perusahaan yang sangat menguntungkan pada dasarnya tidak membutuhkan banyak pembiayaan dengan hutang. Laba yang ditahan perusahaan yang sangat tinggi sudah memenuhi untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

ROI merupakan salahsatu rasio rentabilitas yang terpenting digunakan untuk memprediksi harga atau return saham perusahaan publik. Rentabilitas merupakan salah satu rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental. Rasio-rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental dapat dikelompokkan dalam lima jenis yaitu: rasio likuiditas, aktivitas, rentabilitas, solvabilitas dan rasio pasar (Ang,1997)

ROI digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan total investasi yang dilakukan perusahaan. ROI juga merupakan perkalian antara *factor net income margin* dengan perputaran aktiva. *Net income margin* menunjukkan kemampuan memperoleh laba dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan perputaran aktiva menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan penjualan dari aktiva yang dimilikinya (Husnan, 1998, hal.340).

Profitabilitas yang diproksi melalui *return on investment* (ROI_{t-1}), dimana meningkatnya nilai ROI_{t-1} akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt ratio* juga semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri). Dengan demikian hubungan antara ROI_{t-1} dan *debt to equity ratio* (*DER*) diharapkan mempunyai hubungan positif. Hal tersebut didukung oleh teori yang mendasari bahwa meningkatnya ROI_{t-1} menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, hal ini juga akan meningkatkan kepercayaan kreditor terhadap perusahaan; sehingga jumlah hutang akan cenderung meningkat. Dengan meningkatnya hutang (relatif lebih besar daripada laba ditahan) maka risiko hutang terhadap modal sendiri meningkat. Oleh karena itu terdapat pengaruh positif antara profitabilitas terhadap *DER*.

2.4.2 Pengaruh PER terhadap *debt equity ratio* (*DER*)

DER menggambarkan perbandingan hutang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan. Penambahan hutang memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan (Agnes, 2001). Risiko yang makin tinggi akibat membesarnya hutang cenderung menurunkan harga saham, yang berarti akan menurunkan PER. Tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut, yang berarti akan menaikkan PER.

Variabel PER sendiri cenderung menunjukkan hubungan positif dan signifikan terhadap DER (Munir, 1997). Sejalan dengan studi yang dilakukan oleh Ravid dan Syariq (1991) yang menyatakan bahwa perusahaan yang baik ternyata membayar dividen lebih banyak dan mempunyai derajat leverage lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak membayar dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Mptaata dan Sartono (1998) juga membuktikan bahwa struktur modal yang diproksi dengan leverage mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap PER. Hal ini digambarkan dengan peluang pertumbuhan perusahaan dianggap cukup tinggi, sehingga penambahan hutang dan proporsi hutang pada struktur dana akan memberikan *gains from leverage* dan meningkatkan pertumbuhan. Kepercayaan para pemodal mungkin lebih tinggi pada perusahaan dengan DER yang relatif besar, umumnya ada pada perusahaan besar dan bonafide, sehingga akan membuat naiknya PER perusahaan tersebut. Penelitian lain yang dilakukan oleh Saptono (2002) menunjukkan bahwa leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap PER.

Riyanto (1995) menyatakan bahwa laba yang besar belumlah merupakan ukuran bahwa perusahaan tersebut telah dapat bekerja dengan efisien. Efisiensi baru dapat diketahui dengan membandingkan laba yang diperoleh dengan modal yang menghasilkan laba tersebut. Semakin efektif perusahaan menghasilkan keuntungan maka kepercayaan pemegang saham semakin meningkat, bahkan menarik investor ataupun untuk menanamkan modalnya.

Berdasarkan teori yang dikemukakan Modigliani dan Miller (1963) bahwa hubungan jumlah hutang dan nilai perusahaan adalah signifikan positif. Meskipun jumlah hutang yang terlalu besar akan mengakibatkan beban perusahaan menjadi semakin berat. Menurut Atmaja (1999) menyatakan bahwa terdapat jumlah hutang yang optimal untuk setiap perusahaan, namun bukti empiris masih kurang mendukung. Nilai perusahaan berkaitan dengan kinerja harga saham yang dicerminkan oleh PER. Sehingga atas dasar argumen di atas PER berpengaruh positif terhadap DER.

11. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Debt to Equity Ratio (DER)*

Barber dan Lyon, 1997 memberikan suatu pernyataan bahwa investor yang ingin menanamkan modalnya pada suatu perusahaan akan mendapat informasi yang lebih baik dari perusahaan yang lebih besar. Hal ini dapat meningkatkan *preference* dari ekuitas perusahaan, atau karena perusahaan yang lebih besar mempunyai jenis usaha yang *diversified*. Untuk menentukan ukuran perusahaan, didasarkan pada total aset yang dimiliki perusahaan (Hendricks dan Singhal, 1996). Karena biaya menambah hutang dan modal sendiri juga berhubungan dengan ukuran perusahaan. Perusahaan kecil cenderung membayar

biaya modal sendiri dan biaya hutang jangka panjang lebih mahal daripada perusahaan besar. Maka perusahaan kecil menyukai hutang jangka pendek daripada meminjam hutang jangka panjang karena biayanya lebih rendah. Oleh karena itu diduga bahwa terdapat pengaruh positif antara ukuran perusahaan dengan *debt to equity ratio*.

12. Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER)

Menurut Yuniningsih (2002) untuk meningkatkan nilai perusahaan, disamping membuat kebijakan deviden, perusahaan juga dituntut untuk tumbuh. Pertumbuhan dapat diwujudkan dengan menggunakan kesempatan investasi sebaik-baiknya. Pertumbuhan perusahaan merupakan tolak ukur keberhasilan suatu perusahaan dalam melakukan kegiatannya. Proksi dari pertumbuhan penjualan adalah penjualan tahun ke t dikurangi penjualan tahun $t-1$ dibagi penjualan $t-1$

Variabel pertumbuhan penjualan dalam perusahaan telah diuji secara empiris oleh peneliti terdahulu yang antara lain telah dilakukan oleh Carleton dan Silberman (1977) dan Barton, *et.al* (1989). Studi Carleton dan Silberman (1977) menunjukkan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Sementara menurut Ozkan (2001) jumlah hutang perusahaan berbanding terbalik dengan pertumbuhan. Oleh karena itu diduga bahwa terdapat hubungan signifikan negatif antara pertumbuhan penjualan terhadap DER.

2.4.5 Pengaruh *Business Risk* terhadap *debt equity ratio* (DER)

Seperti yang telah dijelaskan dalam *trade off-theory* bahwa semakin banyak hutang maka akan semakin tinggi beban atau resiko yang ditanggung perusahaan seperti *agency cost*, biaya kebangkrutan, keenganan kreditur untuk memberi pinjaman dalam jumlah besar (Turnbull,1997). Perusahaan yang memiliki volatilitas pendapatan yang tinggi akan mempunyai probabilitas kebangkrutan yang tinggi (Titman dan Wessels,1988 dan Fama dan French, 2000). Perusahaan yang mempunyai stabilitas pendapatan yang tinggi akan mampu memenuhi kewajibannya tanpa perlu menanggung suatu resiko kegagalan. Perusahaan yang mempunyai pendapatan yang stabil akan mampu mempertahankan tingkat laba sehingga akan mampu memenuhi kewajiban sebagai biaya tetap. Penelitian yang dilakukan oleh Chung (1993) mengemukakan bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi suatu perusahaan tersebut cenderung untuk mempunyai tingkat hutang yang sedikit.

Sebagai implikasinya, perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang lebih kecil dibanding perusahaan yang memiliki risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang semakin besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka (Mutamimah, 2003). Dalam penelitian ini, proksi risiko bisnis dihitung dengan pendekatan *degree operating leverage* (DOL)

Bayless, *et al* (1994) menemukan hubungan negatif antara risiko bisnis dengan hutang. Cherry, *et al* (1995) menyatakan bahwa hubungan risiko bisnis dengan leverage sangat lemah. Pendapat ini sejalan dengan penelitian Mutamimah

(2003) yang menyatakan bahwa resiko bisnis tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Wediniarti (2006) menemukan bahwa semakin besar tingkat risiko perusahaan akan menurunkan jumlah hutang dalam struktur modalnya. Karena perusahaan dengan risiko bisnis besar, otomatis harus menggunakan hutang yang lebih kecil, sebab penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam pengembaliannya. Berdasarkan argumentasi diatas bahwa terdapat pengaruh negatif risiko bisnis terhadap *debt to equity ratio (DER)*.

