

Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Real Estate Di Indonesia

Ahmad Sani

Program Studi Akuntansi

Universitas Harapan Medan

Jl. Imam Bonjol No.35, Medan

Korespondensi: saniahmad20152015@gmail.com

DOI: <https://doi.org/10.30596/jrab.v18i2.3306>

Abstrak

Penelitian ini adalah studi empiris dengan tujuan utama adalah untuk menganalisis faktor-faktor yang menentukan struktur modal perusahaan real estate yang terdaftar di Indonesia pada periode 2012-2016. Pecking order theory dan trade-off theory menjadi dasar penelitian ini. Analisis data dilakukan dengan metode SEM. Seperangkat data panel dari 22 perusahaan real estate di Indonesia dipilih untuk memenuhi tujuan penelitian. Penelitian ini mempertimbangkan variabel dependen dalam bentuk debt to equity ratio dan variabel independen yaitu struktur aktiva, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, risiko bisnis. Penelitian ini telah mengidentifikasi faktor-faktor penentu struktur modal dengan bantuan regresi dengan alat analisis Partial Least Square (PLS). Struktur aktiva dan likuiditas ditemukan sebagai dua faktor penentu utama struktur modal sebagaimana hasil penelitian.

Kata Kunci : Struktur Modal, Struktur Aktiva, Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Risiko Bisnis

Abstract : This study is an empirical study with the main objective is to analyze the factors that determine the capital structure of registered real estate companies in Indonesia in the period 2012-2016. Pecking order theory and trade-off theory form the basis of this research. Data analysis was performed by SEM method. A panel of data from 22 real estate companies in Indonesia was chosen to meet the research objectives. This study considers the dependent variable in the form of debt to equity ratio and independent variables namely asset structure, profitability, liquidity, sales growth, business risk. This study has identified the determinants of capital structure with the help of regression with Partial Least Square (PLS) analysis tools. The asset and liquidity structure is found as the two main determinants of capital structure as the results of the study.

Keywords: Capital Structure, Asset Structure, Profitability, Liquidity, Sales Growth, Business Risk

Cara Sitasi : Sani, Ahmad. 2019. Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Real Estate Di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis*, 18(2), 112-126. <https://doi.org/10.30596/jrab.v18i2.3306>

PENDAHULUAN

Keputusan struktur modal yang optimal masih menjadi topik yang diperdebatkan di dalam ruang lingkup keuangan perusahaan dan menjadi salah satu aspek penting dari keputusan kebijakan keuangan suatu perusahaan. Struktur modal yang optimal yang menjadi pemicu kenaikan nilai perusahaan menjadi tujuan penelitian ini. Perusahaan selalu berupaya untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan struktur modal yang terbaik. Tujuan mengkondisikan perubahan pada struktur modal adalah dengan harapan perubahan pada nilai perusahaan kearah yang lebih maksimal.

Sebagaimana pendapat Saad (2010) bahwa struktur modal adalah bagaimana perusahaan membiayai aset mereka melalui kombinasi utang, ekuitas, dan sekuritas campuran. Dengan struktur modal perusahaan dapat membiayai operasinya dengan menggunakan sumber dana yang berbeda. Struktur modal merupakan kombinasi dari sumber dana yang digunakan perusahaan yang terdiri dari hutang, saham preferen dan saham biasa.

Namun dua sumber yang paling utama adalah hutang dan ekuitas. Penerbitan obligasi dilakukan sebagai upaya dalam memperoleh hutang. Sedangkan ekuitas diperoleh dari laba ditahan, saham biasa dan saham preferen sebagai sumber pentingnya. Hal ini menjadi subjek yang penting karena berkaitan langsung dengan biaya modal, nilai perusahaan, dan juga biaya kebangkrutan. Struktur modal yang optimal dapat digambarkan sebagai biaya terkecil rata-rata tertimbang dari modal. Adopsi model yang dapat diterima secara universal yang dapat membantu perusahaan dalam merancang struktur modal sebagai target sangat diminati oleh para peneliti. Tetapi yang menyebabkan masalah menjadi lebih kompleks adalah setiap orang berbeda dalam hal mendukung teori dari struktur modal.

Struktur modal dijelaskan oleh beberapa teori yang telah dikembangkan dalam tiga dekade terakhir. Namun, tidak ada teori atau penelitian yang dapat memberikan kesepakatan mengenai faktor-faktor apa yang mempengaruhi keputusan struktur modal, Brealey & Myers (1991). Penelitian struktur modal menjadi subjek penting karena berkaitan dengan kebutuhan perusahaan akan sumber daya untuk membiayai suatu proyek dan perusahaan juga harus memilih antara hutang dan ekuitas.

Keputusan didalam menentukan struktur modal menjadi salah satu bidang yang paling populer untuk diteliti dalam keuangan perusahaan. Upaya untuk menentukan struktur modal yang optimal sesungguhnya sudah lama menjadi objek yang sangat diminati dikalangan akademisi. Nilai pemegang saham merupakan implikasi dari proporsi hutang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan. Struktur modal juga mempengaruhi leverage yang kemudian mempengaruhi pengembalian yang diharapkan dan risiko yang dihadapi pemilik dan kreditor perusahaan. Struktur modal perusahaan sangat tergantung pada proporsi hutang dan modal ekuitas yang digunakan untuk pembiayaan aset perusahaan.

Dana yang bersumber dari hutang biasanya adalah tingkat bunga pinjaman. Penjualan saham merupakan sumber daya yang dihasilkan dalam menentukan pembiayaan ekuitas. Perusahaan sangat terikat dengan investor dalam hal perusahaan wajib menciptakan pendapatan yang stabil untuk mempertahankan nilai saham dan membayar dividen. Dalam kondisi demikian maka timbul biaya modal yang mengharuskan perusahaan untuk membayar biaya.

