

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN PROPERTI DAN REAL ESTATE DI INDONESIA

Teddy Chandra

teddy8886@gmail.com

School of Business, Pelita Indonesia Pekanbaru

ABSTRACT

This research aims to analyze the factors affecting capital structure of property and real estate companies in Indonesia. The dependent variable used was DER, while the independent variable included profitability, growth opportunity, tangibility, size, dividend, liquidity, and business risk. The samples taken were the companies listed on the property and real estate sector of Indonesia Stock Exchange which were selected using purposive sampling. Among 47 companies listed on the property and real estate sector in the population, 8 companies were listed after January 2010, 1 company was delisting, and 1 company shifted to other sector. Hence, the samples used in this research were only 37 companies. The method used was linear regression. The result showed that profitability negatively influences capital structure; size and business risk have significant positive influence to the capital structure. On the other hand, growth opportunity, dividend, and liquidity do not have any significant influence on capital structure.

Key word: Capital structure, profitability, growth opportunity, tangibility, size, dividend, liquidity, business risk.

ABSTRAK

Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal pada perusahaan properti dan real estate di Indonesia. Variabel yang digunakan adalah DER sebagai variabel dependen dan variabel independen adalah profitability, growth opportunity, tangibility, size, dividen, liquidity dan business risk. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar pada sektor properti dan real estate di Bursa Efek Indonesia. Sampel diseleksi dengan menggunakan purposive sampling. Dari populasi yang berjumlah 47 perusahaan yang terdaftar pada sektor properti dan real estate ternyata terdapat 8 perusahaan yang listing setelah Januari 2010 dan 1 perusahaan delisting serta 1 perusahaan ganti sektor. Sehingga sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 37 perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah regresi linier. Hasil penelitian ini menunjukkan profitability berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan tangibility berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Size dan business risk mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Sebaliknya variabel growth opportunity, dividen dan liquidity tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Kata kunci: Struktur modal, profitability, growth opportunity, tangibility, size, dividend, liquidity, business risk.

PENDAHULUAN

Sejak tahun 2012 utang perusahaan di Indonesia semakin meningkat. Peningkatan utang perusahaan swasta di Indonesia lebih cepat dibandingkan dengan utang pemerin-

tah Indonesia. Pada tahun 2010 utang pemerintah Indonesia mencapai USD. 118.624 milyar. Sementara itu utang perusahaan swasta hanya USD.83.789 milyar.

Namun sejak tahun 2012 terjadi peningkatan utang swasta. Utang perusahaan swasta pada tahun 2012 mencapai USD. 126.245 milyar sedangkan utang pemerintah hanya mencapai USD.126.119 milyar. Pada tahun 2013, utang pemerintah terjadi penurunan hingga mencapai USD.123.548 milyar. Sementara utang perusahaan swasta sudah mencapai USD.142.561 milyar (Bank Indonesia dan Ministry of Finance, 2015). Hal ini menunjukkan adanya dorongan yang sangat kuat bagi perusahaan swasta untuk memanfaatkan utang sebagai sumber pembiayaan perusahaan.

Jika diamati lebih lanjut proporsi utang menurut sektor, maka sektor pertanian, peternakan, kehutanan dan perikanan, sektor pertambangan dan penggalian, industri pengolahan, sektor listrik, gas dan air bersih, sektor perdagangan, hotel dan restoran, sektor pengangkutan dan komunikasi, sektor keuangan, persewaan dan jasa keuangan dan sektor jasa-jasa semuanya mengalami pertumbuhan utang yang cukup bagus baik sejak tahun 2010 hingga tahun 2013. Hanya sektor bangunan dan sektor lain-lain yang mengalami penurunan penggunaan utang. sektor lain-lain mempunyai utang tahun 2010 sebesar USD.19.084 milyar namun tahun 2013 hanya tersisa USD.14.937 milyar. Sedangkan sektor bangunan yang merupakan bagian dari sektor property dan real estate pada tahun 2010 mempunyai utang hingga USD.13.192 milyar. Namun pada tahun 2013 utang sektor ini hanya tersisa USD.10.766 milyar (Bank Indonesia dan Ministry of Finance, 2015). Untuk negara Indonesia yang baru melewati masa krisis dan selalu mendapatkan pertumbuhan ekonomi yang relatif stabil, penurunan utang dibidang property dan real estate merupakan sesuatu yang mengejutkan. Padahal banyak sektor lainnya yang mengalami peningkatan penggunaan utang dalam pembiayaan.

Banyak penelitian yang meneliti faktor-faktor yang memengaruhi perusahaan dalam menentukan kebijakan struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh San dan

Heng (2011) menemukan struktur modal pada perusahaan property di Malaysia berhubungan dengan *corporate performance*. Penelitian serupa juga dilakukan oleh Rabiah, Mohd Sabri, dan Khairudin (2012) yang meneliti faktor yang memengaruhi perusahaan property dalam memutuskan kebijakan struktur modal. Hasil yang diperoleh menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dari *profitability* dan *tangibility* terhadap struktur modal untuk *top five Malaysian property developers*. Sedangkan *variabel non debt tax shield growth opportunity* dan *liquidity* tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Namun untuk perusahaan yang berada pada *bottom five developers*, hasil uji penelitian mereka menunjukkan baik variabel *profitability*, *tangibility*, *non debt tax shield growth opportunity* dan *liquidity* semuanya menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian yang dilakukan di Indonesia juga menunjukkan hasil yang berbeda. Penelitian yang dilakukan oleh Margaretha dan Ramadhan (2010) menunjukkan pada industri manufaktur di Indonesia, kebijakan struktur modal banyak dipengaruhi oleh *tangibility*, *profitability*, *liquidity* dan *growth*. Sedangkan *size*, *non debt tax shield*, *age* dan *investment* tidak berpengaruh secara signifikan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh (Furi dan Saifudin, 2012) pada perusahaan manufaktur, mendapatkan variabel *size*, *risiko bisnis* dan *rasio utang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal*. Variabel lainnya yaitu *likuiditas*, *profitability*, *pertumbuhan penjualan* dan *struktur aktiva* tidak berpengaruh secara signifikan. Sementara Kesuma (2009) yang meneliti perusahaan real estate di Indonesia menemukan *growth of sales*, *debt ratio* berpengaruh terhadap struktur modal. Sedangkan variabel *profitability* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Dengan melihat adanya perbedaan hasil penelitian yang diteliti baik di dalam negeri maupun di luar negeri, maka dianggap perlu dilakukan kembali penelitian disektor properti dan real estate.

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti kembali faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan struktur modal pada perusahaan sektor property dan real estate di bursa efek Indonesia.

TINJAUAN TEORETIS

Teori Struktur Modal

Penelitian mengenai kebijakan utang dimulai dari penelitian yang dilakukan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958. Mereka berpendapat pemakaian utang bagi perusahaan tidak akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penggunaan utang yang besar tidak akan berimbas pada nilai perusahaan. Sehingga pihak manajemen perusahaan bisa menggunakan utang tanpa khawatir akan menurunkan nilai perusahaan (Chandra, 2009).