2.4.6 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap *Debt to Equity Ratio (DER)*

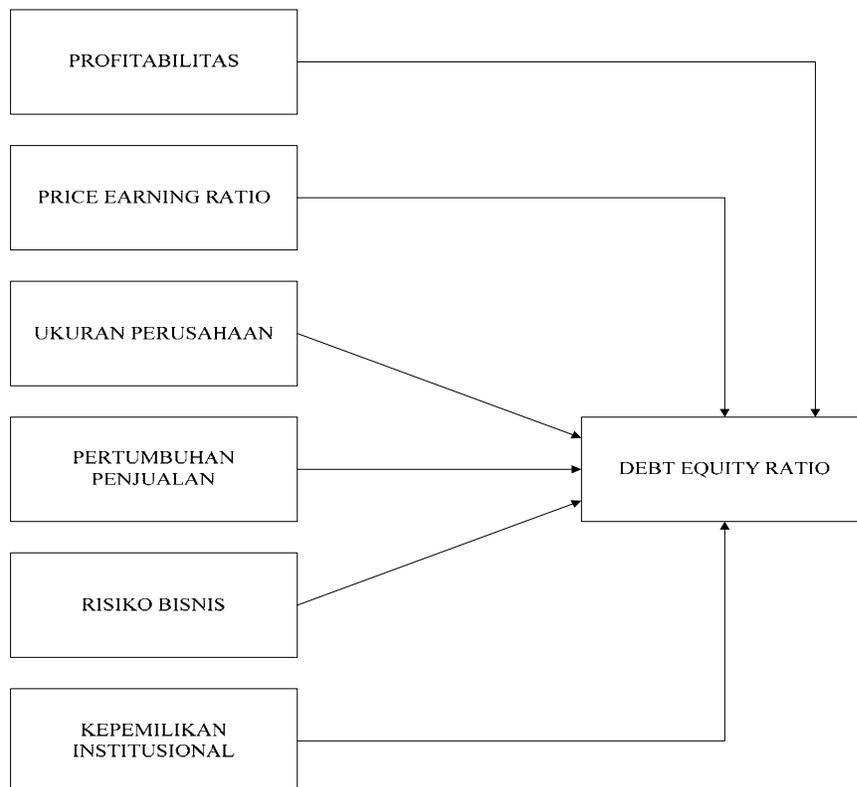
Kepemilikan manajerial secara teoritis mempunyai hubungan dengan *leverage*. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah utang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik.

Penelitian Sujoko dan Soebiyantoro (2007) secara parsial menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Semakin meningkat kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat kontrol terhadap manajemen. Bila biaya monitoring tersebut tinggi maka perusahaan akan menggunakan pihak ketiga yaitu kreditor untuk membantu melakukan pengawasan. *Institutional Ownership* yang

meningkat mampu mengurangi tingkat hutang. Teori agensi juga menyebutkan mekanisme yang biasa dilakukan untuk mengawasi konflik agensi tersebut yaitu melalui peningkatan kepemilikan institusional (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan demikian kepemilikan institusional diprediksikan berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio (DER)*.

Berdasarkan landasan teori, tujuan penelitian dan hasil penelitian terdahulu serta permasalahan yang dikemukakan, maka sebagai dasar untuk merumuskan hipotesis berikut ini disajikan kerangka pemikiran yang dituangkan dalam model penelitian pada gambar 2.2:

Gambar 2.2
KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS
(DARI BERBAGAI MODEL)



Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini merupakan pernyataan singkat yang disimpulkan dari telaah pustaka dan merupakan uraian sementara dari permasalahan yang perlu pengujian kembali. Hipotesis tersebut adalah:

H1 = Profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap DER.

H2 = PER diduga mempunyai pengaruh positif terhadap DER.

H3 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *DER*

H4 = Pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh negatif terhadap
DER

H5 = Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap DER.

H6 = Prosentase kepemilikan institusi berpengaruh negatif terhadap
DER.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Definisi Operasional Variabel

Berikut akan disajikan variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini beserta pengukurannya:

1. Struktur Modal ditunjukkan oleh rasio total hutang dengan total ekuitas, dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{total hutang}}{\text{total modal sendiri}} \dots\dots\dots(1)$$

2. Profitabilitas merupakan Perbandingan antara NIAT tahun sebelumnya dan total investasi tahun sebelumnya (Parwito, 2007), dirumuskan sebagai berikut:

$$ROI = \frac{\text{Net Income After Tax}_{t-1}}{\text{Total investasi}_{t-1}} \dots\dots\dots(2)$$

3. *Price Earning Ratio*, merupakan Perbandingan harga suatu saham (*market price*) dengan *earning per share* (EPS) dari saham yang bersangkutan, dirumuskan sebagai berikut:

$$PER = \frac{P_s}{EPS} \dots\dots\dots(3)$$

4. Ukuran untuk menentukan ukuran perusahaan adalah dengan *log natural* dari total asset (Harjono, 2002), hal tersebut dilakukan mengingat besarnya total asset perusahaan yang berbeda sehingga agar hasilnya tidak menimbulkan bias maka dilakukan *Log natural (ln)* dari total asset. Secara matematis ukuran perusahaan (*size*) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Size = \text{Ln of Total Asset} \dots\dots\dots(4)$$

5. Bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang tinggi kecenderungan perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber dana eksternal lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah secara matematis pertumbuhan penjualan dirumuskan sebagai berikut:

$$PP = \frac{Sales_t - sales_{t-1}}{sales_{t-1}} \dots\dots\dots(5)$$

)

6. Risiko Bisnis adalah Risiko yang ditanggung perusahaan dalam melakukan aktivitas bisnisnya (Syukriy, 2001), secara sistematis dirumuskan sebagai berikut:

$$DOL = \frac{EBIT_t - EBIT_{t-1}}{Sales_t - Sales_{t-1}} \dots\dots\dots(6)$$

7. *Institusional Ownership* ditunjukkan dengan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional; seperti LSM, BUMN, maupun

perusahaan swasta atas keseluruhan saham yang beredar di luar, dirumuskan sebagai berikut:

$$Inst\ Ownership = \frac{Saham\ yang\ dimiliki\ institusi}{Total\ saham\ yang\ beredar} \times 100\% \dots\dots\dots(7)$$

Berdasarkan telaah pustaka dan kerangka pemikiran teoritis serta hipotesis yang diajukan, maka definisi operasional variabel penelitian dapat diidentifikasi seperti yang ditunjukkan pada tabel 3.1 berikut:

TABEL 3.1
Definisi Operasional Variabel

Variabel	Notasi	Definisi Operasional	Formulasi
Struktur Modal	DER	Perbandingan antara hutang dengan modal sendiri (Riyanto, 1995)	$DER = \frac{total\ hutang}{total\ modal\ sendiri}$
Institusional Ownership	INST	yaitu proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam %.	$Inst\ Ownership = \frac{Saham\ yang\ dimiliki\ institusi}{Total\ saham\ yang\ beredar} \times 100\%$
Ukuran perusahaan	Size	Merupakan logaritma natural total assets	$Size = Ln\ Total\ Asset$
Price Earning ratio	PER	Perbandingan harga suatu saham (<i>market price</i>) dengan <i>earning per share</i> (EPS) dari saham yang bersangkutan	$PER = \frac{P_s}{EPS}$
Risiko Bisnis	DOL	Rasio antara volume penjualan terhadap perubahan EBIT	$DOL = \frac{EBIT_t - EBIT_{t-1}}{Sales_t - Sales_{t-1}}$
Profitabilitas	ROI	Perbandingan antara NIAT tahun sebelumnya dan total investasi tahun sebelumnya (Parwito, 2007)	$ROI = \frac{Net\ Income\ After\ Tax_{t-1}}{Total\ investasi_{t-1}}$
Pertumbuhan Penjualan	PP	Tolak ukur keberhasilan perusahaan dalam melakukan kegiatannya (Yuniningsih, 2002)	$PP = \frac{Sales_t - sales_{t-1}}{sales_{t-1}}$

Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

3.2 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder berupa laporan keuangan tahunan suatu perusahaan. Data-data yang diperlukan antara lain adalah data perusahaan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan laporan keuangan tahunan perusahaan yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* serta dalam www.idx.co.id tahun 2001 sampai dengan 2007 . Tabel 3.2 di bawah ini menjelaskan data yang diperlukan dan sumber pengumpulan data tersebut:

Tabel 3.2

Data dan Sumber Data

no	Data yang diperlukan	Sumber data
1	Perusahaan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).	<i>Indonesian Capital Market Directory (ICMD)</i>
2	Laporan keuangan tahunan	<i>Indonesian Capital Market Directory (ICMD)</i>