Untuk lebih sederhananya biaya untuk memperoleh dana adalah rata-rata tertimbang dari dua jenis biaya keuangan baik diperoleh dalam bentuk hutang maupun ekuitas. Biaya ekuitas mengacu pada risiko ekuitas yang diterima investor dalam investasi mereka dan biaya utang mencakup risiko gagal bayar yang dilihat kreditor dari investasi yang sama (Damodaran, 2016).

Setiap industri memiliki pilihan struktur modal yang berbeda dan hal ini telah dinyatakan dalam penelitian (Schwartz & Aronson, 1967). Pengaruh industri yang kuat telah dibuktikan oleh sebagian besar penelitian empiris. Pengaruh ini dapat dihasilkan jika fokus pada salah satu industri tertentu. Meskipun banyak sekali penelitian teoritis dan empiris yang telah terbit membahas tentang struktur modal, tetapi tidak sedikit hanya fokus pada perusahaan di negara-negara yang sudah maju.

Hal yang menarik untuk diteliti adalah real estate memiliki karakteristik yang unik membutuhkan analisis lebih mendalam untuk faktor-faktor penentu utama struktur modal. Keunikan real estate telah dinyatakan dalam penelitian Owusu-Ansah (2009) yang menguatkan bukti dari Swedia bahwa perusahaan real estate memiliki lebih banyak hutang daripada yang ada di industri TI dan perawatan kesehatan.

Disamping itu juga Bond & Scott (2006) menekankan secara khusus bahwa, real estate memiliki karakteristik yang unik, yang terkenal sebagai sumber jaminan atas banyaknya fondasi dari utang dan memiliki saham yang relatif aman atau defensif, dan kinerja ekuitasnya cenderung terkait erat dengan aset dasar yang sering dinilai dan dimiliki pada nilai pasar pada Neraca.

Faktor-faktor penentu utama struktur modal pada perusahaan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menjadi tujuan penting dari penelitian ini. Analisis dilakukan untuk menguji apakah teori *trade off* dan teori *pecking order* relevan dengan kasus yang diterapkan.

Penelitian ini mencoba memberikan kontribusi pada literatur yang sudah ada pada topik faktor-faktor penentu struktur modal perusahaan sebagai tujuan dari penelitian ini.

TINJAUAN PUSTAKA

Struktur Modal

Struktur modal merupakan upaya perusahaan dalam membiayai operasi dan pertumbuhannya secara keseluruhan dengan menggunakan berbagai sumber dana baik dari hutang maupun dari ekuitas. Biasanya hutang diperoleh dalam bentuk obligasi atau wesel bayar jangka panjang, sementara ekuitas diklasifikasikan sebagai saham biasa, saham preferen atau laba ditahan. Hutang jangka pendek seperti persyaratan modal kerja juga dianggap sebagai bagian dari struktur modal.

Struktur modal yang optimal adalah maksimalisasi nilai pasar perusahaan dan minimalisasi biaya modal yang merupakan campuran terbaik secara obyektif dari hutang, saham preferen, dan saham biasa. Teori berpandangan bahwa, pembiayaan utang menawarkan biaya modal terendah karena pengurangan pajaknya. Tetapi, terlalu banyak utang juga dapat meningkatkan risiko keuangan kepada pemegang saham dan laba atas ekuitas yang mereka butuhkan. Konsekuensinya adalah perusahaan harus menemukan titik optimal di mana manfaat marjinal utang sama dengan biaya marjinal.

Struktur modal dapat diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh utang dengan seluruh ekuitas (Kasmir, 2008:158) dan skala ukur yang digunakan adalah skala rasio :

$$\text{Struktur Modal (DER)} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Ekuitas (Equity)}}$$

Struktur Aktiva

Aset adalah sumber daya dengan nilai ekonomi yang dimiliki atau dikendalikan oleh individu, korporasi, atau negara dengan harapan akan memberikan manfaat di masa depan. Aset dilaporkan pada neraca perusahaan dan dibeli atau diciptakan untuk meningkatkan nilai perusahaan atau menguntungkan operasi perusahaan. Aset dapat dianggap sebagai sesuatu yang, di masa depan, dapat menghasilkan arus kas, mengurangi biaya, atau meningkatkan penjualan, terlepas dari apakah itu peralatan manufaktur atau paten. Aset dapat dikategorikan secara luas

menjadi aset jangka pendek (atau saat ini), aset tetap, investasi keuangan, dan aset tidak berwujud. (www.investopedia.com).

Perusahaan akan cenderung lebih banyak menggunakan banyak hutang karena perusahaan memiliki aktiva yang sesuai untuk dijadikan jaminan kredit Brigham dan Houston (2001). Struktur aktiva juga dapat diukur dengan melihat proporsi aktiva lancar perusahaan terhadap total aktiva perusahaan secara keseluruhan (Weston dan Brigham,2005).

