**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL, *LEVERAGE* DAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**

**Studi pada Perusahaan Yang Termasuk Dalam Kelompok *Property & Real Estate* Periode Tahun 2004-2013**

**Febriani Dhian Astuti**

Program Studi Magister Manajemen

Universitas Diponegoro Semarang

***ABSTRACT :*** *This research objective was to investigate the influence of factors firm-characteristic profitability and firm size to speed of adjustment capita structure, leverage and the firm value at group property and real estate company during 2004-2013. This research based on the theoretical gap capital structure (trade-off theory, pecking order theory and market timing) and the research gap found in previous studies***.**

*The sample of this research was selected based on purposive sampling with criteria that have been set. The data was based on publicity Indonesian Capital Market Directory (ICMD) from 2003-2013. Sample was acquired 20 0f 51 company. The analysis technique used is a 3-stage least square and hypotheses was test using t-statistic and f-statistic at level of significance of 5%.*

*Empirical evidence showed that companies do the adjustments of target capital structure. Profitability partially have a significant effect on the firm value, either directly or through an intervening variable speed of adjustment and leverage. Firm size variables significantly influence the firm value, but through an intervening variable speed of adjustment and leverage is no significant. Prediction capability of both profitability and firm size variable to speed of adjustment are 46.68% and 53.32% influenced by other factors. Suggested to do future research to expand other factors, such as macro economic factors.*

*Keywords: Profitability, Firm Size, Leverage and Firm Value.*

**PENDAHULUAN**

Struktur modal perusahaan terdiri dari modal sendiri (ekuitas) dan hutang (*leverage*). Penggunaan struktur modal yang optimal akan menghasilkan laba bagi perusahaan. Weston & Brigham (1990) menyatakan bahwa struktur modal optimal adalah penggunaan struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan *return* (tingkat pengembalian) sehingga memaksimalkan harga saham.

Keputusan kebijakan finansial perusahaan akan berpengaruh pada kelangsungan perusahaan. Oleh karena itu, para manager perusahaan harus fokus dalam menentukan kebijakan finansialnya sehingga keseimbangan antara risiko dan *return* mencapai optimal, khususnya dalam penggunaan hutang (*leverage*).

Krisis ekonomi yang terjadi di Indonesia pada tahun 1997-1998 berdampak pada penurunan kinerja, terutama pada sektor *property*. Hilangnya kepercayaan investor yang menyebabkan melemahnya investasi dan kebijakan pengetatan moneter yang dilakukan pemerintah mendorong peningkatan suku bunga sehingga menyebabkan peningkatan risiko atas penggunaan *leverage.*

Keputusan dalam penentuan struktur modal sangat dipengaruhi oleh karakteristik di mana perusahaan tersebut berada dan keunikan dari perusahaan secara individu perusahaan. Apapun keputusan yang diambil perusahaan akan sangat berpengaruh pada nilai keuangan perusahaan, yang terefleksi pada harga saham perusahaan yang di perdagangkan di bursa. Dengan adanya reaksi harga saham terhadap pemberitahuan perubahan struktur modal menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan bergerak sedikit atau lebih jauh ke arah struktur modal yang lebih optimal atau seperti yang telah ditargetkan (Asih Suko Nugroho, 2006). Levy dan Hennessy (2007) menemukan bahwa aktivitas taktis manajerial, di mana manajer aktif mengganti ekuitas untuk utang selama ekspansi ekonomi dan mengganti utang untuk ekuitas pada saat kontraksi ekonomi. Seperti taktis *rebalancing* utang dan ekuitas di berbagai negara ekonomi makro memberikan fungsi sinyal, di mana manajer selama kontraksi ekonomi sengaja menigkatkan pangsa kepemilikan total ekuitas, mengirimkan sinyal kepercayaan ke pasar peserta. Penelitian – penelitian di atas membuktikan bahwa perusahaan melakukan penyesuaian terhadap struktur modal mereka.