Pendapat Modigliani dan Miller tersebut mendapat kritikan hebat, sehingga pada tahun 1963 mereka melakukan koreksi atas pendapat mereka. Awalnya mereka tidak memperhitungkan pajak, namun pada koreksi tahun 1963, mereka menggunakan asumsi adanya pajak. Dengan mempertimbangkan adanya faktor pajak pada model mereka, penggunaan utang bisa memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penggunaan utang akan berimbas terjadinya penambahan biaya akibat munculnya biaya bunga. Penambahan biaya akan mengurangi laba sebelum pajak sehingga pajak yang akan dibayar akan berkurang. Berkurangnya pembayaran pajak ini akan menimbulkan adanya *tax saving*, sehingga akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan (Chandra, 2009).

Usulan penelitian yang menyarankan penggunaan utang yang sebanyak-banyaknya dari Modigliani dan Miller (1963) mendapat kritikan banyak pihak. Salah satu kritikan berasal dari Scott (1977). Scott memaparkan *trade off theory*. Pada teori ini Scott menyatakan peningkatan utang yang terlalu banyak akan menimbulkan peningkatan risiko yaitu financial distress. Peningkatan risiko ini akan meningkatkan

cost of bankruptcy. Sehingga peningkatan *benefit dari tax saving* akibat penambahan utang akan berkurang karena terjadinya peningkatan *cost of bankruptcy*. Peningkatan *cost of bankruptcy* yang terlalu besar akan mengakibatkan penambahan utang sudah tidak layak lagi. Scott menyarankan perusahaan tetap bisa berutang, namun peningkatan utang yang sudah mencapai batas *cost of bankruptcy* sama dengan benefit dari keuntungan pajak dari *cost of debt*, merupakan batas utang sudah harus dihentikan. Dalam *trade off theory*, selain mempertimbangkan *cost of bankruptcy*, teori ini juga mempertimbangkan masalah dalam hubungan antara investor, manajemen dan kreditor. Hubungan ketiga pihak ini selalu didasari saling curiga. Kecurigaan yang paling nyata terutama antara investor dengan pihak manajemen. Manajemen diberi kebebasan dalam mengoperasikan perusahaan. Namun alokasi penggunaan utang yang selalu dicurigai akan digunakan untuk proyek-proyek yang berisiko. Ini merupakan imbas dari perbedaan motivasi antara investor sebagai pemilik perusahaan dan manajemen sebagai pekerja. Akibatnya pihak investor harus selalu memonitor perusahaan. Sebaliknya pihak manajemen akan kehilangan kebebasan dalam bertindak. Biaya yang timbul akibat adanya kegiatan monitoring dan kehilangan kebebasan ini sering disebut *agency cost*.

Pada tahun 1984 Myers mencoba mengembangkan *pecking order theory* yang sebelumnya sudah diperkenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961 (Myers, 1984). Dalam pemaparannya Myers menyatakan tidak ada struktur modal yang optimal. Yang ada hanya sumber dana yang berasal dari internal dan eksternal saja. Manajemen perusahaan lebih menyukai pendanaan yang berasal dari internal dari pada dana yang berasal dari eksternal. Dana internal berasal dari modal sendiri atau laba ditahan. Sementara dana eksternal merupakan dana yang berbentuk utang dan penerbitan saham baru. Dalam penjelasannya *pecking order*

theory menekankan beberapa point. Pertama, perusahaan lebih menyukai internal finance, yaitu pendanaan yang berasal dari laba operasi perusahaan sendiri yang biayanya lebih murah dari pada utang. Kedua, perusahaan akan berusaha konsisten dalam menetapkan dividend payout ratio untuk kepentingan investasi dimasa yang akan datang. Perusahaan akan selalu menghindari perubahan secara mendadak kebijakan dividen. Ketiga, Dengan kebijakan dividen yang ketat atau konsisten, disertai dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang sulit di prediksi terlebih dahulu, mengakibatkan *cash flow* internal kadang-kadang terjadi kelebihan dan kadang-kadang terjadi kekurangan. Pada saat kelebihan *cash flow* internal, perusahaan cenderung menggunakan dana tersebut untuk membayar utang atau menginvestasikan pada surat berharga.

Sebaliknya jika terjadi kekurangan dana, perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual surat berharga yang dimiliki. Keempat, Jika dibutuhkan pendanaan dari luar perusahaan (*external finance*), perusahaan akan mencari sumber dana yang paling aman terlebih dahulu. Yaitu dimulai dari dengan utang melalui obligasi, kemudian diikuti dengan sekuritas yang bersifat opsi seperti *convertible bond*, baru selanjutnya menerbitkan saham baru sebagai solusi terakhir. Pada teori ini, perusahaan lebih mengutamakan penggunaan dana internal terlebih dahulu untuk memenuhi kebutuhan investasi, sementara dana eksternal akan menjadi pilihan terakhir. Oleh sebab itu kebijakan dividen perusahaan akan sangat ketat, terutama untuk dividen dalam bentuk cash. Dari penjelasan teori ini terlihat bahwa perusahaan memang cenderung menyukai pendanaan dari internal finance dibanding external finance. Itu sebabnya perusahaan besar yang profitable cenderung bersifat konservatif. Mereka lebih menyukai menggunakan utang secara selektif. Sementara bagi perusahaan yang kurang profitable penggunaan internal finance akan diutama-

kan, jika terdapat kekurangan baru ditambah dengan utang.

Signaling theory yang dikembangkan oleh Ross pada tahun 1977, merupakan teori yang membahas tentang perubahan perilaku investor dari signal yang disampaikan oleh perusahaan. Ross berasumsi bahwa pihak manajemen perusahaan lebih mengenal akan perusahaan serta mempunyai informasi yang lebih komplit dibanding dengan investor. Kondisi ini bisa dimanfaatkan oleh pihak manajemen perusahaan untuk memberikan gambaran prospek perusahaan yang semakin baik jika perusahaan berutang. Dengan memberikan gambaran yang lebih baik, penambahan utang perusahaan akan memberikan sentimen positif bagi investor (Chandra, 2009).

Struktur Modal dan Variabel Yang Mempengaruhinya

Struktur modal

Dalam penelitian ini, struktur modal diukur dengan menggunakan total debt yang berisi long term debt dan short term debt dibagi dengan total assets. Rasio ini sudah pernah digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh (Buferna dan Hodgkinson, 2005; Hossain dan Ali, 2012; Margaretha dan Ramadhan, 2010; Milton dan Raviv, 1991; Rajan dan Zingales, 1995).

Profitability

Milton dan Raviv (1991) dalam penelitiannya menemukan adanya pengaruh positif dari profitability terhadap struktur modal. Dalam penelitiannya Milton dan Raviv menemukan bahwa perusahaan besar yang mempunyai kemampuan keuangan yang kuat akan cenderung untuk mendapatkan dana murah. Artinya tingkat kepercayaan kreditur terhadap perusahaan akan semakin kuat. Keyakinan yang sangat kuat ini membuat kreditur bersedia memberikan utang dengan tingkat bunga yang relatif rendah. Kesempatan ini dimanfaatkan oleh perusahaan untuk mendapatkan utang sebanyak mungkin. Hasil ini juga didukung oleh signaling theory dan trade off theory.

Hasil pengaruh positif ini juga ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh (Ross, 1977; San dan Heng, 2011; Scott, 1977).