Struktur aktiva dapat dicari dengan membandingkan aktiva tetap dengan total aktiva (Sansoethan, 2016) dan skala ukur yang digunakan adalah skala rasio :

$$\text{Struktur Aktiva} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total aktiva}}$$

Profitabilitas

Profitabilitas berkaitan erat dengan laba - tetapi dengan satu perbedaan utama. Sementara laba adalah jumlah absolut, profitabilitas adalah yang relatif. Ini adalah metrik yang digunakan untuk menentukan ruang lingkup laba perusahaan dalam kaitannya dengan ukuran bisnis. Profitabilitas adalah ukuran efisiensi - dan pada akhirnya keberhasilan atau kegagalannya. Definisi lebih lanjut tentang profitabilitas adalah kemampuan bisnis untuk menghasilkan pengembalian investasi berdasarkan sumber dayanya dibandingkan dengan investasi alternatif. Walaupun sebuah perusahaan dapat merealisasikan keuntungan, ini tidak berarti bahwa perusahaan tersebut menguntungkan (www.investopedia.com).

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2001:122).

Profitabilitas dapat diukur dengan *Return on Asset Ratio* (ROA). ROA dicari dengan membandingkan laba bersih setelah pajak (EAT) dengan total aktiva (Sansoethan, 2016). Dan skala ukur yang digunakan adalah skala rasio :

$$ROA = \frac{EAT}{\text{Total Aktiva}}$$

Likuiditas

Likuiditas menggambarkan sejauh mana suatu aset atau jaminan dapat dengan cepat dibeli atau dijual di pasar dengan harga yang mencerminkan nilai intrinsiknya. Dengan kata lain: kemudahan mengubahnya menjadi uang tunai.

Uang tunai secara universal dianggap sebagai aset paling likuid, sementara aset berwujud, seperti real estat, seni rupa, dan barang koleksi, semuanya relatif tidak likuid. Aset keuangan lainnya, mulai dari ekuitas hingga unit kemitraan, jatuh di berbagai tempat dalam spektrum (gambaran) likuiditas (www.investopedia.com).

Likuiditas dapat diukur dengan *current ratio*. *Current ratio* dicari dengan cara membandingkan aktiva lancar dengan utang lancar (Kasmir, 2008:135) dengan skala rasio :

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Utang Lancar}}$$

Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan adalah metrik yang mengukur kemampuan tim penjualan dalam suatu perusahaan untuk meningkatkan pendapatan selama periode waktu tertentu. Tanpa pertumbuhan pendapatan, bisnis berisiko disusul oleh pesaing dan mandek. Pertumbuhan penjualan adalah indikator strategis yang digunakan dalam pengambilan keputusan oleh eksekutif dan dewan direksi, dan memengaruhi perumusan dan pelaksanaan strategi bisnis.

Pertumbuhan penjualan dapat dicari dengan membandingkan penjualan tahun berjalan dikurang penjualan tahun sebelumnya dengan penjualan tahun sebelumnya (Maryanti, 2016) dan skala ukur yang digunakan adalah skala rasio :

$$\text{Growth of sales} = \frac{\text{Sales } (t) - \text{sales } (t-1)}{\text{sales } (t-1)}$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan mencerminkan skala besar atau kecilnya suatu perusahaan yang dapat diukur dari lapangan usaha yang dikembangkan. Ukuran skala besar atau kecilnya perusahaan dapat dihitung berdasarkan total penjualan, total aset, maupun rata-rata penjualan (Brigham dan Houston, 2001).

Ukuran perusahaan dicari menggunakan nilai logaritma natural (Ln) dari total aktiva (Ritha, 2016). dan skala ukur yang digunakan adalah skala rasio :

$$\text{Size} = Ln (\text{Total Aktiva}).$$

Risiko bisnis

Risiko bisnis adalah eksposur perusahaan atau organisasi terhadap faktor-faktor yang akan menurunkan laba atau menyebabkannya gagal. Apa pun yang mengancam kemampuan perusahaan untuk memenuhi target atau mencapai tujuan keuangannya disebut risiko bisnis.

Risiko Bisnis dapat diukur menggunakan faktor *Degree of Operating Leverage* (DOL), dihitung dengan cara membagi persentase perubahan EBIT dengan persentase perubahan penjualan (Primantara dan Dewi, 2016) dan diukur dengan skala rasio :

$$\text{DOL} = \frac{\% \text{Perubahan EBIT}}{\% \text{Perubahan Penjualan}}$$

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan telaah literatur dan teori yang relevan dari perumusan model penelitian dan penjelasan yang digambarkan pada kerangka konseptual maka ada beberapa hipotesis yang dapat diajukan, yaitu :

1. Variabel struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.
2. Variabel profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.
3. Variabel likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

4. Variabel pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.
5. Variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.
6. Variabel risiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif. Menurut tingkat eksplanasinya penelitian yang dilakukan bersifat kausal komparatif. Data sekunder yang digunakan diperoleh dari laporan keuangan perusahaan sektor real estate. Penelitian ini bertujuan untuk menguji hipotesis yang telah dikemukakan, dan dilakukan berdasarkan asosiatif untuk mengetahui hubungan antara dua variabel atau lebih.

Lokasi Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan real estate di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co).

Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2016 sejumlah 47 perusahaan. Sampel penelitian ditetapkan secara *purposive* dengan kriteria tertentu.

Adapun kriteria perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah :

1. Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016.
2. Menerbitkan laporan keuangan periode 2012-2016.
3. Memperoleh laba dalam periode 2012-2016.

Berdasarkan kriteria yang telah dilakukan maka diperoleh sampel sebanyak 22 perusahaan.

Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan dengan cara dokumentasi dengan menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dapat diunduh di www.idx.co.

Definisi Operasional Variabel

Variabel eksogen (*independent variable*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

1. Struktur aktiva.
2. Profitabilitas.
3. Likuiditas.
4. Pertumbuhan penjualan.
5. Ukuran perusahaan.
6. Risiko bisnis

Variabel endogen (*dependent variable*) dalam penelitian ini adalah struktur modal.