Atas dasar uraian dari latar belakang masalah mengenai turunnya kinerja perusahaan akibat dampak dari krisis moneter yang melanda Indonesia pada tahun 1997-1998 yaitu melemahnya investasi dan peningkatan risiko atas penggunaaan *leverage*, sehingga perlu dilakukan penelitian yang bertujuan untuk menjaga kestabilan *leverage* agar tetap berada pada *leverage* optimalnya / yang telah ditargetkan. Perusahaan dengan l*everage* yang optimal / yang telah ditarget akan dapat meminimalisasi risiko atas penggunaan *leverage* yang berlebihan terutama pada saat kontraksi ekonomi, sehingga peningkatan nilai perusahaan yang diharapkan atas penggunaan *leverage* dapat tercapai.

**TELAAH PUSTAKA**

***Trade-off theory, Target Leverage* dan Kecepatan Penyesuaian Struktur Modal**

Konsep target struktur modal memainkan peran penting dalam banyak model pembiayaan korporasi. Hovakimian et al. (2001) telah menentukan target rasio leverage sebagai rasio perusahaan yang akan dipilih karena tidak adanya asimetri informasi, biaya transaksi dan biaya penyesuaian lainnya. Dalam model teoritis keagenan (Jensen & Meckling, 1976; Stulz, 1990), leverage target meminimalkan jumlah dari biaya agen terkait kebijaksanaan manajerial dengan pendanaan ekuitas dan biaya agensi dari utang, seperti kurangnya biaya investasi (Myers, 1977) dan aset substitusi (Jensen & Meckling, 1976). Dalam *signaling model* (Ross, 1977), leverage target ditentukan oleh trade-off antara manfaat yang terkait dengan nilai pasar yang lebih tinggi dan signaling biaya kredibel ke pasar bahwa nilai yang tinggi. Menurut trade off statis teori (Modigliani & Miller, 1963, Myers, 1984) perusahaan mengoptimalkan struktur mereka dengan manfaat pajak perdagangan dari pembiayaan utang saat kesulitan keuangan.

*Trade-off theory* (TOT) memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara *capital structure* dan nilai perusahaan terdapat suatu tingkat *leverage (debt ratio*) yang optimal. Oleh karena itu perusahaan akan selalu berusaha menyesuaikan tingkat *leverage* ke arah yang optimal. Jadi, tingkat *leverage* perusahaan bergerak terus dari waktu ke waktu ke arah suatu target yang ingin dicapai. Sayangnya target *leverage* ini tidak bisa diamati (*unobservable*) dalam praktik di perusahaan. Yang dapat kita amati adalah arah dan kecepatan dari proses penyesuaian tersebut. Oleh karena itu, untuk meneliti fenomena ini diperlukan metodologi dengan menggunakan model dinamis.

Perusahaan dapat memilih beberapa opsi dalam menyeimbangkan kembali struktur modalnya. Perusahaan dapat membayar kembali hutang atau menerbitkan ekuitas ketika *overleveraged* dan juga dapat membeli saham atau menerbitkan hutang baru ketika *underleveraged.* Dalam hal ini dibutuhkan fleksibilitas finansial atau pendanaan eksternal, sehingga perusahaan mempunyai kemampuan yang berbeda dalam menyesuaikan struktur modalnya.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 : Perusahaan dalam kelompok *property & real estate*  melakukan penyesuaian *terhadap* struktur modal mereka ke arah struktur modal yang ditargetkan dan kecepatan penyesuaian berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan.

**Faktor–Faktor Karakteristik Perusahaan yang Mempengaruhi Kecepatan Penyesuaian dan *Leverage.***

Perusahaan dengan *size* yang lebih besar memiliki biaya yang relatif kecil dalam mengubah struktur modal mereka, hal ini di karenakan perusahaan dengan *size* besar harus lebih siap untuk memperbaiki penyimpangan terhadap target struktur modal meraka. Selain itu, ketersedian informasi yang lebih baik kepada publik pada perusahaan dengan *size* yang besar, menyiratkan akses yang baik untuk utang dan ekuitas serta menurunkan diantisipasi biaya yang timbul dari asimetri informasi pada saat pengumuman.