3.3 Populasi dan Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini populasi yang digunakan adalah perusahaan sektor properti dan real estate yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia. Sampel dalam

penelitian ini diambil dengan metode *purposive sampling*. Beberapa kriteria pemilihan sampel adalah adanya ketersediaan dan kelengkapan data selama periode 2001-2007 dan tidak pernah *delisting* selama periode pengamatan. Diperoleh 20 sampel perusahaan sektor properti dan *real estate* periode tahun 2001 sampai dengan 2007, seperti pada tabel 3.3 di bawah ini:

Tabel 3.3
Daftar Sampel Penelitian

no	Nama Perusahaan
1	PT. Bintang Mitra Semesta Raya
2	PT. Ciptojaya Kontrindoreksa
3	PT. Ciputra Surya
4	PT. Duta Pertiwi
5	PT. Bakrieland Development
6	PT. Gowa Makassar Tourism and Development
7	PT. Jaka Artha Graha
8	PT. Jakarta International Hotel and Development
9	PT. Jaya Real Property
10	PT. Kridaperdana Indahgraha
11	PT. Lamicitra Nusantara
12	PT. Lippo Cikarang
13	PT. Lippo Karawaci
14	PT. Metro Supermarket Realty
15	PT. Pudjiadi and Sons
16	PT. Pudjiadi Prestige
17	PT. Ristia Bintang Mahkota Sejati
18	PT. Summarecon Agung
19	PT. Surya Semesta Internusa
20	PT. Suryainti Permata

Sumber: indonesia stock exchange(www.idx.co.id)

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode Pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahapan penelitian pendahuluan, yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari literatur-literatur yang berkaitan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan yaitu mengenai jenis data, ketersediaan data, cara memperoleh data dan gambaran cara pengolahan data.

Tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

3.5 Teknik Analisis

Untuk menguji hipotesis dan menyatakan kejelasan kekuatan variabel penentu terhadap struktur modal digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (OLS) sebagai berikut :

$$Y = a_1 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9 + e$$

Dimana :

Y = Struktur Modal sektor properti

a = koefisien konstanta

$\beta_1 - \beta_9$ = koefisien regresi

X₁-X₉ =Variabel independent, yaitu *institutional ownership*, *Managerial ownership*, ukuran perusahaan, *degree of operating leverage*, *price earning ratio (PER)*, resiko bisnis, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan *earning volatility*.

e = *error term*

3.6 Uji Asumsi Klasik

Dalam pengujian alat analisis regresi perlu dilakukan pengujian asumsi klasik agar hasil analisis regresi menunjukkan hubungan yang valid meliputi :

a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk apakah dalam model regresi, dependen variabel dan independen variabel keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi normal atau mendekati normal (Ghozali, 2001). Pedoman pengambilan keputusannya adalah sebagai berikut :

- 5 Nilai signifikansi atau nilai probabilitas $< 0,05$ distribusi adalah tidak normal
- 6 Nilai signifikansi atau nilai probabilitas $> 0,05$ distribusi adalah normal

b. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (Ghozali, 2001). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas didalam model ini adalah sebagai berikut :

- a) Nilai R^2 sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel bebas banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel terikat.

- b) Menganalisa matrik korelasi antar variabel bebas jika terdapat korelasi antar variabel bebas yang cukup tinggi ($> 0,9$) hal ini merupakan indikasi adanya multikolenaritas.

c. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah didalam sebuah model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan periode $t-1$ (sebelumnya), autokorelasi ini timbul pada data yang bersifat *time series*. Uji Autokorelasi ini dilakukan dengan membandingkan nilai Durbin-Watson, dengan ketentuan sebagai berikut (Ghozali, 2001) :

$d < d_L$: terdapat gejala autokorelasi positif

$d > (4 - d_U)$: terdapat gejala autokorelasi negatif

$d_L < d < (4 - d_U)$: tidak terdapat gejala autokorelasi

$d_L < d < d_U$: pengujian tidak meyakinkan

d. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2001). Salah satu cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas itu dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi dengan residualnya (Gujarati, 1995). Adapun dasar untuk menganalisisnya adalah:

- 3 Jika ada pola tertentu (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka mengindikasikan telah terjadi heterokedastisitas
- 4 Jika tidak ada serta titik yang menyebar diatas dan dibawah angka nol pada sumbu Y, maka tidak terjadi heterokedastisitas.

3.7 Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan cara sebagai berikut :

Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y) baik secara bersama-sama (simultan) maupun secara individual (parsial) dilakukan dengan Uji Statistik F (F-test) dan Uji Statistik t (t-test).

a. Uji Statistik - F

Pengujian secara simultan menggunakan uji F (pengujian signifikansi secara simultan). Langkah-langkah yang ditempuh dalam pengujian adalah (Setiawan, 2005) :

5 Menyusun hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_1)

$H_0 : \rho = 0$, diduga variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

$H_1 : \rho \neq 0$, diduga variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

6 Menghitung F hitung dengan rumus :

$$F = \frac{R^2 / k}{(1 - R^2) / (n - k - 1)}$$

Dimana :

F adalah F_{hitung}

R^2/k adalah koefisien determinasi

$n-k-1$ adalah derajat kebebasan

Kriteria hasil uji :

7 Jika $F_{hitung} < F_{tabel}(k, n-k-1)$, maka :

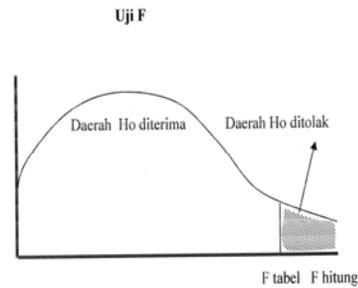
H_0 diterima dan H_1 ditolak, artinya tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel bebas secara simultan terhadap variabel tidak bebas.

8 Jika $F_{hitung} > F_{tabel}(k, n-k-1)$, maka :

H_0 ditolak dan H_1 diterima, artinya ada pengaruh yang signifikan antara variabel bebas secara simultan terhadap variabel tidak bebas.

Dari hasil pengujian tersebut, maka dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 3.1
Uji F



b. Uji Statistik - t

Pengujian secara parsial menggunakan uji t (pengujian signifikansi secara parsial). Langkah-langkah yang ditempuh dalam pengujian adalah (Setiawan, 2005) :

9 Menyusun hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_1)

H_0 : $\beta_i = 0$, diduga variabel independen secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

H_1 : $\beta_i \neq 0$, diduga variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

10 Menghitung t hitung dengan rumus :

$$t = \frac{b_1}{SE.b_1}$$

Dimana :

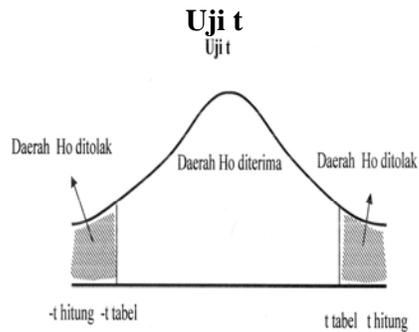
t adalah t_{hitung}

b_1 adalah koefisien regresi

SE b_1 adalah standar *error* koefisien regresi

Dari pengujian tersebut dapat dilakukan uji t, dengan hasil sebagai berikut:

Gambar 3.2



11 Menentukan kriteria pengujian.

11.2 Ho diterima dan H_1 ditolak, apabila $t_{hitung} \leq t_{tabel}$

11.3 Ho ditolak dan H_1 diterima, apabila $t_{hitung} > t_{tabel}$

12 Kesimpulan

12.2 Apabila $t_{hitung} < t_{tabel}$, maka Ho diterima yang berarti tidak terdapat pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel tidak bebas.

12.3 Apabila $t_{hitung} > t_{tabel}$, maka Ho ditolak berarti terdapat pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel tidak bebas.

3.8 Koefisien Determinasi.

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui persentase pengaruh variabel terikat terhadap variabel bebas digunakan koefisien determinasi. Menurut Djarwanto dan Subagyo (1995: 84) rumus koefisien determinasi sebagai berikut :

$$R^2 = (r)^2 \times 100 \%$$

Dimana :

R^2 adalah koefisien determinasi.

r adalah koefisien korelasi.

BAB IV

PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data-data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari hasil pengolahan tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut: (1) deskripsi umum hasil penelitian, (2) pengujian asumsi klasik, (3)

analisis data yang berupa hasil analisis regresi, (4) pengujian variabel independen secara parsial dan simultan dengan model regresi, (5) pembahasan tentang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari seluruh emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tidak semua dijadikan sampel penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang mengeluarkan data keuangan dan membagikan deviden. Dari 34 perusahaan yang terdaftar hanya 20 perusahaan yang memenuhi syarat penelitian untuk dijadikan sampel. Beberapa sampel digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan karena ketidaklengkapan data.