Metode Analisis Data

Partial Least Square (PLS)

Penelitian ini menggunakan alat analisis *partial least square (PLS)*. Analisis data *PLS* dilakukan dengan menggunakan *software SmartPLS* versi 2.0 M.3

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Statistic descriptive dilakukan dengan bantuan alat analisis SPSS 19. *Statistic descriptive* atas variabel endogen (*dependent variable*) struktur modal dalam penelitian ini adalah DER dengan jumlah data 22. Dalam kurun waktu 5 tahun, struktur modal industri real estate di Indonesia mengalami penurunan yang dibuktikan dengan nilai rata-rata DER industri real estate adalah sebesar 0,9145 turun ke angka 0,8686 dengan *standard deviation* yang cenderung menurun dari 0,63606 sampai ke 0,50069. Selisih nilai rata-rata dengan *standard deviation* yang kecil (0,27844, 0,44289, 0,44417, 0,42773, 0,36791) untuk tahun 2012 hingga 2016 menunjukkan bahwa sebaran data DER yang lebih seragam dengan tingkat variasi yang relatif lebih kecil. DER terendah berada di tahun 2016 dengan nilai sebesar 0,07 dan tertinggi berada di tahun 2012 sebesar 2,85.

Statistic descriptive atas variabel eksogen (*independent variable*) struktur aktiva dengan jumlah data 22 dalam kurun waktu 5 tahun, struktur aktiva industri real estate di Indonesia mengalami fluktuasi yang dibuktikan dengan nilai rata-rata sebesar 0,77, 0,85, 0,79, dan turun ke angka 0,70 sampai 0,65 dengan *standard deviation* yang cenderung menurun dari 0,16326 sampai ke 0,13724. Selisih nilai rata-rata dengan *standard deviation* yang kecil (0,06736, 0,07448, 0,0771, 0,06565, 0,05364) menunjukkan bahwa sebaran data struktur aktiva yang lebih seragam dengan tingkat variasi yang relatif lebih kecil dari tahun ke tahun. Struktur aktiva terendah ada disetiap tahun dengan nilai sebesar 0,00 dan tertinggi berada di tahun 2013 sebesar 0,77.

Statistic descriptive atas variabel eksogen (*independent variable*) profitabilitas dalam penelitian ini adalah ROA dengan jumlah data 22. Dalam kurun waktu 5 tahun, struktur modal industri real estate di Indonesia mengalami kenaikan dalam dua tahun dan mengalami penurunan dalam tahun-tahun berikutnya yang dibuktikan dengan nilai rata-rata ROA industri real estate adalah sebesar 0,0705 naik ke 0,0759 dan 0,0768 dan seterusnya turun ke angka 0,0645 sampai 0,0536 dengan *standard deviation* yang cenderung menurun dari 0,04613 sampai ke 0,03303. Selisih nilai rata-rata dengan *standard deviation* yang kecil (0,02437, 0,02311, 0,0314, 0,01457, 0,02057) menunjukkan bahwa sebaran data ROA yang lebih seragam dengan tingkat variasi yang relatif lebih kecil dari tahun ke tahun. ROA terendah ada disetiap tahun dengan nilai sebesar 0,00 sampai 0,01 dan tertinggi berada di tahun 2013 sebesar 0,25.

Statistic descriptive atas variabel eksogen (*independent variable*) likuiditas dalam penelitian ini adalah *current ratio* dengan jumlah data 22. Dalam kurun waktu 5 tahun, *current ratio* industri real estate di Indonesia mengalami kenaikan dari tahun ke tahun yang dibuktikan dengan nilai rata-rata *current ratio* industri real estate adalah sebesar 2,0268 pada tahun 2012 meningkat ke 2,0036, 2,1832, 2,2036 sampai ke angka 2,5482 pada tahun 2016 dengan *standard deviation* yang cenderung meningkat dari 1,30600, 1,46903, 1,32873, 1,63778 sampai ke 2,17163. Selisih nilai rata-rata dengan *standard deviation* yang kecil setiap tahun (0,7208, 0,53457, 0,85447, 0,56582, 0,37657) menunjukkan bahwa sebaran data *current ratio* yang lebih seragam dengan tingkat variasi yang relatif lebih kecil setiap tahun. *Current ratio* terendah

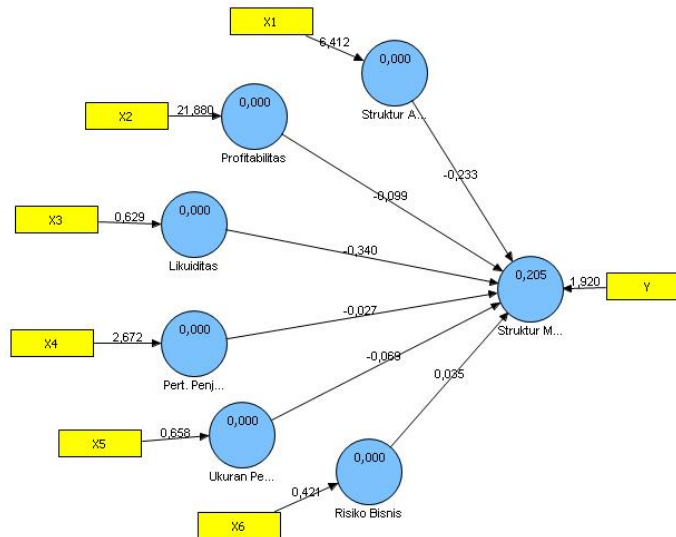
berada pada tahun 2013 dengan nilai sebesar 0,24 dan tertinggi berada di tahun 2016 sebesar 8,80.