R. Haron *et al.* (2013) dalam penelitiannya menyatakan bahwa ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kecepatan penyesuaian untuk perusahaan di Malaysia. Drobetz dan Wanzenried (2006) dalam penelitiannya juga menemukan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap kecepatan penyesuaian. Perusahaan besar lebih peduli tentang keputusan struktur modal daripada perusahaan-perusahaan kecil (Banjeree *et al*. 2004).

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2 : *Firm size* berpengaruh positif terhadap kecepatan penyesuaian.

Profitabilitas diharapkan akan berhubungan positif dengan kecepatan penyesuaian. Hal ini didasarkan pada argumen yang diajukan oleh Myers dan Majluf (1984) bahwa perusahaan harus memilih pendanaan internal sebelum pendanaan eksternal, dan lebih menguntungkan perusahaan, seharusnya semakin besar ketersediaan kas internal, sehingga bisa meningkatkan kecepatan penyesuaian struktur modal yang ditargetkan. Flannery dan Hankin (2007) menyatakan bahwa arus kas bebas positif dari investasi yang menguntungkan mengurangi biaya pendanaan eksternal yang dapat mempengaruhi kecepatan penyesuaian. Profitabilitas menyediakan dana yang cukup dan Myers (1977) mencatat bahwa profitabilitas (menghapus) kendala internal, dan Hovakimian et al. (2001) menyatakan bahwa hal itu mungkin (meningkatkan) kecepatan penyesuaian.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : *Profitability* perusahaan berpengaruh positif terhadap kecepatan penyesuaian.

Dalam *trade-of theory* menyatakan adanya hubungan positif antara *size* dengan *leverage* perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian Titman dan Wessels (1988) yang menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung lebih beragam dan lebih sering gagal. *Trade-off theory* memprediksi hubungan antara ukuran dan kemungkinan kebangkrutan. Jika diversifikasi sejalan dengan arus kas yang lebih stabil.

Darminto dan Manurung (2008) menyatakan bahwa variabel yang cukup signifikan pengaruhnya terhadap *leverage* adalah ukuran besarnya perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk menyediakan jaminan pinjaman, yang keduanya berkorelasi positif dengan tingkat leverage perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan dan semakin besar proporsi *tangible fixed asset* yang dimiliki perusahaan, maka semakin tinggi tingkat *leverage*-nya. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4 : *Firm size* berpengaruh positif terhadap *leverage.*

Dalam *trade-off theory, agency costs, taxes, and bankruptcy costs* mendorong *profitable* perusahaan terhadap *book leverage* yang lebih tinggi. Biaya kebangkrutan yang diharapkan menurun ketika profitabilitas meningkat, pengurangan pembayaran bunga perusahaan mendorong perusahaan lebih *profitable* untuk dibiayai dengan hutang. Jensen dan Meckling (1976), Jensen (1986) berpendapat bahwa *leverage* yang lebih tinggi membantu dalam pengontrolan masalah perusahaan dengan memaksa manajer untuk membayar dari kelebihan kas perusahaan. Komitmen yang kuat untuk membayar sebagian besar pra-kepentingan pendapatan untuk kreditur menunjukkan hubungan positif antara *book leverage* dan profitabilitas. Konsisten dengan teori *signalling* (Ross, 1977), di mana tingkat yang lebih tinggi dari hutang dapat digunakan oleh manajer untuk sinyal masa depan yang optimis untuk perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5 : *Profitability* perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage.*

***Signaling Theory* dan Pengaruh *Leverage* terhadap NilaiPerusahaan.**

*Signaling Theory* menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* yang besar dapat dipakai manajer sebagai signal yang optimis akan masa depan perusahaan. Teori signaling ini muncul karena adanya permasalahan asimetris informasi. Karena kondisi asimetris informasi ada dari waktu ke waktu, perusahaan harus menjaga kapasitas cadangan pinjaman dengan menjaga tingkat pinjaman yang rendah. Adanya cadangan ini memungkinkan manajer untuk mengambil keuntungan dari kesempatan investasi tanpa harus menjual saham pada harga rendah. Dengan demikian akan mengirimkan signal yang sangat mempengaruhi harga saham (Ross, 1977).