4.1 Data Deskriptif

Jumlah perusahaan property yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2001 sampai dengan 2007 berjumlah 20 perusahaan. Selama periode tahun 2001-2007, perusahaan tersebut selalu menyajikan laporan keuangan per 31 Desember tahun 2001 sampai dengan tahun 2007. Berikut akan diuraikan sampel perusahaan sampel total asset dan jumlah hutang.

4.1.1 Deskripsi Total Asset

Total aset mencerminkan kekayaan perusahaan dari sisi aktiva, semakin besar total asset suatu perusahaan, maka semakin leluasa perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. Pada Tabel 4.1 berikut akan disajikan

besarnya total aset perusahaan sampel yang dikelompokkan dengan total aset dibawah 500 milyar, 500 milyar sampai dengan 1 triliun dan diatas 1 triliun sebagai berikut:

Tabel 4.1
Sampel Perusahaan Berdasarkan Total Asset

no	Total Asset	Sampel	Prosentase (%)
1	< 500 Milyar	8	40
2	500 Milyar- 1 Trilyun	3	15
3	> 1 Trilyun	9	45
	Jumlah	20	100

Sumber: ICMD 2007, Data diolah

Dari Tabel 4.1 dapat dilihat bahwa total aset yang dimiliki perusahaan sampel selama periode pengamatan (2001- 2007) sejumlah 8 perusahaan atau 40% memiliki total aset kurang dari 500 Milyar, terdapat 3 perusahaan atau 15% yang memiliki total aset antara 500 Milyar sampai dengan 1 Trilyun, dan terdapat sebanyak 9 perusahaan atau 45% yang memiliki total aset diatas 1 trilyun.

4.1.2 Deskripsi Jumlah Hutang

Jumlah hutang perusahaan menunjukkan besarnya sumber dana yang diperoleh dari pihak eksternal perusahaan atau dari pihak luar dalam rangka membiayai aktivitas operasionalnya. Sumber dana dari pihak luar diperoleh dari pinjaman atau hutang (baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang); semakin besar jumlah hutang suatu perusahaan maka semakin tinggi risiko perusahaan (tercermin melalui besarnya biaya hutang).

Pada Tabel 4.2 berikut akan disajikan besarnya jumlah hutang perusahaan sampel yang dikelompokkan dengan jumlah hutang dibawah 500 milyar, 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan diatas 1 trilyun sebagai berikut:

Tabel 4.2
Sampel Perusahaan Berdasarkan Jumlah Hutang

No	Jumlah Hutang	Sampel	Prosentase (%)
1	< 500 Milyar	7	35
2	500 Milyar- 1 Trilyun	5	25
3	> 1 Trilyun	8	40
	Jumlah	20	100

Sumber: ICMD 2007, data diolah

Dari Tabel 4.2 dapat dilihat bahwa jumlah hutang yang dimiliki perusahaan sampel selama periode pengamatan (2001-2007) terdapat sejumlah 7 perusahaan atau 35% yang memiliki jumlah hutang kurang dari 500 Milyar, terdapat 5 perusahaan 25% yang memiliki jumlah hutang antara 500 Milyar sampai dengan 1 trilyun dan terdapat sebanyak 8 perusahaan atau 40% yang memiliki jumlah hutang diatas 1 Trilyun.

Berdasarkan data mentah yang diinput dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2007) maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi DER, ROI, PER, SIZE, PP, DOL,dan INST.

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi (σ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada Tabel 4.3 berikut ini:

Tabel 4.3

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
DER	140	.01	9.16	1.2424	1.35069	1.824
ROI	140	-9.92	29.65	2.5802	4.57051	20.890
PER	140	-89.6900	779.2700	2.726964E1	76.8228280	5.902E3
SIZE	140	24.5913	29.9856	2.704850E1	1.3472443	1.815
PP	140	-.9229	16.0745	.357323	1.5236191	2.321
DOL	140	-40.4684	120.3968	1.379151E0	11.5106899	132.496
INST	140	.00	99.00	58.9351	21.42715	459.123
Valid N (listwise)	140					

Sumber: Output SPSS

Berdasar hasil perhitungan pada tabel 4.3 tersebut nampak bahwa dari perusahaan sampel dengan menggunakan metode *pooled* dimana 20 perusahaan dikalikan periode tahun pengamatan (7 Tahun), sehingga sampel dalam penelitian ini menjadi 140 sampel ($20 \times 7 = 140$), rata-rata DER selama periode pengamatan (2001-2007) sebesar 1.2424, dengan standar deviasi sebesar 1.35. Hasil tersebut menunjukkan nilai standar deviasi lebih besar dari rata-rata DER. Demikian pula nilai minimum sebesar 0.01 yang lebih kecil dari rata-ratanya (*mean*) dan nilai maksimum sebesar 9.16 yang lebih besar dari rata-ratanya menunjukkan bahwa variabel DER mengidentifikasi hasil yang kurang baik, hal tersebut dikarenakan standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut cukup tinggi karena lebih besar dari nilai rata-ratanya sehingga muncul

banyak outlier. Hasil yang sama terjadi pada variabel lain yaitu ROI, PER, SIZE, PP, dan DOL.

Variabel ROI selama periode pengamatan (2001-2007) mempunyai nilai rata-rata (*mean*) sebesar 2.58, dengan nilai standart deviasi 4.57. Sedangkan variabel PER selama periode pengamatan mempunyai nilai rata-rata (*mean*) 0.27, dengan nilai standart deviasi sebesar 76.82. Nilai rata-rata ukuran perusahaan (*firm size*) selama periode pengamatan adalah sebesar 0.27 dan mempunyai nilai standart deviasi sebesar 1.347. Demikian pula dengan variabel pertumbuhan penjualan (PP), dimana mempunyai nilai rata-rata 0.357 dan nilai standart deviasi 1.5236. Sama halnya dengan variabel risiko bisnis yang diproksi dengan *degree of operating leverage (DOL)*, mempunyai nilai rata-rata lebih kecil daripada nilai standart deviasi yaitu sebesar 0.138 dan 11.51.

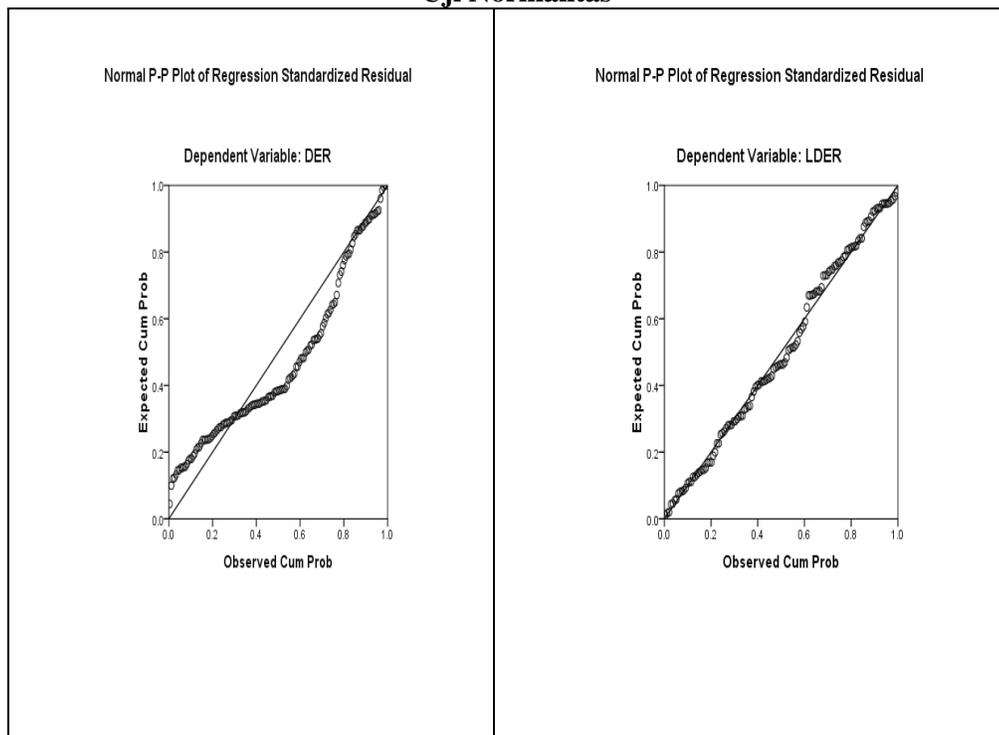
Sementara variabel kepemilikan institusional (INST) selama periode pengamatan (2001-2007) mempunyai nilai rata-rata sebesar 58.9351 dan standart deviasi sebesar 21.4271. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai standart deviasi lebih kecil daripada nilai rata-rata kepemilikan institusional (INST), dimana mempunyai arti bahwa data variabel kepemilikan institusional (INST) mengindikasikan hasil yang baik karena standart deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut cukup kecil karena lebih rendah dari nilai rata-ratanya.