Statistic descriptive atas variabel eksogen (*independent variable*) pertumbuhan penjualan dalam penelitian ini dengan jumlah data 22. Dalam kurun waktu 5 tahun, pertumbuhan penjualan industri real estate di Indonesia mengalami penurunan dari tahun ke tahun yang dibuktikan dengan nilai rata-rata pertumbuhan penjualan industri real estate adalah sebesar 0,4477 pada tahun 2012 menurun ke 0,3268, 0,2636, -0,0241 sampai ke angka 0,1000 pada tahun 2016 dengan *standard deviation* yang berfluktuasi dari 0,44635, 0,39769, 0,27230, 0,23433 hingga naik kembali sampai ke 0,31830. Selisih nilai rata-rata dengan *standard deviation* yang kecil pada tahun 2012, 2013, 2014 (-0,00135, 0,07089, 0,0087) menunjukkan bahwa sebaran data pertumbuhan penjualan yang lebih seragam. Kecuali untuk tahun 2015 dan 2016 (0,25843, 0,2183) selisih nilai rata-rata dengan *standard deviation* yang besar menunjukkan bahwa sebaran data pertumbuhan penjualan yang lebih beragam dengan tingkat variasi yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan tahun 2012, 2013 dan 2014. Pertumbuhan penjualan tertinggi dan terendah berada pada tahun 2012 dengan nilai sebesar -0,18 dan 1,77.

Statistic descriptive atas variabel eksogen (*independent variable*) ukuran perusahaan dalam penelitian ini dengan jumlah data 22. Dalam kurun waktu 5 tahun, ukuran perusahaan industri real estate di Indonesia mengalami fluktuasi dari tahun ke tahun yang dibuktikan dengan nilai rata-rata ukuran perusahaan industri real estate mengalami peningkatan dari tahun 2012, 2013 dan 2014 mulai dari 11,4614, 11,5677, sampai 11,6264 pada tahun 2015 mengalami penurunan sebesar 11,1782 dan 2016 naik menjadi 11,3118 dengan *standard deviation* yang cenderung meningkat dari 1,40667, 1,46903, 1,42246, 1,41025, 1,72521 sampai ke 1,73125. Selisih nilai rata-rata dengan *standard deviation* yang sangat tinggi setiap tahun dari 2012 hingga 2016 (10,05473, 10,14524, 10,21615, 9,45299 dan 9,58055) menunjukkan bahwa sebaran data ukuran perusahaan lebih beragam dengan tingkat variasi yang relatif lebih tinggi setiap tahun. Ukuran perusahaan terendah berada pada tahun 2015 dengan nilai sebesar 7,42 dan tertinggi berada di tahun 2014 sebesar 13,58.

Statistic descriptive atas variabel eksogen (*independent variable*) risiko bisnis dalam penelitian ini adalah DOL dengan jumlah data 22. Dalam kurun waktu 5 tahun, DOL industri real estate di Indonesia mengalami fluktuasi dari tahun ke tahun yang dibuktikan dengan nilai rata-rata DOL industri real estate adalah sebesar 0,2241, 0,6450, 0,5605, -0,2405, -0,4473 dari tahun 2012 sampai pada tahun 2016 dengan *standard deviation* yang cenderung meningkat dari 1,38806, 1,06248, 2,00497, 1,84993 sampai ke 4,25393. Selisih nilai rata-rata dengan *standard deviation* yang besar untuk tahun 2014, 2015 dan 2016 (1,44447, 2,09043, 4,70123) menunjukkan bahwa sebaran data DOL yang lebih beragam dengan tingkat variasi yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan tahun 2012 dan 2013 (1,16396, 0,41748). DOL terendah berada di tahun 2016 dengan nilai sebesar -18,27 dan tertinggi berada di tahun 2014 sebesar 5,98.

Analisis diagram jalur *Partial Least Square* pengaruh faktor-faktor penentu terhadap struktur modal.



Gambar 2. Diagram Jalur Output Algorithm SmartPLS 2.0 M3

(Konversi Diagram Jalur ke dalam Sistem Persamaan

Hasil konversi dari diagram jalur pada Gambar 2. maka dapat dibangun persamaan, yang terdiri dari :

I. Persamaan model pengukuran (*outer model/measurement model*).

1. Variabel Laten Eksogen X1 (formatif)
Struktur aktiva = $\lambda_{X1} X_1 + \delta_1$
2. Variabel Laten Eksogen X2 (formatif)
Profitabilitas = $\lambda_{X2} X_2 + \delta_2$
3. Variabel Laten Eksogen X3 (formatif)
Likuiditas = $\lambda_{X3} X_3 + \delta_3$
4. Variabel Laten Eksogen X4 (formatif)
Pertumbuhan penjualan = $\lambda_{X4} X_4 + \delta_4$
5. Variabel Laten Eksogen X5 (formatif)
Ukuran perusahaan = $\lambda_{X5} X_5 + \delta_5$
6. Variabel Laten Eksogen X6 (formatif)
Risiko bisnis = $\lambda_{X6} X_6 + \delta_6$

II. Persamaan model struktural (*structural model/inner model*)

Variabel Struktur Modal = γ_1 Struktur aktiva + γ_2 Profitabilitas + γ_3 Likuiditas + γ_4 Pertumbuhan penjualan + γ_5 Ukuran perusahaan + γ_6 Risiko bisnis + ζ_1

Outer Model Formatif

Tabel 1. menunjukkan korelasi antar variabel eksogen semua dibawah angka 1 maka tidak terjadi multikolinieritas antar variabel eksogen.