De Angelo dan Masulis (1980) membuktikan dampak perubahan komposisi hutang terhadap harga saham. Mereka menunjukkan bahwa abnormal returns pada hari pengumuman dari perusahaan–perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang, ternyata positif. Sedangkan perusahaan yang menurunkan leverage ternyata memperoleh abnormal returns yang negatif pada hari pengumuman dan sehari setelahnya. Abnormal returns yang positif berarti bahwa keuntungan yang diperoleh para pemodal lebih besar dari keuntungan yang seharusnya. Abnormal returns yang positif bagi perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang berarti bahwa peningkatan leverage dinilai memberikan manfaat bagi pemodal dalam bentuk penghematan pajak. Ini berarti *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H6 : Perusahaan dalam kelompok *property & real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki *leverage* yang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

**Pengaruh Faktor Karakteristik Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan.**

*Firm size* merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan oleh investor dalam investasi. *Firm size*  dapat dilihat dari jumlah total aset yang dimiliki perusahaan untuk membiayai kegiatannya. Semakin besar ukuran perusahaan maka total aset yang dimiliki juga besar. *Firm size* yang besar akan memberikan *signal* positif bagi investor, dengan besarnya total aset yang diinvestasikan perusahaan diharapkan dapat memberikan *return* yang besar. *Signal* positif akan meningkatkan *price* perusahaan, dengan demikian nilai perusahaan menjadi tinggi.

Hidayati (2010) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap *price book value.* Hasil penelitian ini sekaligus mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Soliha dan Taswan (2002) dan Ekayana (2007). Martani, et al (2009) menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang ditunjukkan dengan total aset berkorelasi positif dengan *return*. Dengan meningkatnya *return* akan meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H7 : *Firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan*.*

Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi dikaitkan dengan mampunya perusahaan tersebut dalam mendayagunakan sumber daya atau aset yang dimiliki perusahaan untuk menghasilkan laba, yang nantinya mampu menciptakan nilai perusahaan yang tinggi dan memaksimumkan kekayaan pemegang sahamnya dan akan mendapatkan respon positif dari pihak luar. Laba yang diperoleh perusahaan dijadikan sebagai parameter sejauh mana suatu perusahaan membiayai kegiatan perusahaan dengan menggunakan dana internal dan mengurangi penggunaan dana eksternal demi pencapaian tujuan perusahaan (Pangulu, 2014).

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H8 : *Profitability* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan*.*

**METODOLOGI PENELITIAN**

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan dalam kelompok *property & real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria: (1) Jumlah perusahaan dalam kelompok property & real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia beroperasi di Indonesia; dan (2) perusahaan dalam kelompok *property & real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang menyajikan laporan keuangan periode tahun 2003 sampai dengan 2013. Dari jumlah populasi yaitu 51 perusahaan, hanya 20 perusahaan yang memenuhi syarat dalam pengambilan sampel penelitian. Pengumpulan data dilakukan dengan menggunakan data sekunder dari laporan tahunan perusahaan yang dikutip dari Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini dilaksanakan dengan menggunakan model persamaan simultan. Langkah untuk mengestimasi persamaan dilakukan dengan menentukan model struktural persamaan simultan. Selanjutnya dilakukan identifikasi model. Langkah terakhir adalah mengestimasi parameter dari persamaan yang didapatkan dengan menggunakan metode *Three Stage Least Square* (3SLS).

Model persamaan struktural dalam penelitian ini adalah:

1. KP = α0 + α1 PROF + α2 SIZE + e1
2. LEV = α0 + α1 KP + α2 PROF + α3 SIZE + e2
3. PBV = α0 + α1 LEV + α2 PROF + α3 SIZE + e3

Kecepatan penyesuaian dihitung dengan menggunakan metode *partial adjustment process* (Flannery dan Rangan, 2006) yang sebelumnya didalilkan oleh Nerlove yang dikenal sebagai hipotesis penyesuaian parsial atau penyesuaian stok, persamaannya adalah sebagai berikut;