4.2 Hasil Uji Asumsi Klasik

4.2.1 Hasil Uji Normalitas

Pengujian normalitas dilakukan dengan menggunakan grafik P-P Plot dan diperkuat dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Pada pengujian awal, secara visual diperoleh distribusi data yang tidak normal. Hal ini dapat dilihat dari grafik normal P-P Plot residual error sangat menyimpang dari garis normal (garis diagonal). Karena tidak diperoleh *residual error* yang berdistribusi normal maka dengan demikian selanjutnya diupayakan tindakan untuk menormalkan data, yaitu dengan menghilangkan data-data yang diindikasikan sebagai outlier. Data-data outlier tersebut diindikasikan dengan nilai standar residual yang lebih besar dari ± 3 , hal ini dapat dilihat dari *casewise diagnostic*. Hasil pengujian normalitas penghilangan beberapa outlier diperoleh sebagaimana pada Gambar 4.1 kolom sebelah kanan.

Gambar 4.1
Uji Normalitas



Kolmogorov-Smirnov Z = 1.750 Asymp. Sig. (2-tailed) = 0.004 N =140	Kolmogorov-Smirnov Z = 0.674 Asymp. Sig. (2-tailed) = 0.755 N =127
--	--

Hasil pengujian normalitas data diperoleh residual error yang mendekati garis normal (garis diagonal). Pengujian dengan Kolmogorov Smirnov menunjukkan probabilitas (signifikansi) pengujian sebesar 140 Signifikansi pengujian yang lebih besar dari 0.05 menunjukkan tidak adanya perbedaan distribusi data dengan distribusi normal. Atau dengan kata lain, data sudah berdistribusi normal. Dengan demikian setelah dilakukan pengurangan outlier, distribusi residual sudah berdistribusi normal. Maka selanjutnya data yang sudah normal tersebut akan digunakan sebagai prediktor yang bebas dari masalah bias data. Namun demikian jumlah sampel data yang sudah normal ini berjumlah 127 data pengamatan. Sejumlah 13 data amatan dihilangkan dalam penelitian ini.

4.2.2 Hasil Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas (independen). Model regresi yang baik adalah tidak terjadi korelasi antara variabel variabel bebas (independen). Multikolinieritas dapat dilihat dari (1) nilai *tolerance*, dan (2) *Variance Inflation Factor* (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Nilai *cutoff* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *tolerance* < 0.1 atau dengan nilai VIF > 10 (Ghozali, 2005). Berdasarkan

hasil output SPSS, maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada Tabel 4.4 sebagai berikut:

Tabel 4.4
Hasil Perhitungan VIF Perusahaan

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
ROI	.927	1.078
PER	.962	1.039
SIZE	.837	1.194
PP	.923	1.083
DOL	.991	1.009
INST	.834	1.199

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan tabel 4.4 diatas diketahui bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai tolerance kurang dari 10 persen atau 0.1 dan nilai VIF yang kurang dari 10. Hal ini berarti bahwa keenam variabel independen tersebut tidak terdapat hubungan multikolinieritas dan dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan selama periode pengamatan (2001-2007).

4.2.3 Hasil Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya (t-1). Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian ini diuji dengan uji Durbin Watson (DW-test). Hasil uji autokorelasi dapat dilihat pada tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5

**Hasil Uji Autokorelasi Perusahaan Property dan Real Estate
periode 2001-2007**

Model	Durbin-Watson
1	1.712

Sumber: Output SPSS

Berdasar hasil analisis regresi pada model perusahaan Property dan Real Estate periode 2001-2007, diperoleh nilai hitung Durbin Watson sebesar 1.712, besarnya DW-tabel: dl (batas luar) = 1.637 ; du (batas dalam) = 1.832; $4-dl$ = 2.363; dan $4-du$ = 2.168. Maka dari hasil perhitungan disimpulkan bahwa DW-test test terletak di daerah ragu-ragu. Hal ini dapat dilihat pada Gambar 4.2 sebagai berikut:

Gambar 4.1
**Posisi Uji Autokorelasi Durbin Watson Perusahaan Property dan Real Estate
periode 2001-2007**



Pada perusahaan property dan real estate sesuai dengan gambar 4.1 tersebut menunjukkan bahwa Durbin Watson berada pada daerah *ragu-ragu*.

Selain itu uji lain untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi yaitu dengan *Run Test*. Tabel 4.6 menunjukkan hasil *Run Test* tersebut:

Tabel 4.6
Hasil *Run Test* Perusahaan Property dan Real Estate periode 2001-2007

Runs Test	
	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-.09768
Cases < Test Value	63
Cases >= Test Value	64
Total Cases	127
Number of Runs	60
Z	-.801
Asymp. Sig. (2-tailed)	.423

a. Median

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan tabel 4.6 diketahui probabilitas sebesar 0.423 yang menunjukkan tidak signifikan pada 0.05. Dari hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa Perusahaan Property dan Real Estate periode 2001-2007 tidak mengalami problem autokorelasi.

4.2.4 Hasil Uji Heterokedastisitas

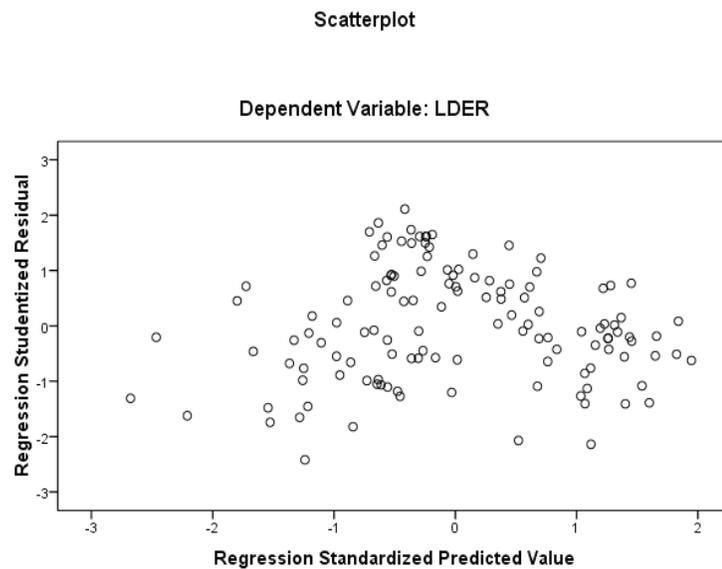
Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi

heteroskedastisitas (Ghozali, 2001). Salah satu cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heterokedastisitas itu dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi dengan residualnya (Gujarati, 1995). Adapun dasar untuk menganalisisnya adalah:

- a) Jika ada pola tertentu (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka mengindikasikan telah terjadi heterokedastisitas
- b) Jika tidak ada serta titik yang menyebar diatas dan dibawah angka nol pada sumbu Y, maka tidak terjadi heterokedastisitas

Berikut ini disajikan gambar dari hasil analisis grafik pada Gambar 4.2:

Gambar 4.2
Hasil Uji Heteroskedastisitas Perusahaan Property dan Real Estate
periode 2001-2007



Berdasarkan hasil yang ditunjukkan pada gambar 4.2 tersebut nampak bahwa tidak ada pola tertentu, titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

4.3 Pengujian Hipotesis

4.3.1 Uji F dan Koefisien Determinasi

Berdasarkan output SPSS yang ditunjukkan pada Tabel 4.7 berikut ini, nampak adanya pengaruh secara bersama-sama keenam variabel independen terhadap struktur modal perusahaan Property dan Real Estate periode 2001-2007.

Tabel 4.7
Hasil Perhitungan Regresi Simultan
Perusahaan Property dan Real Estate
periode 2001-2007

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	76.326	6	12.721	11.383	.000 ^a
	Residual	134.102	120	1.118		
	Total	210.428	126			

a. Predictors: (Constant), INST, DOL, PER, ROI, PP, SIZE

b. Dependent Variable: LDER

Sumber: Output SPSS

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 11.383 dan nilai signifikansi sebesar 0.000. Oleh Karena itu, nilai signifikansi lebih kecil dari 5% atau 0.05 maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi struktur modal perusahaan (Ghozali, 2005). Hal ini berarti bahwa variabel independen profitabilitas yang diproksi menggunakan *return on investment* (ROI), *Price Earning Ratio* (PER), Ukuran perusahaan (SIZE), Risiko bisnis yang diproksi dengan *degree operating leverage* (DOL), Pertumbuhan penjualan (PP), dan Kepemilikan Institusional (INST) secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel struktur modal Property dan Real Estate periode 2001-2007.