Hasil penelitian yang berbeda diperoleh dalam penelitian yang diperoleh oleh (Myers, 1984). Myers yang terkenal dengan pecking order theory, mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki perolehan laba yang besar cenderung menggunakan laba sebagai sumber dana investasi. Penggunaan laba yang merupakan sumber dana internal ini merupakan dana yang memiliki cost terkecil. Kekurangan dana investasi yang berasal dari internal, akan ditambahkan dengan sumber dana eksternal. Utang merupakan pilihan kedua, sedangkan pilihan terakhir adalah penerbitan saham baru. Hal ini sesuai dengan prinsip dari pecking order theory. Artinya pengaruh profitability terhadap struktur modal adalah negatif. Hasil penelitian yang berpengaruh negatif juga ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh (Antoniou, Guney, dan Paudyal, 2002; Bauer, 2004; Bevan dan Danbolt, 2000; Cekrezi, 2013; Hossain dan Ali, 2012; Khrawish dan Khraiwesh, 2010; Mwangi, Makau, dan Kosimbei, 2014; Rajan dan Zingales, 1995; Sayilgan, Karabacak, dan Kucukkocaoglu, 2006; Velnampy dan Nireesh, 2012).

Penelitian yang dilakukan oleh Kesuma (2009) menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan dari profitability terhadap struktur modal di perusahaan real estate di Indonesia. Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Furi dan Saifudin (2012) yang meneliti perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pada penelitian ini sektor properti dan real estate yang ada di Indonesia dihipotesiskan memiliki pengaruh negatif sesuai dengan pecking order theory.

H₁ : Terdapat pengaruh negatif profitability terhadap struktur modal.

Growth Opportunity

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Myers (1984) yang dikenal dengan pecking

order theory, sumber dana internal merupakan pilihan pertama sebagai sumber dana investasi perusahaan. Namun bagi perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang tinggi sumber dana internal semakin tidak mencukupi, sehingga kebutuhan akan utang akan semakin meningkat. Artinya semakin tinggi *growth opportunity* perusahaan akan mendorong perusahaan untuk berutang semakin banyak. Hal ini berarti pengaruh *growth opportunity* terhadap utang adalah positif. Hasil penelitian yang sama diperoleh dalam penelitian yang dilakukan oleh (Hossain dan Ali, 2012; Pahuja dan Sahi, 2012; Titman dan Wessels, 1988).

Hasil penelitian sebaliknya ditemui oleh (Akhtar dan Oliver, 2009; Bauer, 2004; Buferna dan Hodgkinson, 2005; Furi dan Saifudin, 2012; Kesuma, 2009) menemukan adanya pengaruh negatif dari *growth opportunity* terhadap struktur modal. Pada hasil penelitian ini dikatakan bahwa perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang tinggi berarti memiliki sumber dana internal yang tinggi pula, sehingga kebutuhan investasi dimasa depan bisa memanfaatkan sumber dana internal tersebut. Hal ini berarti semakin tinggi *growth opportunity* suatu perusahaan akan semakin kecil penggunaan utang.

Pada penelitian ini cenderung menggunakan argumentasi adanya pengaruh positif dari *growth opportunity* terhadap struktur modal.

H₂ : Terdapat pengaruh positif *growth opportunity* terhadap struktur modal.

Tangibility

Scott (1977) dalam trade off theory menyatakan risiko kebangkrutan perusahaan perlu dipertimbangkan dalam keputusan struktur modal. Untuk mendapatkan utang, perusahaan perlu menyiapkan kolateral yang memadai, sehingga risiko kebangkrutan bisa dieliminir. Hal ini berarti semakin tinggi tangibility akan semakin besar utang. dengan kata lain pengaruh tangibility

terhadap struktur modal adalah positif. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh (Akhtar dan Oliver, 2009; Antoniou *et al.*, 2002; Bevan dan Danbolt, 2002; Buferna dan Hodgkinson, 2005; Cekrezi, 2013; Friend dan Lang, 1988; Khrawish dan Khraiweh, 2010; Milton dan Raviv, 1991; Rajan dan Zingales, 1995; Shah dan Khan, 2007).

Sementara dalam penelitiannya Grossman dan Hart (1982) mengusulkan ide bagi perusahaan untuk memperbesar utang bagi perusahaan yang memiliki kolateral yang kecil. Hal ini berguna untuk memonitor kegiatan manajemen. Ini berarti tangibility mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil pengaruh negatif ini juga ditemukan oleh (Bauer, 2004; Ebaid, 2009; Fitriya, Abdul, dan Muhammad, 2013; Hossain dan Ali, 2012; Sayilgan *et al.*, 2006). Pada penelitian ini cenderung mengambil pengaruh negatif terhadap struktur modal.
H₃ : Terdapat pengaruh negatif tangibility terhadap struktur modal.

Size

Penelitian yang dilakukan oleh (Rajan dan Zingales, 1995) menemukan bahwa perusahaan besar lebih mampu melakukan diversifikasi investasi sehingga tidak mudah mengalami financial distress. Dengan kata lain semakin besar ukuran perusahaan, akan membuat fundamental keuangan perusahaan semakin kuat. Kekuatan fundamental keuangan perusahaan tersebut mengakibatkan cost of fund perusahaan akan semakin murah. Cost of fund yang murah ini akan mendorong perusahaan memperbesar utang. Hal ini berarti adanya pengaruh positif dari size terhadap struktur modal. penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh (Antoniou *et al.*, 2002; Bauer, 2004; Cekrezi, 2013; Furi dan Saifudin, 2012; Karadeniz, Kandir, Iskenderoglu, dan Onal, 2011; Khrawish dan Khraiweh, 2010; Maxwell dan Kehinde, 2012; Titman dan Wessels, 1988).

Hasil penelitian sebaliknya ditemukan oleh (Fama dan Jensen, 1983). Mereka me-

nemukan telah berlaku *asymmetric information theory*. Pada perusahaan besar, penggunaan utang yang besar merupakan konotasi yang buruk. Sehingga perusahaan lebih cenderung menggunakan modal sendiri dari pada menggunakan utang. hal ini berarti telah terjadi pengaruh negatif dari size perusahaan terhadap struktur modal. hasil penelitian ini didukung oleh (Fitriya *et al.*, 2013; Pahuja dan Sahi, 2012)

Penelitian ini cenderung menganggap size akan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

H₄ : Terdapat pengaruh positif size terhadap struktur modal.

Dividend

Dalam pecking order theory yang dikemukakan oleh (Myers, 1984), dikatakan kebijakan dividend berdasarkan expected return investment dan expected cash flow. Pembagian dividend disarankan tidak besar. Karena sumber dana internal akan mengecil jika dividen yang dibagikan besar. Sumber dana internal yang kecil ini akan memaksa perusahaan untuk memperbesar sumber dana eksternal yaitu utang. Artinya semakin tinggi dividend dibagikan akan semakin besar utang. Jadi disini terdapat pengaruh positif dari dividend terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini didukung oleh (Jiang dan Jiranyakul, 2013).

Penelitian ini juga cenderung mengikuti pecking order theory yang menyatakan adanya pengaruh positif dari dividen terhadap struktur modal.

H₅ : Terdapat pengaruh positif dividend terhadap struktur modal.

Liquidity

Dalam trade off theory yang dikemukakan oleh (Scott, 1977) menyatakan adanya pengaruh positif dari liquidity terhadap struktur modal. Scott menyatakan besarnya liquidity perusahaan merefleksikan adanya kemampuan yang lebih besar dalam mendapatkan utang. penelitian ini didukung oleh (Pahuja dan Sahi, 2012).