**Li,t – Li,t-1 = δi,t (Li,t\* - Li,t-1)**

Ada tiga kemungkinan struktur modal yang diteliti dengan mengunakan persamaan diatas, jika **δ = 1,**  maka hutang aktual sama dengan hutang optimal, jika **δ < 1,** maka penyesuaian yang dilakukan masih dibawah tingkat hutang optimalnya, jika **δ > 1,** maka perusahaan telah *overadjusting.*

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

**H1 : Perusahaan dalam kelompok *property & real estate*  melakukan penyesuaian *terhadap* struktur modal mereka ke arah struktur modal yang ditargetkan dan kecepatan penyesuaian berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan.**

Hasil analisis regresi tahap II, menunjukkan adanya pengaruh positif Kecepatan Penyesuaian (KP) terhadap LEV dan signifikan secara statistik. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh positif antara KP dan LEV. Kecepatan penyesuaian terhadap target leverage menunjukkan adanya *trade-off theory dynamic.* Semakin cepat penyesuaian berlangsung, maka semakin besar menutup kesenjangan antara struktur modal saat ini dengan struktur modal yang diharapkan. Hasil analisis menunjukkan bahwa perusahaan kelompok *property* dan *real estate* tergolong dalam perusahaan *underleverage,* sehingga cenderung menerbitkan hutang dibandingkan ekuitas dalam menyesuaikan struktur modalnya. Penyesuaian struktur modal akan berpengaruh positif terhadap *leverage.*

**H2 : *Firm size* berpengaruh positif terhadap kecepatan penyesuaian.**

Hasil regresi tahap I menunjukkan variabel *firm size* tidak berpengaruh secara statistik,. Hal ini dikarenakan adanya biaya penyesuaian yang tinggi. Drobets dan Wanzenried (2006) menyatakan apabila biaya penyesuaian tinggi untuk kembali ke tingkat optimal, perusahaan dapat benar-benar tidak menyesuaiakan bahkan ketika mereka menyadari bahwa struktur modal yang sebenarnya tidak optimal.

**H3 : *Profitability* perusahaan berpengaruh positif terhadap kecepatan penyesuaian.**

Hasil regresi tahap I menunjukkan adanya pengaruh positif *profitability* terhadap kecepatan penyesuaian dan hasilnya signifikan secara statistik. Semakin besar *profitability* suatu perusahaan, kecepatan penyesuaian terhadap struktur modalnya akan semakin cepat. Hal ini dikarenakan perusahaan yang *profitable* memiliki fleksibilitas dan akses yang lebih baik dalam memperoleh pendanaan baik eksternal maupun internal, sehingga penyesuaian terhadap struktur modalnya akan lebih cepat dibandingkan dengan perusahaan yang kurang *profitable.* Hasil ini mendukung penelitian Flannery dan Hankin (2007) yang menyatakan bahwa arus kas bebas positif dari investasi yang menguntungkan mengurangi biaya pendanaan eksternal yang dapat mempengaruhi kecepatan penyesuaian. Myers (1977) menyatakan bahwa profitabilitas menghapus kendala internal, dan Hovakimian *et al.* (2001) menyatakan bahwa hal itu mungkin (meningkatkan) kecepatan penyesuaian.

**H4 : *Firm size* berpengaruh positif terhadap *leverage.***

Hasil regresi tahap II menunjukkan bahwa *firm size* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *leverage*. Hal ini mungkin dikarenakan perusahaanbesar dengan *growth opportunity* yang tinggi akan lebih mengutamakan penerbitan ekuitas bukan utang ketika *overvaluation* dengan adanya ekspektasi pertumbuhan yang diharapkan lebih tinggi (Antoniou *et al.,* 2008). Selain itu, perusahaan besar memiliki ketersediaan informasi publik yang lebih baik sehingga memudahkan perusahaan dalam memperoleh pendanaan di pasar dalam bentuk ekuitas.

**H5 : *Profitability* perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage.***

Hasil regresi tahap II menunjukkan adanya pengaruh positif positif *profitability* terhadap leveragedan signifikan secara statistik. Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan akan memberikan rasa aman bagi kreditur dalam memberikan pinjaman, selain itu perusahaan yang *profitable* dianggap memiliki peluang investasi yang baik di masa depan sehingga mengirimkan sinyal yang baik kepada para investor dalam memberikan pendanaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Frank dan Goyal (2008) dan Barros dan Silveira (2007) yang menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan.