Koefisien Determinasi digunakan untuk menguji *goodness-fit* dari model regresi. Besarnya nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) pada model regresi ini

dapat dilihat pada Tabel 4.8, yaitu sebesar 0.331 atau 33.1%, hal ini berarti 33.1% variasi struktur modal perusahaan yang bisa dijelaskan oleh variasi dari keenam variabel independen yaitu profitabilitas, *Price Earning Ratio* (PER), Ukuran perusahaan (SIZE), Risiko bisnis (DOL), Pertumbuhan penjualan (PP), dan Kepemilikan Institusional (INST). Sedangkan sisanya sebesar 66.9% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Tabel 4.8
***Adjusted R²* Perusahaan Property dan Real Estate periode 2001-2007**

Model Summary^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.602 ^a	.363	.331	1.05713	1.712

a. Predictors: (Constant), INST, DOL, PER, ROI, PP, SIZE

b. Dependent Variable: LDER

4.3.2 Analisis Pengaruh Secara Parsial (Uji t)

Pembahasan ini ditekankan pada pengaruh variabel bebas secara individual terhadap variabel terikat sekaligus pembuktian atas hipotesis yang telah diajukan (H_1 sampai dengan H_6). Hasil perhitungan regresi parsial Perusahaan Property dan Real Estate periode 2001-2007 ditampilkan pada Tabel 4.9

Tabel 4.9
Hasil Perhitungan Regresi Parsial Perusahaan Property dan Real Estate
periode 2001-2007

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-14.120	2.176		-6.488	.000		
ROI	.077	.034	.171	2.254	.026	.927	1.078
PER	-.005	.002	-.154	-2.078	.040	.962	1.039
SIZE	.484	.077	.501	6.289	.000	.837	1.194
PP	.151	.130	.088	1.161	.248	.923	1.083
DOL	.032	.030	.078	1.060	.291	.991	1.009
INST	.007	.005	.104	1.304	.195	.834	1.199

a. Dependent Variable: LDER

Dari tabel 4.9 diatas maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{LDER} = -14.12 + 0.077 \text{ ROI} - 0.005 \text{ PER} + 0.484 \text{ SIZE} + 0.032 \text{ DOL} + 0.151 \text{ PP} + 0.007 \text{ INST}$$

Analisis pengaruh secara parsial dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Dari hasil perhitungan uji secara parsial profitabilitas (ROI) diperoleh nilai t hitung sebesar 2.254 dengan nilai signifikansi sebesar 0.026. Oleh karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05, maka berarti profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.
2. Dari hasil perhitungan uji secara parsial Price Earning Ratio (PER) diperoleh nilai t hitung sebesar -2.078 dengan nilai signifikansi

sebesar 0.04. Oleh karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05, maka PER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

3. Dari hasil perhitungan uji secara parsial ukuran perusahaan (SIZE) diperoleh nilai t hitung sebesar 6.289 dengan nilai signifikansi sebesar 0.000. Oleh karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05, maka SIZE berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.
4. Dari hasil perhitungan uji secara parsial pertumbuhan penjualan (PP) diperoleh nilai t hitung sebesar 1.161 dengan nilai signifikansi sebesar 0.248. Oleh karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05, maka PP tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
5. Dari hasil perhitungan uji secara parsial risiko bisnis (DOL) diperoleh nilai t hitung sebesar 1.06 dengan nilai signifikansi 0.291. Oleh karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05, maka DOL tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
6. Dari hasil perhitungan uji secara parsial kepemilikan institusional (INST) diperoleh nilai t hitung 1.304 dengan nilai signifikansi sebesar 0.195. Oleh karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05, maka INST tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

4.4 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik

4.4.1 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik Uji t untuk H_1

Dari hasil perhitungan uji secara parsial profitabilitas (ROI) diperoleh nilai t hitung sebesar 2.254 dengan nilai signifikansi sebesar 0.026. Oleh karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05, maka berarti profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Hasil ini sesuai dengan Mayangsari (2000); Kaaro (2000); dan Nugroho (2006) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Arah pengaruh positif secara argumentatif dapat dijelaskan oleh fungsi hutang sebagai upaya penghematan pajak secara proporsional. Namun, karena *cost of debt* akan mengurangi jumlah pajak yang dibayarkan, ada kecenderungan meningkatnya profitabilitas akan semakin mendorong perusahaan melakukan *debt financing* (pendanaan menggunakan hutang). Hal ini sesuai dengan *trade off theory*, yang menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka akan semakin besar kapasitasnya untuk menggunakan hutang sehingga akan cenderung memperbesar hutangnya untuk memperoleh penghematan pajak (Setiawan, 2006).

4.4.2 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik Uji t untuk H_2

Dari olah data pada perusahaan property dan real estate periode tahun 2001 sampai dengan 2007 didapatkan PER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Studi sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mptaata dan Sartono (1998) juga membuktikan bahwa PER mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap struktur modal, dimana bertambahnya PER akan menurunkan nilai DER. Bagi investor, DER merupakan proksi risiko finansial karena DER merupakan penggunaan dana yang disertai dengan beban

tetap, dimana semakin besar DER maka akan semakin besar bunga yang harus dibayar perusahaan oleh perusahaan yang bersangkutan.

4.4.3 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik Uji t untuk H₃

Variabel SIZE mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hidayat (2001); Wahidahwati (2002); Fitrijanti dan Riyanto (2002); dan Bhaduri (2002) yang menyatakan bahwa *firm size* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Menurut Riyanto (1995) bahwa suatu perusahaan yang besar dimana saham perusahaan tersebar luas, setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau bergesernya pengendalian dari pihak yang dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya perusahaan kecil dimana sahamnya tersebar hanya di lingkungan kecil, penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Maka perusahaan besar akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhan untuk membiayai operasional perusahaan dalam arti memperluas (ekspansi) ukuran perusahaan jika dibanding perusahaan kecil.

Menurut teori, arah pengaruh ini adalah masuk akal. Semakin besar ukuran perusahaan akan meningkatkan kemampuan *collateral*. Seiring dengan peningkatan *collateral* ini, kapasitas perusahaan untuk melakukan *debt financing* menjadi lebih besar. Di sisi lain, arah pengaruh ini juga konsisten dengan temuan Azofra dan Miguel (1990) yang menyatakan bahwa ada hubungan positif

langsung antara investasi dan hutang. Ukuran perusahaan pada hakekatnya menunjukkan juga tingkat aktivitas investasi perusahaan. Ang (1997) menyatakan bahwa semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar daripada modal sendiri akan meningkatkan *debt equity ratio* (DER).

4.4.4 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik Uji t untuk H₄

Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Meskipun demikian arah penelitian ini sesuai dengan studi yang dilakukan oleh Kaaro (2000) dan Sartono dan Sriharto (1999) yaitu adanya pengaruh positif terhadap struktur modal. Brigham dan Houston (2001: 39) mengatakan bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Hasil tersebut tentu mendukung *pecking order theory* yang memilih penggunaan hutang sendiri dibandingkan penerbitan saham baru sebagai pembiayaan eksternalnya.

4.4.5 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik Uji t untuk H₅

Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko bisnis yang diproksi menggunakan *degree operating leverage* (DOL) tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Meskipun demikian arahnya positif seperti yang diprediksikan Riyanto (1995). Hasil ini mengindikasikan bahwa perubahan sales perusahaan terhadap perubahan keuntungan sebelum pajak tidak mempengaruhi tingkat DER

perusahaan. Terdapat kemungkinan bahwa kebijakan pendanaan perusahaan property dan real estate yang *listed* di BEI periode 2001-2007 kurang efisien dikarenakan terjadi *mismatch* dimana aktivitas seharusnya didanai oleh hutang jangka panjang justru didanai hutang jangka pendek, demikian pula sebaliknya.

Hasil penelitian tersebut tidak sesuai dengan penelitian yang telah ada, yang menyatakan bahwa DOL merupakan penggunaan aktiva dengan biaya tetap dimana dengan harapan *revenue* yang dihasilkan oleh penggunaan aktiva tersebut akan cukup menutup biaya tetap dan biaya variabel. Apabila biaya yang digunakan untuk menutup *fixed cost* tinggi maka penggunaan hutang akan semakin tinggi serta risiko perusahaan juga akan semakin tinggi pula. Perusahaan dengan risiko yang tinggi akan kesulitan untuk membayar kewajibannya (hutang).