Sebaliknya menurut pecking order theory (Myers, 1984) menyatakan perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi akan mengurangi penggunaan utang. Perusahaan yang memiliki current assets yang besar cenderung memiliki sumber dana internal yang besar. Sumber dana internal yang besar ini akan dijadikan sebagai sumber pembiayaan perusahaan. Sehingga perusahaan yang memiliki liquidity yang besar akan mengurangi utang. atau dengan kata lain terdapat pengaruh negatif dari liquidity terhadap struktur modal. hasil penelitian ini didukung oleh penelitian (Cekrezi, 2013; Deesomsak, Paudyal, dan Pescetto, 2004; Friend dan Lang, 1988; Hossain dan Ali, 2012).

Sementara itu penelitian yang dilakukan oleh (Furi dan Saifudin, 2012) menemukan tidak adanya pengaruh yang signifikan dari liquidity terhadap struktur modal. Penelitian ini juga cenderung mengikuti pecking order theory yang menyatakan adanya pengaruh negatif dari liquidity terhadap struktur modal.

H₆ : Terdapat pengaruh negatif liquidity terhadap struktur modal.

Business Risk

Dalam *trade off theory* menyatakan perusahaan yang memiliki utang yang besar cenderung memiliki volatilitas pendapatan yang tinggi. Tingkat volatilitas yang tinggi akan meningkatkan business risk perusahaan. Peningkatan business risk perusahaan ini akan mengakibatkan meningkatnya cost of fund. Peningkatan cost of fund ini akan mendorong perusahaan untuk mengurangi penggunaan utang. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki business risk yang tinggi akan menurunkan penggunaan utang. Artinya terdapat pengaruh negatif dari *business risk* terhadap struktur modal. penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh (Furi dan Saifudin, 2012; Scott, 1977).

Penelitian ini cenderung menganut trade off theory yang menyatakan adanya

pengaruh negatif business terhadap struktur modal.

H₇ : Terdapat pengaruh negatif business risk terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Populasi and Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan property dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Adapun perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di bursa efek Indonesia ada 47 perusahaan.

Pemilihan sampel penelitian dilakukan berdasarkan metode purposive sampling. Adapun kriteria yang digunakan disini ada beberapa. Pertama, perusahaan telah terdaftar di sektor property dan real estate sejak tanggal Januari 2010. Kedua, perusahaan tetap listing sampai Desember 2013. Ketiga, perusahaan tidak pernah dilakukan suspend maupun delisting atau keluar dari sektor property dan real estate selama Januari 2010 sampai Desember 2013. Keempat, perusahaan memiliki laporan keuangan per 31 Desember setiap tahunnya.

Dari populasi yang berjumlah 47 perusahaan ternyata terdapat 8 perusahaan yang listing setelah Januari 2010 dan 1 perusahaan delisting serta 1 perusahaan ganti sektor. Sehingga sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 37 perusahaan.

Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini, data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder tersebut diperoleh dari berbagai sumber seperti www.idx.co.id, dan www.bi.go.id. Semua data baik variabel dependen (struktur modal) maupun variabel independen (*profitability, growth opportunity, tangibility, size, dividend, liquidity* dan *business risk*) diperoleh dari laporan keuangan perusahaan (*balance sheet* dan *income statement*) tahun 2010 sampai tahun 2013.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel Dependen

Variabel dependen pada penelitian ini adalah struktur modal. Struktur modal merupakan bauran dari utang dengan total aktiva. Adapun rumus yang digunakan dalam penelitian ini adalah debt to assets ratio (DAR). Rumus ini telah digunakan dalam penelitian (Cekrezi, 2013; Chandra, 2009; Margaretha dan Ramadhan, 2010; Mwangi *et al.*, 2014).

$$DAR = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

Variabel Independen

Profitability

Profitability memberikan gambaran akan firm performace. Dalam penelitian ini variabel profitability diukur dengan menggunakan return on assets (ROA). Rumus ini sudah pernah digunakan dalam penelitian (Cekrezi, 2013; Kesuma, 2009; Margaretha dan Ramadhan, 2010; Mwangi *et al.*, 2014).

$$ROA = \frac{\text{Earning after tax}}{\text{Total Assets}}$$

Growth Opportunity

Growth opportunity merupakan gambaran peluang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Variabel ini diukur dengan menggunakan persentase perubahan total assets. Rumus ini sudah pernah digunakan dalam penelitian (Buferna dan Hodgkinson, 2005; Hossain dan Ali, 2012).

$$GO = \% \text{ Change in Total Assets}$$

Tangibility

Tangibility merupakan gambaran besarnya *fixed assets* yang bisa digunakan sebagai jaminan dalam memperoleh utang. tangibility diukur dengan menggunakan total fixed assets dibagi dengan total assets. Rumus ini sudah pernah digunakan oleh (Friend dan Lang, 1988; Hossain dan Ali, 2012; Margaretha dan Ramadhan, 2010; Shah dan Khan, 2007).

$$Tangibility = \frac{\text{Total Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$$

Size

Size merupakan gambaran akan besar kecilnya ukuran perusahaan. Dalam penelitian ini size diukur dengan Ln dari penjualan. Rumus ini pernah digunakan oleh (Furi dan Saifudin, 2012; Rajan dan Zingales, 1995).

$$Size = Ln (\text{Sales})$$

Dividend

Dividend merupakan bagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Disini dividend diukur dengan besarnya dividen dibagi earning pershare.

$$DPR = \frac{\text{Dividend pershare}}{\text{Earning pershare}}$$

Liquidity

Liquidity merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Variabel ini diukur dengan total current assets dibagi current liabilities. Rumus ini pernah digunakan oleh (Ozkan, 2001).

$$Liquidity = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Business Risk

Business Risk merupakan volatilitas laba yang dihadapi oleh perusahaan. Ukuran business risk adalah NOPAT atau EBIT (1-T) dibagi dengan capital. Rumus ini diperoleh dari (Brigham dan Daves, 2004; Furi dan Saifudin, 2012)

$$Business Risk = \frac{NOPAT}{Capital}$$

Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan regresi linier. Model analisis yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$SM = a + b_1 \text{Prof} + b_2 \text{GO} + b_3 \text{Tang} + b_4 \text{Size} + b_5 \text{Div} + b_6 \text{Liq} + b_7 \text{BR} + \varepsilon$$

dimana:

SM = Struktur modal (Debt to Assets Ratio)

a = intercept

b₁..b₆ = Koefisien regresi setiap variabel independen.

Prof = Profitability (Return on Assets)

GO = Growth Opportunity

Tang = Tangibility

Size = Size

Div = Dividend

Liq = Liquidity

BR = Business Risk

ε = Error Term.

Sebelum digunakan analisis regresi ini akan dilakukan pengujian asumsi klasik berupa uji normalitas, autokorelasi, multikoliniritas dan heteroskedastisitas.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini ada 7 variabel independen dan 1 variabel dependen. Hasil analisis descriptive setiap variabel adalah pada table 1.

Secara umum struktur modal perusahaan properti dan real estate mengalami peningkatan setiap tahunnya. Walaupun terdapat beberapa perusahaan yang mengalami penurunan, namun jumlah penurunan tersebut tidak terlalu besar. Akibatnya secara rata-rata terlihat adanya peningkatan.