Tabel 1. : Uji multikolinearitas

Latent Variable Correlations							
	Likuiditas	Pert. Penjualan	Profitabilitas	Risiko Bisnis	Struktur Aktiva	Struktur Modal	Ukuran Perusahaan
Likuiditas	1,000000						
Pert. Penjualan	-0,091387	1,000000					
Profitabilitas	-0,073305	0,176971	1,000000				
Risiko Bisnis	-0,260439	-0,039725	0,099379	1,000000			
Struktur Aktiva	-0,009658	-0,046459	0,204597	0,079237	1,000000		
Struktur Modal	-0,349632	-0,012608	-0,129734	0,097468	-0,251773	1,000000	
Ukuran Perusahaan	0,188425	0,126876	0,095422	-0,023799	0,080112	-0,165528	1,000000

Sumber : Output Algorithm SmartPLS 2.0 M3, 2019

Tabel 2. : Outer Weights (Mean, STDEV, T-Values)

Outer Weights (Mean, STDEV, T-Values)						
	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)	T Statistics (O/STERR)	Signifikan
X1 -> Struktur Aktiva	6,41171	7,064558	2,046492	2,046492	3,133024	S
X2 -> Profitabilitas	21,880032	22,268739	2,063989	2,063989	10,600849	S
X3 -> Likuiditas	0,629311	0,647294	0,071645	0,071645	8,783746	S
X4 -> Pert. Penjualan	2,672315	2,708783	0,274712	0,274712	9,727694	S
X5 -> Ukuran Perusahaan	0,657766	0,664959	0,038847	0,038847	16,932217	S
X6 -> Risiko Bisnis	0,420911	0,495191	0,158455	0,158455	2,656341	S
Y -> Struktur Modal	1,920007	1,954556	0,148093	0,148093	12,964904	S

Sumber : Output Bootstrapping SmartPLS 2.0 M3 , S = Signifikan

Tabel 2. menunjukkan semua variabel memiliki nilai signifikansi weight T Statistik > 1,96 (Latan dan Ghozali, 2012) sebagai syarat bahwa indikator konstruk formatif dinyatakan valid.

Inner Model

Dievaluasi dengan *R-square*, *Stone-Geisser Q-square test* dan uji t serta signifikansi dari koefisien parameter jalur struktural.

Nilai R Square

Tabel 3. : Hasil Evaluasi Model (Goodness-of-Fit - GoF)

	R Square	comm.	H ²	redund.	F ²	CV Red.	CV Com.
Likuiditas		1,000000				0	
Pert. Penjualan		1,000000				0	
Profitabilitas		1,000000					
Risiko Bisnis		1,000000					
Struktur Aktiva		1,000000					
Struktur Modal	0,205447	1,000000		0,029644	0,11278	0,112776	
Ukuran Perusahaan		1,000000				0	
Average	0,205447	1,000000		0,029644	0,11278	0,028194	
<i>GoF = $\sqrt{\text{average R2} \times \text{average communality}}$ =</i>							0,77635269
<i>Note: H2 = CV-Communality Index, F2 = CV-Redundancy Index (Tenenhaus et al., 2005)</i>							

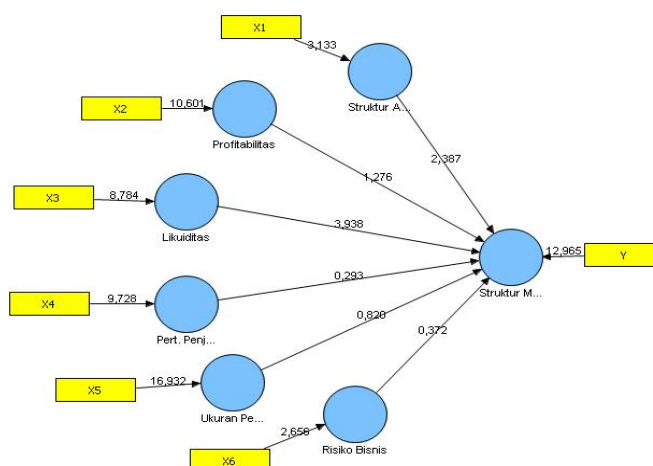
Sumber : Output data sekunder SmartPLS 2.0 M3 diolah, 2019.

Besarnya nilai *R square* (R^2) pada Tabel 3. 20,5447% pada struktur modal menunjukkan besarnya pengaruh variabel-variabel eksogen struktur aktiva, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, risiko bisnis terhadap variabel struktur modal secara gabungan sedang sisanya, pengaruh sebesar 79,4553 % disebabkan oleh variabel-variabel lain diluar penelitian ini. Nilai *R square* untuk variabel struktur modal sebesar 0,205447 menunjukkan model kategori yang lemah.

Nilai *Q-Square*

Q-Square (Q^2) statistik mengukur relevansi prediksi model. Pada Tabel 3. dapat dilihat nilai *redundancy* dan *communality* memiliki nilai *predictive relevance*, dimana semakin mendekati 1 dan 1 berarti model semakin kuat.

Tabel 3. menunjukkan semua blok memiliki nilai F^2 dan H^2 positif, model memiliki relevansi prediktif yang dapat diterima dengan *omission distance* $G = 25$ dan hasilnya ditunjukkan pada Tabel 3.



Gambar 3. Diagram Jalur T-statistik setelah Uji Indikator

Analisis Pengaruh dengan nilai signifikansi *t-value*

Gambar 3. dan Tabel 4. menyajikan hasil (*output*) estimasi untuk pengujian model struktural (*inner model*). Untuk menghitung besarnya angka T-tabel atau taraf signifikansi 5% (*two-tailed*) adalah 1,96.