4.4.6 Pembahasan Hasil Pengujian Statistik Uji t untuk H₆

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (INST) tidak berpengaruh terhadap keputusan struktur modal yang diproksi dengan DER, meskipun demikian sejalan dengan kajian Fitri dan Mamduh (2003) yaitu pengaruh positif INST terhadap struktur modal yang diproksi dengan *debt equity ratio* (DER) mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional cenderung meningkatkan hutang. Implikasi praktikal dari pengaruh positif ini adalah kepemilikan institusional tidak berfungsi sebagai kontrol internal sehingga para manajer bekerja sesuai dengan kepentingan *stockholders*.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan pada bab IV, dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut: data yang

digunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal, tidak terdapat multikolinieritas, bebas autokorelasi, dan tidak terdapat heterokedastisitas.

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1, menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal yang diproksi dengan DER pada perusahaan property dan real estate periode tahun 2001-tahun 2007.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2, menunjukkan bahwa *price earning ratio (PER)* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal yang diproksi dengan DER pada perusahaan property dan real estate periode tahun 2001- tahun 2007.
3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3, menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal yang diproksi dengan DER pada perusahaan property dan real estate periode tahun 2001- tahun 2007.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4, menunjukkan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksi dengan DER pada perusahaan property dan real estate periode tahun 2001- tahun 2007.
5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5, menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksi dengan DER pada perusahaan property dan real estate periode tahun 2001-tahun 2007.
6. Berdasar hasil pengujian hipotesis 6, menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksi

dengan DER pada perusahaan property dan real estate periode tahun 2001-tahun 2007.

5.2 Implikasi Kebijakan Perusahaan Property dan Real Estate

Berdasarkan hasil penelitian, maka dapat disusun urutan pengaruh variabel dependen sesuai dengan besarnya nilai β *Unstandardzed Coefficient*. Semakin besar nilai β maka semakin besar pengaruhnya sehingga perlu lebih diperhatikan dalam struktur modal perusahaan.

1. Melihat hasil penelitian ini dimana ukuran perusahaan (SIZE) memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal (DER) perusahaan property dan real estate dengan nilai β paling tinggi yaitu sebesar 0.484, maka manajemen perusahaan memandang bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan sangat berperan dalam peningkatan penggunaan hutang untuk memenuhi kebutuhan dana dalam perusahaan. Hal ini membuat peningkatan ukuran perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kemampuan perusahaan untuk melakukan pinjaman, karena semakin besar ukuran perusahaan yang dimiliki perusahaan berarti jaminan untuk memperoleh hutang menjadi lebih besar pula.
2. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada pengaruh positif antara variabel profitabilitas (ROI) terhadap struktur modal (DER) dengan nilai β sebesar 0.077 yang berarti menunjukkan bahwa manager dan investor dari perusahaan property dan real estate di Indonesia memandang nilai ROI berkaitan dengan akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor

dan kreditor) dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt ratio* juga akan semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang relatif lebih besar daripada peningkatan modal sendiri). Sehingga dapat disimpulkan bahwa investor hanya melihat komponen ROI karena; (1) Sesuai harapan dan kepercayaan sehingga ROI merupakan variabel sentral, dan (2) ROI menunjukkan kemampuan yang efisien atau hasil kebijakan dan kinerja perusahaan.

3. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada pengaruh negatif antara variabel *price earning ratio* (PER) terhadap struktur modal perusahaan (DER) dengan nilai β sebesar 0.005 yang berarti menunjukkan bahwa manager dan investor dari perusahaan property dan real estate di Indonesia memandang nilai PER akan menurunkan nilai DER. Karena DER merupakan penggunaan dana yang disertai dengan beban tetap, dimana semakin besar DER maka akan semakin besar bunga yang harus dibayar perusahaan oleh perusahaan yang bersangkutan.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan sebelumnya bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 7 tahun dengan sampel yang terbatas (127 sampel). Disamping itu rasio keuangan perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi DER hanya terbatas enam rasio, yaitu: profitabilitas, PER, ukuran perusahaan (*firm size*), pertumbuhan penjualan, risiko bisnis, dan kepemilikan institusional.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Hasil penelitian menunjukkan kecilnya pengaruh variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen, dengan kemampuan prediksi sebesar 33.1% mengindikasikan keenam variabel independen (profitabilitas, PER, ukuran perusahaan (*firm size*), pertumbuhan penjualan, risiko bisnis, dan kepemilikan institusional) mampu menjelaskan variabel DER dengan derajat kepastian sebesar 33.1%. Sehingga perlu menghubungkan pengaruh DER terhadap variabel makro ekonomi dan non ekonomi. Variabel makro ekonomi yang mungkin berpengaruh terhadap DER antara lain: tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing dan kondisi ekonomi lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, Syukriy. 2001. “ **Hubungan antara kepemilikan manajerial, struktur modal, dan Kebijakan Deviden**”, Jurnal Manajemen dan Bisnis, Vol.3, No.2, Mei, p. 159-176
- Agrawal, A., and G. N., Mandelker, 1990, “*Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Anti takeover Charter Amendments.*” **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 25, 143-161.
- Ang, Robert, 1997. **Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)**. Mediasoft Indonesia
- Ariyanto, Taufik, 2002. “ **Pengaruh Struktur Pemegang Saham Terhadap Struktur Modal Perusahaan**”, Jurnal Manajemen Indonesia, Vol. 1, No. 1: 64-71.
- Atmaja, Lukas Setia, 1999, **Manajemen Keuangan**, Penerbit Andi, Jogjakarta
- Bagnani, S.B, Nickolaos T. Milonas, Anthony Saunders dan Nickolaos G. Travlos, 1994, “*Managers, owners, and The Pricing of Risk debt: an empirical analysis*”, The Journal of finance, Vol XLIX, June, pp. 453-475
- Barber, B.M. dan Lyon. 1997.”*Firm Size, Book to market ratio and security return: A hold sample of financial firm*”, Journal of Finance, vol.LII, no.2, Juni
- Bathala, C.T et al. 1994,” *Managerial ownership, debt policy and the impact of institutional holdings: an agency perspective*”Financial Management, vol.23, no.3, Autumn.

- Bayless, M.E., Diltz, J.D. (1994), "**Securities offerings and capital structure theory**", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21 No.1, pp.77-91.
- Barton, S.L. and P.J. Gordon, 1988, "**Corporate Strategy and Capital Structure**," *Strategic Management Journal*, Vol. 9, pp. 623-632.
- Bauer, Patrik, 2004," *Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from The Czech Republic* ", *Journal of Economic and Finance*, 54
- Benston, G; Irvine, P; Rosenfeld, J; Sinkey, J, F, 2003, "**Bank Capital Structure, Regulatory Capital and Securities**", *Journal Of Money, Credit, And Banking*, 35, 322-301.
- Bisnis Indonesia, Pustaka, 2008," **JSX Watch 2008-209**", Eight Edition, June
- Brigham, E, F, 1983, "**Fundamentals Of Financial Management**. Third Edition. Holtsaunders Japan: The Dryden Press.
- Brigham, E.F. dan Gapenski, L.C., 1996, **Intermediate financial management**, fifth edition-international edition, The dryden Press.
- Carleton, W. T. and I. H. Silberman. 1977. "**Joint determination of rate of return and capital structure: An econometric analysis.**" *Journal of Finance*, 32: 811-821.
- Cassar, Gavin dan Holmes, Scott, 2003, "**Capital Structure and Financing of SMEs: Australian evidence**," *Accounting and Finance*,43, 2003, 123-147
- Chaganti, R., dan Damanpour, F., 1991,"**Institutional ownership, capital structure and Firm Performance**", *Strategic Management Journal*, vol.12,479-491
- Chung, 1993,"**Assets Characteristicsand Corporate Debt Policy**", *Journal of Business Finance and accounting*, 83-98

- Crutchley, Claire E., dan Hansen, R.S., 1989, "*a test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage and corporate dividend*", Financial management, Winter 1989.
- Damodar N. Gujarati, **Basic Econometrics**, 3rd Edition. New York: McGraw-Hill, 1995.
- DeAngelo, dan Masulis. 1980." *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal taxes*", Journal of Financial Economics, vol.8, March
- Eriotis, N, 2007, "*How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An Empirical Study*", Managerial Finance, Vol 33, No 5: PP. 321-331., hal. 35-63
- Fama, E.F. dan French, K.R., 2000,"*Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividend dan debt*", Working paper, University of Chicago
- Fabozzy, Frank J., Franco Modigliani dan Michael G. Ferri, 1994, "*Foundation of Financial Market and Institution*", Prentice Hall Inc., Eaglewood Clift. New Jersey
- Fitrijanti, T. Dan Jogiyanto, H. (2002). **Set Kesempayan investasi: konstruksi dan analisis hubungannya dengan kebijakan pendanaan dan deviden.** Jurnal Riset Akuntasnsi Indonesia
- Friend, I. dan Hasbrouck, J. 1988. "*Determinant of Capital Structure*". JAI Press Inc., New York, pp. 1-19.
- Ferri, M. and W. Jones. 1979. *Determinants of financial structure: A new methodological approach.* Journal of Finance, 34: 631-644.
- Ghozali, Imam. 2006." **Aplikasi Analisis Multivariat Dengan Program (SPSS. 16)**