Dengan melihat perkembangan profitability perusahaan properti dan real estate, terlihat bahwa pada tahun 2011 profitability mengalami penurunan 0.0426 dibanding 0.0477 ditahun 2010. Pada tahun 2011 terdapat 5 perusahaan yang mengalami

kerugian. Dari jumlah tersebut hanya 1 perusahaan yang jumlah kerugiannya mengecil. Sementara 4 perusahaan lainnya mengalami peningkatan kerugiannya. Memang imbas krisis tahun 2008 pada sektor properti lebih dirasakan dibanding sektor lainnya. Walaupun pada tahun 2012 dan 2013 terjadi peningkatan profitability secara rata-rata, namun pada tahun 2013 masih terdapat 7 perusahaan yang mengalami kerugian. Ini menunjukkan bahwa adanya tingkat variasi yang relatif tinggi untuk variabel profitability ini.

Variabel growth opportunity perusahaan properti secara umum mengalami peningkatan. Namun seperti juga profitability, pada tahun 2011 variabel growth opportunity juga mengalami penurunan. Walaupun terdapat peningkatan growth opportunity di tahun 2012 dan 2013, namun perusahaan yang mengalami penurunan juga cukup banyak yaitu ada 16 perusahaan dari 37 perusahaan. Artinya penurunan growth opportunity cukup besar, walaupun secara rata-rata tetap naik pada tahun 2012 dan 2013.

Variabel tangibility juga mempunyai kecenderungan menurun. Pada tahun 2012 dan 2013 terjadi penurunan rata-rata jumlah fixed asset perusahaan properti. Walaupun pada tahun 2011 terjadi peningkatan rata-rata tangibility dibanding tahun 2010, namun

Tabel 1
Descriptive Statistics (Means)

Variable	2010	2011	2012	2013
DAR	0.3851	0.3825	0.3904	0.3986
Profitability	0.0477	0.0426	0.0480	0.0655
Growth Opportunities	0.2052	0.1901	0.3237	0.5471
Tangibility	0.1542	0.1641	0.1461	0.1452
Size	12.2440	12.7167	13.0643	13.3222
Dividend	0.0741	0.1237	0.1134	0.0889
Liquidity	228.6020	44.7237	3808.5851	29.4542
Business Risk	0.0413	0.0475	0.0483	0.0649

Sumber : Data Olahan.

pada tahun 2011 tersebut terdapat 18 perusahaan dari 37 perusahaan yang mengalami penurunan. Hanya saja penurunan yang dialami tidak terlalu besar.

Jika dilihat dari firm size, ternyata secara rata-rata terjadi peningkatan yang cukup berarti setiap tahunnya. Kendati ada 9 perusahaan yang mengalami penurunan pada tahun 2011, namun penurunan yang terjadi tidak terlalu berarti. Begitu juga penurunan pada tahun 2012 hanya 7 perusahaan, sementara pada tahun 2013 penurunan firm size hanya dialami oleh 4 perusahaan dari 37 perusahaan. Hal ini menunjukkan memang firm size perusahaan properti cenderung meningkat.

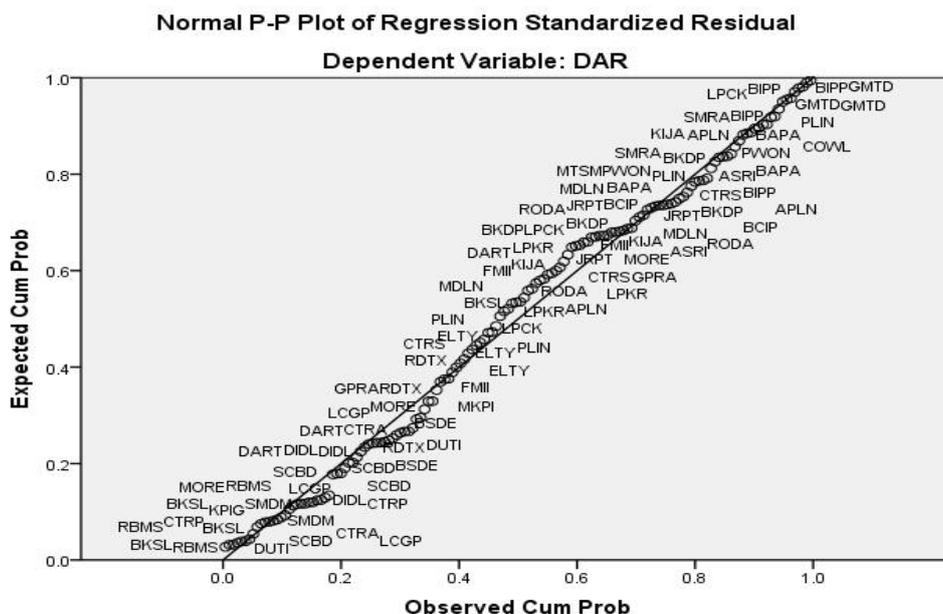
Mengingat banyaknya perusahaan yang mengalami kerugian dan tingkat profitability yang tidak terlalu bagus, hal ini menyebabkan perusahaan banyak yang tidak membagikan dividen. Bahkan terdapat 18 perusahaan yang tidak pernah membayar dividen sama sekali selama 4 tahun penelitian. Sementara sisanya tidak membayarkan dividen secara rutin. Hanya 7 perusahaan saja yang rutin membayar dividen setiap tahunnya.

Liquidity perusahaan properti sangat bervariasi. Walaupun hanya pada tahun 2011 dan 2013 terdapat penurunan liquidity, namun variasi yang terjadi sangat besar. Liquidity tertinggi pada tahun 2010 mencapai 2759.21 bahkan pada tahun 2012 terdapat liquidity sebesar 139184.8. Hal ini menunjukkan adanya variasi data yang sangat besar, sehingga sangat sulit dikatakan adanya peningkatan atau penurunan liquidity perusahaan. Namun pada tahun 2011 terdapat 3 perusahaan saja yang mengalami peningkatan liquidity, sementara 1 perusahaan tetap dan sisanya sebanyak 33 perusahaan mengalami penurunan. Hal sebaliknya terjadi pada tahun 2012, dimana hanya terdapat 17 perusahaan dari 37 perusahaan yang mengalami penurunan liquidity.

Business risk perusahaan properti cenderung mengalami peningkatan setiap tahunnya. Kendati terdapat beberapa perusahaan yang mengalami penurunan, namun secara umum semua tetap mengalami peningkatan yang cukup berarti.

Hasil Analisis Regresi

Hasil analisis regresi bisa dilihat dari tabel 2.



Gambar 1
Uji Normalitas

Dari hasil uji normalitas pada gambar 1 terlihat bahwa sebaran data masih berada pada garis diagonal. Ini menunjukkan bahwa distribusi data mengikuti distribusi normal. Hasil ini diperkuat dengan uji Kolmogorov smirnov pada tabel 2 dengan nilai sig. sebesar 0.522. sehingga bisa disimpulkan model regresi yang dibuat telah memenuhi asumsi normalitas.

Hasil uji autokorelasi dengan menggunakan Durbin Watson test menunjukkan koefisien sebesar 1.906. hasil ini lebih besar dari pada DU (1.831) dan lebih kecil dari pada 4-DU (4 - 1.831) sehingga bisa dikatakan model ini bebas autokorelasi. Sementara uji multikolinieritas diuji dengan menggunakan coefficient variance inflation factor (VIF). Koefisien VIF yang baik adalah dibawah 10. Dari tabel 2 terlihat nilai VIF untuk semua variabel dibawah 10, sehingga bisa dikatakan semua variabel independen bebas dari multikolinieritas. Uji asumsi terakhir adalah uji heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji glejser. Dari hasil perhitungan diperoleh nilai sig. Untuk masing-masing variabel lebih besar dari 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa asumsi heteroskedastisitas telah terpenuhi.