Tabel 4. : Path Coefficients (Mean, STDEV, T-Values)

Path Coefficients (Mean, STDEV, T-Values)					
	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)	T Statistics (O/STERR)
Likuiditas -> Struktur Modal	-0,339528	-0,345065	0,086218	0,086218	3,93803
Pert. Penjualan -> Struktur Modal	-0,026797	-0,039812	0,091335	0,091335	0,293388
Profitabilitas -> Struktur Modal	-0,099	-0,079622	0,077593	0,077593	1,275899
Risiko Bisnis -> Struktur Modal	0,034651	0,01265	0,093156	0,093156	0,371966
Struktur Aktiva -> Struktur Modal	-0,233244	-0,222476	0,097721	0,097721	2,386838
Ukuran Perusahaan -> Struktur Modal	-0,069195	-0,063671	0,084349	0,084349	0,820343

Sumber : Output Bootstrapping re-calculation dengan SmartPLS 2.0 M3

Quality Indexes

Untuk menilai *fit* model secara keseluruhan maka dilakukan *Goodness-of-Fit (GoF)* (Tenenhaus et al., 2005). Untuk model ini indeks *GoF* adalah 0,77635269 pada Tabel 3. masuk dalam kategori *GoF large* (*GoF* yang besar/kuat).

Pengujian Hipotesis (*Resampling Boot-straping*)

Pada sub-bab ini dilakukan pengujian efek regresi. Pengujian statistik yang digunakan adalah T-tabel sebesar 1,96 (*significance level* = 5%). Gambar 3. dan Tabel 4. memperlihatkan nilai koefisien parameter dan nilai T-statistik.

Tabel 5. : Direct Effect

Direct Effect	Direct Effect	
	Koef.	T-Statistik
Likuiditas -> Struktur Modal	-0,339528	3,93803
Pert. Penjualan -> Struktur Modal	-0,026797	0,293388
Profitabilitas -> Struktur Modal	-0,099	1,275899
Risiko Bisnis -> Struktur Modal	0,034651	0,371966
Struktur Aktiva -> Struktur Modal	-0,233244	2,386838
Ukuran Perusahaan -> Struktur Modal	-0,069195	0,820343

Sumber : Output *Bootstrapping re-calculation* dengan *SmartPLS 2.0 M3* diolah, 2019

Hipotesis pertama. Variabel struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil *bootstrapping path coefficient* pada Tabel 5. variabel struktur aktiva T-statistik > dari T-tabel (2,386838 > 1,96) dengan koefisien -0,233244 mengindikasikan terdapat pengaruh negatif dan signifikan pada struktur aktiva terhadap struktur modal. Sehingga dengan demikian maka hipotesis pertama ditolak.

Hipotesis kedua. Variabel profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil *bootstrapping path coefficient* pada Tabel 5. variabel profitabilitas T-statistik < dari T-tabel (1,275899 < 1,96) dengan koefisien -0,099 mengindikasikan terdapat pengaruh negatif tetapi tidak signifikan pada profitabilitas terhadap struktur modal. Sehingga dengan demikian maka hipotesis kedua ditolak.

Hipotesis ketiga. Variabel likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil *bootstrapping path coefficient* pada Tabel 5. variabel likuiditas T-statistik > dari T-tabel (3,93803 > 1,96) dengan koefisien -0,339528 mengindikasikan terdapat pengaruh negatif dan signifikan pada likuiditas terhadap struktur modal. Sehingga dengan demikian maka hipotesis ketiga ditolak.

Hipotesis keempat. Variabel pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil *bootstrapping path coefficient* pada Tabel 5. variabel pertumbuhan penjualan T-statistik < dari T-tabel (0,293388 < 1,96) dengan koefisien -0,026797 mengindikasikan terdapat pengaruh negatif tetapi tidak signifikan pada pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal. Sehingga dengan demikian maka hipotesis keempat ditolak.

Hipotesis kelima. Variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil *bootstrapping path coefficient* pada Tabel 5. variabel ukuran perusahaan T-statistik < dari T-tabel (0,820343 < 1,96) dengan koefisien -0,069195 mengindikasikan terdapat pengaruh negatif tetapi tidak signifikan pada ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Sehingga dengan demikian maka hipotesis kelima ditolak.

Hipotesis keenam. Variabel risiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil *bootstrapping path coefficient* pada Tabel 5. variabel risiko bisnis T-statistik < dari T-tabel (0,371966<1,96) dengan koefisien 0,034651 mengindikasikan terdapat pengaruh positif tetapi tidak signifikan pada risiko bisnis terhadap struktur modal. Sehingga dengan demikian maka hipotesis keenam ditolak.

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal

Hasil analisis mengindikasikan terdapat pengaruh negatif dan signifikan pada struktur aktiva terhadap struktur modal. Asumsi hasil penelitian bahwa dengan struktur aktiva yang memadai perusahaan akan berusaha untuk meminimalkan penggunaan dana dari eksternal. Sumber pendanaan eksternal atau utang hanya akan digunakan pada saat sumber pendanaan internal berada pada posisi minimum.

Pecking order theory relevan dengan hasil penelitian ini dimana pembiayaan internal adalah metode pertama yang lebih disukai, diikuti oleh utang dan pembiayaan ekuitas eksternal sebagai pilihan terakhir. Hasil penelitian ini tidak relevan dengan *trade-off theory* yang menekankan pada penggunaan porsi hutang dibandingkan dengan modal ekuitas.