- Husnan, Suad, 1998, *“Corporate Governance Dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan Dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional Dan Bukan Multinasional”*, Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi, Vol. 1, No.1, Februari: 1-12
- Horne, Van, 1995, *Financial Management and Policy*. Edisi 10. New York: Prentice hall
- Indrajaja, Hermansjah, 2006, *“Analisis Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap Struktur Modal”* Thesis program studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Jajat, S., 2007. *“Bisnis Properti yang Kembali Bangkit”*, majalah bisnis, properti & wirausaha (majalah gratis)”, Desember.
- Jarrow, Robert A & Lando, David & Turnbull, Stuart M, 1997. *“A Markov Model for the Term Structure of Credit Risk Spreads,”* Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, vol. 10(2), pages 481-523.
- Jawa Pos, 2008. *“Belanja Konsumen AS Melemah, Real estate Lesu Darah”*, 18 April 2008
- Jensen, M; W, Meckling (1976), *“Theory Of The Firm: Managerial Behaviour, Agency, And Ownership Structure”*, Journal Of Financial Economics, 305-360
- Kaaro, Hermendito, 2000, *“Analisis Leverage Dan Dividen Dalam Lingkungan Ketidakpastian: Pendekatan Pecking Order dan Balancing Theory”*, Simposium Nasional Akuntansi IV.
- Lambert, Richard A., 2001, *“Contracting Theory and Accounting”*, Journal of Accounting and Economics, 32: 3-87
- Lestari, Holydia, 2004, *“Pengaruh Kebijakan Hutang, kebijakan deviden, risiko dan profitabilitas perusahaan terhadap set kesempatan Investasi”*, SNA VII, Denpasar Bali. Desember: 1059-1070

- Listyani, Theresia T., 2003,” **Kepemilikan Manajerial, kebijakan hutang dan Pengaruhnya terhadap kepemilikan Saham Institusional: studi pada Perusahaan Manufaktur di BEJ**”, Jurnal MAKSI, vol.3, Agustus
- Low, Pek, Yee; Chen, Kung, H, 2004, “*Diversification and Capital Structure: Some International Evidence*” **Review of Quantitative Finance and Accounting**; Jul 2004; 23, 1
- Margaretha, F, 2003, “**Tinjauan Persepsi Manajemen Terhadap Struktur Modal Perusahaan ‘Go Public**”, Media Riset Bisnis & Manajemen, Vol 3, No 1.
- _____; Sari, L, 2005, “**Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Multinasional Di Indonesia**”, Media Riset Bisnis & Manajemen, Vol 5, No 2.
- Mayangsari, Sekar, 2001, “**Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypothesis**”, Media Riset Akuntansi, Auditing Dan Informasi, Vol 1, No. 3: 1-26
- Mehran, H., 1995, “*Executive Compensation Structure, ownership and firm performance*”, Journal of Financial Economics, 38, 163-184
- Miller, M.H., Modigliani, F. (1966), “*Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry, 1954-1957*”, American Economic Review, Vol. 56 No.3, pp.333-91.
- Moh’d Mahmoud A., Perry Larry G., Rimbey James N., 1998,” ***The Impact of ownership structure on corporate debt policy: a time series cross sectional analysis***”, The Financial Review 33: 85-98.
- Mutamimah. 2003.” **Analisis Struktur Modal pada Perusahaan-perusahaan non finansial yang go public di Pasar Modal Indonesia**”, Jurnal Bisnis Strategi. Vol.11, thn VIII, Juli.
- Myers, S, 1984, “***The Capital Structure Puzzle***”, Journal Of Finance, Vol. 39, July, 1984.

- Myers, S.C and Majluf N.S. 1984. *“Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have.”* Journal of Financial Economics: 187-221.
- Nugroho, Asih Suko, 2006,”**Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Properti yang Go public di BEJ untuk periode 1994-2004**”, Tesis Pascasarjana Universitas Pangeran Diponegoro, Semarang
- Nurani, L.E., 2004,” **Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan: studi kasus pada Perusahaan Manufaktur yang listed di BEJ**”, Tesis Pascasarjana Universitas Pangeran Diponegoro, Semarang
- Ozkan, Aydin, 2001, *“Determinants of capital Structure and Adjustment to long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data”*, Journal of Business Finance and Accounting, 28(1) and (2), January/March, 2001.
- Putera, B.S., 2006,”**Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Rasio Pertumbuhan dan ROA terhadap Kebijakan Pendanaan: Perbandingan pada Perusahaan PMA dan PMDN yang listed di BEJ periode 2002-2004**”, Tesis Pascasarjana Universitas Pangeran Diponegoro, Semarang.
- Rajan, R.G., dan Zingales, 1995,”*What do we know about capital structure? Some evidence from national data*”,the Journal of Finance, vol.5, Desember.
- Riyanto, Bambang, 1995, **Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan**, BPFE, UGM, Jogjakarta.
- Rozeff, M.S.Fall, 1992.” *Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividen Decisions.*” Journal of Financial Research:Vol.V,No.3, 249-259 (Web Document) <http://search.epnet.com>
- Saidi, 2004, **“Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002”**, Jurnal Bisnis Dan Ekonomi, Vol 11, No. 1

- Sartono, Agus, 2001, “ **Kepemilikan orang dalam (*Insider Ownership*), Hutang dan Kebijakan Deviden: Pengujian Empirik Teori Keagenan (*Agency Theory*)**”. Jurnal Siasat Bisnis, no.6, Vol.2
- Sartono, Agus R. dan Sriharto, Ragil, 1999,” **Faktor-faktor penentu Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Indonesia**”, Sinergi, vol.2, no.2, hal 175-188
- Subagyo, T.H., 2008, “ **Outlook Bisnis Properti Indonesia 2008: Era Baru Pembiayaan Perumahan**”, www.stockmarketnews.com , 19 Januari 2008
- Sujianto, Agus Eko, 2001,” **Analisis Variabel-variabel yang mempengaruhi struktur keuangan pada perusahaan manufaktur yang Go Public di BEJ**”, Jurnal Ekonomi dan Manajemen, vol.2, no.2, Desember, hal. 125-138
- Sujoko, Soebiantoro. 2007, “**Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan**”, Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan, Vol. 9, No. 1: 41-48
- Suranta, Eddy dan Mdiastuty, Pranata Puspa, 2003, “ **Analisis hubungan struktur kepemilikan manajerial, nilai perusahaan dan investasi dengan model persamaan linier simultan**,” Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, vol.6, no.1, hal. 54-68
- Tandjung, Akbar, 2008,” Seminar Properti Forum Alumni Certified Property Analyst (CPA) **Panangian School of Property (PSP)**”, Jakarta,18 Juni 2008
- Titman, S; R, Wessels, 1988, “***The Determinants Of Capital Structure Choice***,” Journal Of Finance 43, Hal 1-19.
- Tobing, Rudolf, L; Ibad, Akromul, 2005, “**Perbedaan Struktur Pendanaan Perusahaan Multinasional Dan Perusahaan Domestik Di Indonesia**”, Manajemen Keuangan, Vol 12, No. 2.
- Wahidahwati, 2002, “**Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif**

Theory Agency". Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol 5, No. 1, Januari: 1-16

Wald, J.K., 1999,"*How Firm Characteristics Affect Capital Structure: an International Comparison*", The Journal of Financial Management, 23; 161-167

Ward, C, 1999, "*Estimating The Cost Of Capital*", Journal Of Corporate Real Estate, Vol 1, No 3: PP. 287-293.

Wediniarti, E.T, 2006,"**Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan: studi empiris pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 2000-2004**", Tesis Pasca Sarjana Universitas Pangeran Diponegoro, 2006

Weston, J.F., dan Copeland T.E., 1986, **Manajemen Keuangan 8th edition**, Binarupa Aksara, Jakarta.

Widodo, Heri. 2001, "**Analisis Beberapa Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal: studi pada perusahaan Properti dan Real Estate yang Go Public di Bursa Efek Jakarta**", IKTISADIA, Jurnal Ekonomi, vol.1, no.1, November: 90-96

Yuniningsih, 2002,"**Interdependensi antara kebijakan devidend payout ratio, Financial leverage dan Investasi pada perusahaan yang listed di BEJ**", Jurnal Bisnis Ekonomi, vol.9, no.2, hal. 164-182