Hasil determinasi model ini menunjukkan nilai 0.288. Artinya perubahan-perubahan yang terjadi pada variabel struktur modal bisa dijelaskan oleh variabel profitability, growth opportunity, tangibility, size, dividend, liquidity dan business risk secara bersama-sama sebesar 28.8%, sedangkan sisanya yaitu 71.2% harus dijelaskan oleh faktor lain.

Hasil uji F statistic menunjukkan koefisien sebesar 9.486 dan Sig. 0.000. Hal ini menunjukkan bahwa variabel profitability, growth opportunity, tangibility, size, dividend, liquidity dan business risk secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel struktur modal. Namun secara partial hanya variabel tangibility, size dan business risk saja yang berpengaruh secara signifikan 5%, dan profitability berpengaruh secara signifikan sebesar 10%. Sedangkan variabel growth opportunity, dividend dan liquidity tidak berpengaruh secara signifikan.

Pembahasan Profitability

Profitability dihipotesiskan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Tabel 2
Hasil Regression

Variable	Beta Coefficients	t-value	Sig.	Uji Glejser (Sig.)	VIF
Profitability	-0.269	-1.938	0.055	0.785	3.969
Growth Opportunities	-0.086	-1.213	0.227	0.262	1.036
Tangibility	-0.206	-2.907	0.004	0.139	1.037
Size	0.439	5.496	0.000	0.303	1.315
Dividend	0.074	1.001	0.318	0.159	1.119
Liquidity	0.054	0.770	0.443	0.134	1.032
Business Risk	0.320	2.329	0.021	0.774	3.895
Durbin Watson	1.906				
Adj R-Square	0.288				
F-Statistic	9.486				
Sig.(F-Statistic)	0.000				
Sig.(Kolmogorov S.)	0.522				

Dari hasil pengujian, ditemukan bahwa profitability tidak punya pengaruh negatif yang signifikan terhadap struktur modal dengan tingkat signifikansi 5%. Namun berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan tingkat signifikansi sebesar 10%. Hasil temuan ini sesuai dengan pecking order theory. Penelitian ini juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Antoniou *et al.*, 2002; Bauer, 2004; Bevan dan Danbolt, 2000; Cekrezi, 2013; Hossain dan Ali, 2012; Khrawish dan Khraiweh, 2010; Mwangi *et al.*, 2014; Myers, 1984; Rajan dan Zingales, 1995; Sayilgan *et al.*, 2006; Velnampy dan Niresh, 2012). Pada pecking order theory dikatakan bahwa kebutuhan dana akan dipenuhi dengan dana internal terlebih dahulu, kekurangannya akan ditutupi dengan utang. pilihan sumber dana eksternal adalah pilihan terakhir. Pada penelitian ini terlihat bahwa struktur modal cenderung mengalami peningkatan setiap tahunnya. Namun laba perusahaan properti tidak begitu menggembirakan. Walaupun secara rata-rata terdapat peningkatan dan hanya mengalami penurunan pada tahun 2011, namun jika dilihat lebih dalam terlihat banyaknya perusahaan yang mengalami penurunan laba. Penurunan laba dan adanya perusahaan yang mengalami kerugian di sektor properti ini merupakan imbas dari krisis yang dialami pada tahun 2008. Dengan kondisi laba yang kurang, maka kebutuhan dana pada perusahaan tidak bisa ditutupi sepenuhnya dengan dana internal. Kekurangan dana tersebut dipenuhi dengan dana eksternal yaitu utang. Itu sebabnya kendati terjadi penurunan laba perusahaan, namun struktur modal tetap meningkat, sehingga hasilnya negatif signifikan.

Growth Opportunity

Growth opportunity dihipotesiskan akan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Dari hasil uji hipotesis, ternyata growth opportunity tidak mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap struktur modal. Kendati tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, namun terlihat

adanya pengaruh negatif dari growth opportunity terhadap struktur modal. Hasil pengaruh negatif ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Akhtar dan Oliver, 2009; Bauer, 2004; Buferna dan Hodgkinson, 2005; Furi dan Saifudin, 2012; Kesuma, 2009). Pada penelitian mereka ditemukan perusahaan yang memiliki growth opportunity yang tinggi berarti memiliki sumber dana internal yang tinggi sehingga sumber investasi bisa dipenuhi dengan sumber dana internal. Sehingga kebutuhan utang menjadi berkurang. Namun dalam penelitian ini diperoleh fakta bahwa pengaruh negatif tersebut disebabkan adanya kecenderungan penurunan rasio growth opportunity dan peningkatan utang perusahaan. Secara rata-rata penurunan rasio growth opportunity terjadi ditahun 2011. Walaupun tahun 2012 dan 2013 secara rata-rata mengalami kenaikan, namun jumlah emiten yang mengalami penurunan juga mencapai 16 emiten dari 37 emiten baik ditahun 2012 maupun tahun 2013. Ketidaktegasan kenaikan atau penurunan rasio ini mengakibatkan terjadi pengaruh yang tidak signifikan.

Pengaruh negatif disini bisa diartikan emiten pada sektor properti tidak akan mengurangi utang kendati sebagian emiten mengalami penurunan growth opportunity. Hal ini berarti prospek dimasa depan tidak menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan struktur modal.

Tangibility

Tangibility mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan (Bauer, 2004; Ebaid, 2009; Fitriya *et al.*, 2013; Hossain dan Ali, 2012; Sayilgan *et al.*, 2006). Dalam penelitian ini memang terlihat adanya penurunan rasio tangibility terutama pada tahun 2012 dan 2013. Jika ditelusuri lebih mendalam, rumus FA/TA yang berarti perbandingan antara *fixed assets* dan total assets. Dari data yang diperoleh ternyata rata-rata *fixed assets* dari emiten properti tetap mengalami peningkatan setiap tahunnya kecuali tahun 2012. Namun

peningkatan *fixed assets* tersebut dibarengi dengan peningkatan total assets yang lebih besar, sehingga dari rasio terlihat adanya penurunan rasio tangibility. Hal ini berarti peningkatan utang perusahaan tetap dibarengi dengan peningkatan *fixed assets*. Hanya saja peningkatan pertumbuhan utang lebih besar dibanding dengan pertumbuhan *fixed assets*. Dalam artian adanya tingkat kepercayaan yang tinggi dari para kreditur dalam memberikan utang kepada perusahaan. Sementara dari sisi perusahaan sendiri, pihak manajemen perusahaan seakan didorong untuk mengambil utang sebagai sumber pembiayaan perusahaan. Sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya, dorongan tersebut untuk mengurangi efek dari agency theory.