Hasil penelitian ini menguatkan temuan Septiani dan Suaryana (2018) menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal

Hasil analisis mengindikasikan terdapat pengaruh negatif dan signifikan pada likuiditas terhadap struktur modal. Asumsi hasil penelitian bahwa dengan likuiditas yang tinggi maka kebutuhan akan dana eksternal atau hutang akan berkurang.

Hasil penelitian ini juga relevan dengan *Pecking order theory* dimana dengan likuiditas yang tinggi kebutuhan perusahaan akan terpenuhi dengan demikian perusahaan tidak perlu terlalu sulit mencari sumber pendanaan dari eksternal terlebih dari hutang yang memiliki potensi risiko bagi perusahaan. Hasil penelitian ini tidak relevan dengan *trade-off theory* yang menekankan pada penggunaan porsi hutang dibandingkan dengan modal ekuitas.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Dari hasil analisis data, pengujian hipotesis dan pembahasan, maka dapat ditarik kesimpulan dari penelitian ini sebagai berikut :

1. Terdapat pengaruh negatif dan signifikan pada struktur aktiva terhadap struktur modal.
2. Terdapat pengaruh negatif tetapi tidak signifikan pada profitabilitas terhadap struktur modal.
3. Terdapat pengaruh negatif dan signifikan pada likuiditas terhadap struktur modal.
4. Terdapat pengaruh negatif tetapi tidak signifikan pada pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal.
5. Terdapat pengaruh negatif tetapi tidak signifikan pada ukuran perusahaan terhadap struktur modal.
6. Terdapat pengaruh positif tetapi tidak signifikan pada risiko bisnis terhadap struktur modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F and Houston, F. Joel. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Edisi Indonesia. Erlangga, Jakarta.
- Weston, J. Fred & Eugene F. Brigham. 2005. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh Jilid Dua. Erlangga, Jakarta.
- (<https://www.investopedia.com/terms/o/optimal-capital-structure.asp>).
- (https://en.wikipedia.org/wiki/Trade-off_theory_of_capital_structure)
- (<https://www.investopedia.com/terms/a/asset.asp>)
- (<https://www.business-case-analysis.com/asset-structure.html>)
- (<https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/asset+structure>)
- (<https://www.investopedia.com/terms/l/liquidity.asp>)
- (<https://www.investopedia.com/ask/answers/012715/what-difference-between-profitability-and-profit.asp>)
- (<https://www.klipfolio.com/resources/kpi-examples/sales/sales-growth>)
- <https://www.investopedia.com/terms/b/businessrisk.asp>
- Pradana, Herdiawan Rudi, Fachrurrozie, Kiswanto. 2013. Pengaruh Risiko Bisnis, Struktur Aset, Ukuran Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal. *Accounting Analysis Journal*. AAJ 2 (4) (2013). <http://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/aaj>.
- Dara, Siti Ruhana dan Mariah. 2018. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Subsektor Property dan Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis (JRMB) Fakultas Ekonomi UNIAT*. Vol.3, No.3, Oktober 2018: 423 – 430. P-ISSN 2527-7502 E-ISSN 2581-2165.
- Ratri, Anissa Mega dan Christianti, Ari. 2017. Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko Bisnis, Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Pada Sektor Industri Properti. *JRMB*, Volume 12, No. 1, Juni 2017.
- Septiani, Ni Putu Nita dan Suaryana, I Gusti Ngurah Agung. 2018. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana. Vol.22.3. Maret (2018): 1682-1710. ISSN: 2302-8556.
- Saad, N. M., 2010. Corporate Governance Cpmpliance and the Effects to capital Structure. *International Journal of Economics and Financial*, Volume 2, pp. 105-114.
- Brealey, R. A. & Myers, S. C., 1991. *Principles of Corporate Finance*. Fourth Edition ed. s.l.:McGraw-Hill.
- Damodaran, Aswath, *Equity Risk Premiums (ERP)*. 2016. Determinants, Estimation and Implications – The 2016 Edition (March 5, 2016). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2742186> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2742186>
- Schwartz, E., & Aronson, J. (1967, March). Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure. *Journal of Finance* 22 , pp. 10-18.
- Owusu-Ansah, A. 2009. *Do Corporate Capital Structure Policies Differ in a Significant Way Between Real Estate and Other Companies In Sweden?* Master of Science Thesis no.459, Dept. of Real Estate and Construction Management, Div. of Building and Real Estate Economics.
- Bond, S. A. and Scott, P. 2006, *The Capital Structure Decision for Listed Real Estate Companies*, SSRN Paper. Available online at <http://ssrn.com/paper=876429>.

Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis

Vol . 18, No. 2, 2018, hal 112-126

ISSN 1693-7597 (Print), 2623-2650 (online)

Available online: <http://jurnal.umsu.ac.id/index.php/akuntan>

- Kasmir. (2008). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Sansoethan, D.K. 2016. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Makanan dan Minuman. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol. 5, No.1, 1-19.
- Sartono, A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPEF-Yogyakarta.
- Maryanti, E. 2016. Analisis Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. 1(2), 143-151.
- Ritha, H. 2016. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Konstruksi di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011. *Majalah Ilmiah Ilmu Administrasi*. Vol. XIII, No.02, 221-234.
- Primantara, A.A., Dewi, M.R., (2016). “Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan, dan Pajak Terhadap Struktur Modal”. *E-Jurnal Manajemen Unud*. Vol. 5, No. 5, 2696-2726.
- Latan, Hengky; Ghozali, Imam. 2012. *Partial Least Squares, Konsep, Teknik dan Aplikasi SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*. Penerbit Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.