**H6 : Perusahaan dalam kelompok *property & real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki *leverage* yang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.**

Hasil regresi tahap III, menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan secara statistik. Gitman (2003) dengan *EBIT-EPS Analysis*; menyatakan bahwa bila biaya bunga hutang murah, perusahaan akan lebih beruntung menggunakan sumber modal berupa hutang yang lebih banyak, karena menghasilkan laba per saham yang makin banyak. Penggunaan hutang yang semakin besar, pada perolehan laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) yang sama akan menghasilkan laba per saham yang lebih besar. Jika laba per saham meningkat, maka akan berdampak pada meningkatkannya harga saham atau *return* saham, sehingga secara teoritis *leverage* akan berpengaruh positif pada *return* saham. Meningkatnya *return* saham berarti nilai perusahaan juga meningkat. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya, yaitu Syahib Natarsyah (2000), Imron Rosyadi (2000), Fransisca dan Hasan Bakti Siregar (2008) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Meningkatnya *return* sahamakan meningkatnkan nilai perusahaan.

**H7 : *Firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan*.***

Hasil regresi tahap III menunjukkan adanya pengaruh positif antara *firm size* dengan nilai perusahaan dan signifikan secara statistik. Perusahaan besar pada umumnya memiliki fleksibilitas dan aksebilitas yang tinggi dalam memperoleh pendanaan, terutama pendanaan di pasar modal. *Firm size* yang besar akan memberikan *signal* positif bagi investor, dengan besarnya total asset yang diinvestasikan perusahaan diharapkan akan memberikan *return* yang besar pula. *Signal* positif akan meningkatkan *price* perusahaan, yang nantinya akan meningkatnkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Hidayati (2010), soliha dan Taswan (2002), Martani, *et al.* (2009) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang ditunjukkan dengan total asset berpengaruh positif dengan *return.* Dengan meningkatnya *return* akan meningkatkan nilai perusahaan.

**H8 : *Profitabilitty* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan*.***

Hasil regresi tahap III juga menunjukkan adanya pengaruh positif antara *profitability* dengan nilai perusahaan. *Profitability* yang tinggi berarti perusahaan dapat mendayagunakan asset yang dimiliki untuk menghasilkan laba, yang nantinya mampu menciptakan nilai perusahaan yang tinggi dan memaksimumkan kekayaan pemegang sahamnya dan akan mendapatkan respon positif dari para investor. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Kusumawijaya (2011), Yuniasih dan Wirakusuma (2006) yang menyatakan bahwa kinerja keuangan yang diukur dengan *return on asset* berpengaruh positif secara statistik terhadap nilai perusahaan.

**KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN**

**Simpulan**

Dari delapan hipotesis yang diajukan hanya hipotesis 1, 3, 5, 6, 7 dan 8 yang dapat diterima, artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependennya.

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa perusahaan kelompok *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia malakukan penyesuaian terhadap target struktur modalnya dan secara parsial variabel KP berpengaruh signifikan positif terhadap variabel *Leverage* artinya peningkatan KP akan meningkatkan nilai *Leverage*.

2. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara parsial variabel s*ize* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel KP.

3. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara parsial variabel profitability berpengaruh positif signifikan terhadap variabel KP.

4. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara parsial variabel *firm size*  tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel *leverage*.

5. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara parsial variabel *profitability*  berpengaruh signifikan positif terhadap variabel *leverage*.

6. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa secara parsial variabel *leverage*  berpengaruh signifikan positif terhadap variabel PBV.

7. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 7 menunjukkan bahwa secara parsial variabel *firm size*  berpengaruh signifikan positif terhadap variabel PBV.

8. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 8 menunjukkan bahwa secara parsial variabel *profitability*  berpengaruh signifikan positif terhadap variabel PBV.