Size

Size perusahaan merupakan variabel yang paling dominan pengaruhnya terhadap struktur modal. Bentuk pengaruh size terhadap struktur modal adalah positif. Hasil ini berarti sama dengan penelitian yang dilakukan oleh (Antoniou *et al.*, 2002; Bauer, 2004; Cekrezi, 2013; Furi dan Saifudin, 2012; Karadeniz *et al.*, 2011; Khrawish dan Khraiwesh, 2010; Maxwell dan Kehinde, 2012; Rajan dan Zingales, 1995; Titman dan Wessels, 1988). Dalam penelitian mereka diperoleh fakta bahwa perusahaan besar cenderung mendapat kepercayaan yang lebih besar dari kreditur untuk mendapatkan pinjaman. Kepercayaan tersebut juga dibarengi dengan rendahnya cost of fund. Hal ini mengakibatkan perusahaan lebih cenderung membiayai operasinya dengan utang yang dianggap lebih murah. Pada perusahaan properti di Indonesia ternyata memang memiliki kecenderungan yang sama dengan penelitian sebelumnya. Hal ini terlihat, peningkatan size perusahaan dibarengi dengan peningkatan struktur modal.

Dividend

Dividen tidak memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap struktur

modal. kendati pengaruhnya positif, namun hasilnya tidak signifikan. Hasil pengaruh positif ini mengikuti kecenderungan pecking order theory. Dalam pecking order theory perusahaan lebih mengutamakan menggunakan sumber dana internal dibanding dengan sumber dana eksternal. Untuk memenuhi kebutuhan dana internal tersebut, perusahaan akan berusaha untuk mengurangi pengeluaran dividen. Pembagian dividen yang besar akan memaksa perusahaan untuk memperbesar penggunaan utang. Dalam penelitian ini terlihat perusahaan cenderung mengurangi pembayaran dividen khususnya pada tahun 2012 dan 2013. Namun dalam kenyataannya banyak perusahaan yang mengalami kerugian dan tidak membayar dividen selama tahun pengamatan. Terdapat 18 perusahaan yang tidak pernah membayar dividen selama tahun pengamatan. Hanya 7 perusahaan saja yang membayar dividen secara rutin bahkan dari perusahaan yang membayar dividen tersebut, cenderung meningkat. Artinya kendati perusahaan banyak yang tidak membayar dividen, namun dana untuk operasi perusahaan tidak cukup dibiayai dari sumber dana internal. Akibatnya penggunaan utang tetap meningkat. Hal ini sesuai dengan prinsip pecking order theory. Namun karena banyaknya data perusahaan yang tidak membayar dividen tersebut mengakibatkan hasil uji hipotesis menjadi tidak signifikan.

Liquidity

Liquidity tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap struktur modal. Kendati pengaruhnya positif, namun hasil uji hipotesis tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Furi dan Saifudin, 2012) yang memperoleh hasil tidak signifikan. Dari data diperoleh adanya penurunan rata-rata liquidity di tahun 2011 dan 2013. Namun jika dilihat dari penyebaran data rasio liquidity, terlihat variasi data yang sangat besar. Liquidity tertinggi pada tahun 2010

mencapai 2759.209, bahkan pada tahun 2012 mencapai 139184.8. Variasi data yang besar ini mengakibatkan pengaruh liquidity terhadap struktur modal menjadi tidak signifikan.

Business Risk

Business risk tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap struktur modal. Dari hasil uji ternyata business risk berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Furi dan Saifudin, 2012). Artinya kendati terdapat peningkatan rata-rata dari business risk perusahaan property, namun utang perusahaan tetap terjadi peningkatan. Hal ini berarti penurunan profitability perusahaan properti mengakibatkan meningkatnya business risk perusahaan. Peningkatan business risk perusahaan tersebut tidak mengurangi perusahaan untuk menambah utang. Peningkatan utang ini akan meningkatkan risiko kebangkrutan.

SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan menguji faktor-faktor yang memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan sektor properti dan real estate di Indonesia. Dari hasil uji hipotesis ternyata hanya variabel profitability, tangibility dan size saja yang mempunyai pengaruh yang signifikan. Khusus variabel profitability signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Sedangkan variabel growth opportunity, dividen liquidity dan business risk tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Pada penelitian ini ditemukan perusahaan properti di Indonesia cenderung menganut pecking order theory. Hal ini terbukti dari hasil uji profitability berpengaruh negatif signifikan. Artinya penurunan laba perusahaan, mengakibatkan sumber dana internal perusahaan menjadi berkurang sehingga kebutuhan dana dipenuhi dengan utang. Namun peningkatan utang ini tidak sepenuhnya didukung dengan peningkatan tangibility, dalam hal ini fixed

assets secara memadai. Kreditur hanya melihat size perusahaan yang besar sebagai bentuk kepercayaan untuk memberikan utang. Akibatnya risiko kebangkrutan perusahaan menjadi meningkat. Peningkatan risiko kebangkrutan ini menjadi lebih besar setelah terlihat adanya peningkatan business risk perusahaan. Peningkatan business risk ini sebagai gambaran besarnya volatilitas pendapatan perusahaan yang ada di sektor properti ini.

Peningkatan risiko kebangkrutan sebagai imbas dari peningkatan struktur modal sesuai dengan trade off theory. Dengan meningkatnya risiko kebangkrutan akan mengakibatkan meningkatnya kemungkinan kredit macet pada perusahaan sektor properti. Untuk itu disarankan kepada perusahaan sektor properti dan real estate agar bisa mengendalikan risiko kebangkrutan dengan mengurangi utang. Mengingat kondisi perekonomian Indonesia dan prospek pasar properti yang masih belum menjanjikan, ada baiknya perusahaan menahan diri untuk melakukan pengembangan besar-besaran. Bagi investor pasar modal sebaiknya perlu meneliti lebih mendalam perusahaan properti dan real estate yang akan menjadi target investasi. Sesuaikan dengan karakteristik investor dan tujuan investasi.

Hasil ini menggambarkan kondisi perusahaan sektor properti dan real estate secara umum. Namun jika diteliti satu persatu ternyata terdapat perbedaan yang sangat menyolok antara perusahaan properti dan real estate yang masuk dalam kategori blue chip dan tidak. Perusahaan yang tergolong blue chip cenderung mempunyai fundamental keuangan yang bagus. Sementara perusahaan yang tidak tergolong perusahaan blue chip cenderung mempunyai fundamental keuangan yang kurang bagus bahkan ada yang jelek. Perbedaan kinerja keuangan ini mengakibatkan hasil ini menjadi tidak bisa menggambarkan kondisi yang sebenarnya. Oleh sebab itu disarankan pada peneliti berikutnya untuk memisahkan perusahaan berdasarkan kelompok perusahaan

yang memiliki kinerja yang bagus dan tidak, disamping mempunyai kelompok sektor yang sama.

Mengingat nilai determinasi penelitian ini hanya 28.8%, jadi masih ada 71.2% perubahan struktur modal harus dijelaskan oleh faktor-faktor lain. Oleh sebab itu disarankan kepada penelitian lain agar bisa meneliti kembali kebijakan struktur modal di sektor properti dan real estate dengan menambah variabel lain khususnya yang terkait dengan faktor eksternal perusahaan seperti kondisi makro ekonomi.