**Implikasi Kebijakan**

Setelah diperoleh beberapa kesimpulan tentang penelitian ini dapat diajukan beberapa implikasi manajerial yang dapat berguna bagi perusahaan:

* 1. Semakin cepat penyesuaian berlangsung, maka semakin besar menutup kesenjangan antara struktur modal saat ini dengan struktur modal yang diharapkan. Sehingga perusahaan perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang dapat mempercepat kecepatan penyesuaian sehingga perusahaan dapat tetap berada pada *leverage optimal* atau yang telah ditargetkan.
  2. Perusahaan perlu memaksimalkan sumber daya yang ada untuk meningkatkan penjualan agar profitabilitas perusahaan meningkat sehingga perusahaan dapat bertahan pada *leverage optimal* atau yang telah ditargetkan.
  3. *Firm size* memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun perusahaan dengan *firm size* yang besar mungkin akan sulit melakukan penyesuaian terhadap struktur modal yang akan berpengaruh pada penggunaan *leverage* perusahaan. Perusahaan yang *overleverage* cenderung memiliki resiko yang tinggi, sehingga dalam hal ini manajemen harus benar-benar hati-hati dalam mengelola total asset yang digunakan dalam investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.
  4. *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun manajer harus tetap menjaga rasio *leverage* dan mengelolanya dengan mempertimbangkan besarnya manfaat dan risiko dari penggunaan hutang. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi *(overleverage)* memiliki risiko yang tinggi karena adanya biaya hutang yang tinggi dapat menurunkan laba perusahaan atau bahkan risiko gagal bayar, sehingga perusahaan perlu mengontrol rasio *leverage*  dengan melakukan penyesuaian terhadap struktur modal. Dengan melakukan penyesuain terhadap struktur modal, perusahaan akan tetap berada pada target struktur modalnya sehingga dapat mencegah adanya risiko akan penggunaan *leverage*.

**Kontribusi terhadap Teori**

Penelitian mengenai penyesuaian struktur modal ke arah struktur modal optimal atau yang telah ditargetkan masih jarang dilakukan di Indonesia, sedangkan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kecepatan struktur modal baru dilakukan oleh Nosita (2012). Untuk faktor *profitability* dan *firm size* merupakan penelitian pertama yang dilakukan di Indonesia, sehingga diharapkan dapat memberikan kontribusi secara teoritis dan dapat menambah literatur bagi penelitian-penelitian selanjutnya.

**Keterbatasan Penelitian**

Kemampuan prediksi yang dihasilkan dalam regresi antara *profitability* dan *firm size* terhadap kecepatan penyesuaian hanya sebesar 46.68%, sedangkan 53.32% variasi kecepatan penyesuaian dijelaskan oleh faktor lain. Penulis juga mengakui bahwa keterbatasan waktu dan biaya juga mempengaruhi penelitian ini yang hanya meneliti faktor yang fundamental sehingga faktor eksternal kurang begitu diperhatikan, seperti faktor makroekonomi.

**Agenda Penelitian Mendatang**

Kemampuan prediksi sebesar 46,68% pada regresi antara *profitability* dan *firm size* terhadap kecepatan penyesuaian mengindikasikan bahwa kedua variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen dengan derajat kepastian sebesar 46.68%. Sedangkan sebagian besar lainnya yaitu 53.32% variasi kecepatan penyesuaian dapat dijelaskan oleh faktor lain, sehingga perlu menghubungkan pengaruh kecepatan penyesuaian terhadap variabel karakteristik perusahaan yang lain dan faktor makro ekonomi.

**DAFTAR PUSTAKA**

Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K., 2008, “The determinants of capital structure: Capital market oriented versus bank oriented”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis, 43, 59-92.**

Banjeree, S., Heshmati, A. and Wihlborg, C., 2004, “The dynamics of capital structure”, **Research in Banking and Finance 4, 275–97.**

Barros, Lucas Ayres B. de C. and da Silveira, Alexandre Di Miceli, 2007, “Overconvindence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure”, **SSRN.953273.**

Darminto dan Adler Manurung, 2008, “Pengujian Teori *Trade-off* dan Teori *Pecking Order* dengan Satu Model Dinamis”, **Jurnal Manajemen Bisnis . Volume 1. No. 1. Hal 35 - 52.**