DAFTAR PUSTAKA

- Akhtar, S., dan B. Oliver. 2009. Determinants of Capital Structure for Japanese Multi-national and Domestic Corporations. *International Review of Finance* 9(1-2): 1-28. <http://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2009.01083.x> Diakses tanggal 2 Februari 2014.
- Antoniou, A., Y. Guney, , dan K. Paudyal, 2002. *The Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries* (No. 1.2) (Vol. 1.2). <http://webkuliah.unimedia.ac.id/ebook/files/determinant-europe.pdf>
- Bank Indonesia, dan Ministry of Finance. 2015. *External Debt Statistics of Indonesia*. Jakarta: Ministry of Finance and Bank Indonesia. Jakarta.
- Bauer, P. 2004. Determinants of capital structure, Empirical Evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance* 54: 1-21.
- Bevan, A. a, dan J. Danbolt. 2002. Capital Structure and its Determinants in the United Kingdom: A Decompositional Analysis (No. 2000/2). *Applied Financial Economics* (Vol. 3). Glasgow. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=233550 Diakses tanggal 13 Maret 2014.
- Bevan, A. a., dan Danbolt, J. 2000. Dynamics in the determinants of capital structure in the UK (No. 2000/9). Glasgow. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=233551 Diakses tanggal 12 April 2013.
- Brigham, E. F., dan P. R. Daves. 2004. *Intermediate Financial Management* (8th ed.). Ohio: South Westen, Thomson Corporation. www.swlearning.com Diakses tanggal 8 Maret 2013.
- Buferna, F., dan L. Hodgkinso,. 2005. Determinants of capital structure evidence from Libya. *Research Paper Series* (Vol. 2005/08). Liverpool. http://www.researchgate.net/profile/Lynn_Hodgkinson/publication/238498700_Determinants_of_Capital_Structure_Evidence_from_Libya/links/00b4952eb6ae2791ce000000.pdf. Diakses tanggal 9 Februari 2014.
- Cekrezi, A. 2013. Impact of Firm Level Factors on Capital. *European Journal of Sustainable Development* 2(4): 135-148.
- Chandra, T. 2009. The Effects of Environment Risk, Capital Structure, and Corporate Strategy on Assets Productivity, Financial Performance and Corporate Value: a Study on Go Public Companies Registered at Jakarta Stock Exchange. *The International Journal of Accounting and Business Society* 17(1): 35-53. <http://ijabs.ub.ac.id/index.php/ijabs/article/view/120/123>. Diakses tanggal 6 Maret 2014.
- Deesomsak, R., K. Paudyal, dan G. Pescetto. 2004. The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Finance Management* 14(4-5): 387-405. <http://doi.org/10.1016/j.mulfin.2004.03.001>. Diakses tanggal 6 Maret 2013.
- Ebaid, I. E.-S. 2009. The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance* 2(1): 5-40.
- Fama, E. F., dan M. C. Jensen. 1983. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law dan Economics, XXVI* (June 1983), 1-29. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=94032. Diakses tanggal 10 April 2014.

- Fitriya, F., Abdul, B., dan Muhammad, I. 2013. The Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of New Zealand-Listed Firms. *Asian Journal of Finance dan Accounting* 5(2): 1. <http://doi.org/10.5296/ajfa.v5i2.3740>. Diakses tanggal 12 Januari 2014.
- Friend, I., dan H. P. Lang. 1988. An empirical test of the impact of managerial self interest on corporate capital structure. *Journal of Finance* 43(2): 271–281.
- Furi, V. R., dan Saifudin. 2012. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2009 - 2010). *JURAKSI* 1(2): 49–62.
- Grossman, S. J., dan Hart, O. D. 1982. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives I*.
- Hossain, F., dan A. Ali. 2012. Impact of Firm Specific Factors on Capital Structure Decision : An Empirical Study of Bangladeshi Companies. *International Journal of Business Research and Management (IJBRM)* 3(4): 163–182.
- Jiang, J., dan K. Jiranyakul. (2013). Capital Structure, Cost of Debt and Dividend Payout of Firms in New York and Shanghai Stock Exchanges. *International Journal of Economics dan Financial Issues (IJEFI)* 3(1): 113–121. Retrieved from <http://ezproxy.lib.monash.edu.au/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=86875660&site=ehost&livedanscope=site>. Diakses tanggal 4 Januari 2014.
- Karadeniz, E., S. Y. Kandır., O. Iskenderoglu, dan Y. B. Onal. (2011). Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence From Turkish Lodging Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues* 1(1): 1–11. Retrieved from <http://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/3>. Diakses tanggal 3 Februari 2013.
- Kesuma, A. 2009. Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan* 11(1): 38–45. Retrieved from <http://puslit2.petra.ac.id/ejournal/index.php/man/article/view/17743>. Diakses tanggal 4 April 2014.
- Khrawish, H. A., dan A. H. A. Khraiweh. 2010. The Determinants of the Capital Structure: Evidence from Jordanian Industrial Companies. *Journal Of King Abdulaziz University: Economics dan Administration* 24(1): 173–196. <http://doi.org/10.4197/Eco.24-1.5>. Diakses tanggal 10 Maret 2013.
- Margaretha, F., dan A. R. Ramadhan. (2010). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi* 12(2): 119–130.
- Maxwell, O., dan F. Kehinde, 2012. Determinants of Corporate Capital Structure in Nigeria. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(10): 81–96.
- Milton, H., dan A. Raviv. 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <http://doi.org/10.2307/2328697>. Diakses tanggal 9 Mare 2014.
- Mwangi, L. W., M. S. Makau, dan Kosimbei, G. 2014. Relationship between Capital Structure and Performance of Non-Financial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange , Kenya. *Global Journal of Contemporary Reseach in Accounting, Auditing and Business Ethics* 1(2): 72–90.
- Myers, S. C. 1984. Capital Structure Puzzle. *NBER Working Paper*, (1393).
- Ozkan, A. 2001. Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence From UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance dan Accounting* 28(1-2): 175–198. <http://doi.org/10.1111/1468-5957.00370>. Diakses tanggal 8 Januari 2014.
- Pahuja, A., dan A. Sahi. 2012. Factors Affecting Capital Structure Decisions:

- Empirical Evidence From Selected Indian Firms. *International Journal of Marketing, Financial Services dan Management Reseach* 1(3).
- Rabiah, A. W., Mohd Sabri, M. A., dan Khairudin, Y. (2012). Determinants of Capital Structure of Malaysian Property Developers. *Middle-East Journal of Scientific Research* 11(8): 1013-1021.
- Rajan, R. G., dan L. Zingales. 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance* 50(5): 1421-1460.
- Ross, S. a. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *Bell Journal of Economics* 8(1): 23-40. <http://www.jstor.org/stable/3003485>. Diakses tanggal 5 Maret 2013.
- San, O. T., dan T. B. Heng. 2011. Capital Structure and Corporate Performance of Malaysian Construction Sector. *Centre for Promoting Ideas* 1(2): 28-36.
- Sayilgan, G., H. Karabacak, dan G. Kucuk-kocaoglu. 2006. The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data. *Investment Management and Financial Innovations* 3(3): 125-139. Retrieved from <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselcapstrpaper.pdf>. Diakses tanggal 2 Februari 2013.
- Scott, H. 1977. Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance* 32(1): 1-19. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2326898>. Diakses tanggal 3 April 2014.
- Shah, A., dan S. Khan. 2007. Determinants of Capital Structure: Evidence from Pakistani Panel Data. *International Review of Business Research Papers* 3(4): 265-282. [http://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00020-1](http://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00020-1). Diakses tanggal 5 Maret 2013.
- Titman, S., dan R. Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance* 43(1): 1-19. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x> Diakses tanggal 12 Mei 2013.
- Velnampy, T., dan J. A. Nires. 2012. The Relationship between Capital Structure dan Profitability. *Global Journal of Management and Business Research* 12(13).