DeAngelo, H. and R. Masulis, 1980, “Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxtation” , **Journal of Financial Economic, 8, pp. 3-29.**

Drobetz, W., and G. Wanzenried, 2006, “What determines the speed of adjustment to the target capital structure?”, **Applied Financial Economics 16, 941–958.**

Dwi Martani, Mulyono dan Rahfiani Khairurizka, 2009, “*The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return”*, **Chinese Business Review ,Volume 8, No.6 (Serial No.72), ISS\_ 1537-1506, USA 44**, diunduh 1/12/2012, 8:50 PM

Ekayana, 2007, “Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Terhadap Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2005)”, **ASET Vol.9 Nomer 2**.

Flannery, M.J. and Hankins, K.W., 2007, **A theory of capital structure adjustment speed**, working paper, University of Florida, Gainesville, FL.

Flannery, M. J. dan K. P. Rangan., 2006,“Partial Adjustment toward Target Capital Structures”, **Journal of Financial Economics.**

Fransisca dan Hasan Sakti Siregar, 2006, “Pengaruh Faktor Internal Bank terhadap Volume Kredit Bank Yang Go Public Di Indonesia”, **Jurnal Akuntansi 6 USU**.

Frank, M.Z. dan V. K. Goyal, 2003, “Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure”, **Journal of Financial Economics, 67, pp. 217-248.**

Gitman, L. J. 2003. ***Principles of Managerial Finance,* 10 edition.** Addison Wesley. Boston.

Haron, Razali, et al., 2013, "Factors Affecting Speed of Adjustment to Target Leverage: Malaysia Evidence." **Global Business Review 14.2: 243-262.**

Hidayati, Eva Eko, 2010*,* **Analisis Pengaruh DER, DPR, ROE dan Size Terhadap PBV Perusahaan Manufaktur Yang Listing Di Bei Periode 2005-2007**. Tesis. Semarang. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.

Hovakimian, A., Opler, T., Titman, S., 2001, “The Debt Equity Choice”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis 36, 1–24.**

Imron Rosyadi, 2002, “Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham”. **Jurnal Akuntansi Dan Keuangan, Vol.1, No. 1.**

Jensen, M., 1986, “Agency Cost Of Free Cash Flows, Corporate Finance And Takeovers”, **American Economic Review, 76, 323–39**.

Jensen, M., & Meckling, W. H., 1976, “Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics, 3, 305-360.**

Levy, A., and **Hennessy**, C, 2007, "Why does capital structure choice vary with macroeconomic conditions?" **Journal of Monetary Economics, vo1.54, no. 6, pp. 1545-1564.**

Modigliani, F., & Miller, 1963, “Corporate Income Taxes And The Cost Of Capital: A Correction”, **American Economic Review, 53, 433-444.**

Myers, S.C., 1977, “Determinants Of Corporate Borrowing” **Journal of Financial Economics, 5, 147-175.**

Myers, S., 1984, “The Capital Structure Puzzle”, **Journal of Finance, 39, 575–92.**

Myers and N. Majluf, 1984,”Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, **Journal of Financial Economics 13, 187–224.**

Nugroho, Asih Suko, 2006, **Analisis Faktor yang mempengaruhi strktur moodal perusahaan yang Go-Publik di Bursa efek Jakarta. 1994-2004**. Tesis. Semarang. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.

Ross, S. A., 1977, “The Determination Of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach”, **Bell Journal of Economics, 8, 23-40**.

Soliha, E., dan Taswan, 2002, “Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya”, **Jurnal Bisnis dan Ekonomi. September 2002.**

Stulz, R., 1990, “Managerial discretion and optimal financing policies”, **Journal of Financial Economics, 26, 3-28.**

Titman, S. and Wessels, R., 1988, “The Determinants Of Capital Structure Choice”, **Journal of Finance, 43, 1–19**.

Weston, J. Fred dan Eugene F.Brigham, 1990, **Dasar-dasar Manajemen Keuangan Edisi Sembilan**, Jakarta : Erlangga.