

# JABM

## Jurnal Akuntansi, Bisnis dan Manajemen

ISSN:0854-4190

Variabel Keragaman Produk dan Lokasi yang Mempengaruhi Keputusan Berbelanja Konsumen. *Teguh Widodo*

Strategi Pemasaran Perguruan Tinggi Swasta. *Setyawan*

Learning Organization dan Kepuasan Kerja Sebagai Variabel Intervening. *Rofiati, Ainur Rofiq, dan Dwita Ayu Ilmania*

Pengaruh Variabel Fundamental dan Makroekonomi Pada Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *Moeljadi, Kusuma Ratnawati, dan Afriani.*

Analisis Pengaruh Motivasi, Kemampuan Kerja dan Jiwa Wirausaha terhadap Keberhasilan Usaha pada Sentra Keripik Tempe Sanan Malang. *Eni Farida dan Rahayu Widayanti*

JABM

VOLUME 22

NOMOR 1

April 2015

## DAFTAR ISI

---

Volume 22

No. 1

April 2015

---

- Variabel Keragaman Produk dan Lokasi yang Mempengaruhi Keputusan Berbelanja Konsumen. 1-8  
*Teguh Widodo*
- Strategi Pemasaran Perguruan Tinggi Swasta. 9-18  
*Setyawan*
- Learning Organization* dan Kepuasan Kerja Sebagai Variabel Intervening. 19-34  
*Rofiati, Ainur Rofiq, dan Dwita Ayu Ilmania*
- Pengaruh Variabel Fundamental dan Makroekonomi pada Struktur Modan dan Nilai Perusahaan. 35-49  
*Moeljadi, Kusuma Ratnawati dan Afriani*
- Analisis Pengaruh Motivasi, Kemampuan Kerja dan Jiwa Wirausaha terhadap Keberhasilan Usaha pada Sentra Kripik Tempe Sanan Malang. 50-59  
*Eni Farida dan Rahayu Widayanti*

**Pengaruh Variabel Fundamental dan Makroekonomi pada  
Struktur Modal dan Nilai Perusahaan  
(Studi pada Perusahaan *Property* dan *Real Estate* di BEI)**

**Moeljadi, Kusuma Ratnawati, dan Afriani**

*Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang  
Alumni Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas  
Jalan MT. Haryono 165 Malang, 0341-562154*

***Abstract***

*This study aims to examine and analyze the influence of fundamental variables consisting of profitability, firm size, firm growth, and asset structure and macroeconomic variables consisting of interest rate, inflation and the exchange rate on the capital structure and corporate value. The study population was 26 property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2008-2013. The data collection were using census and the data analysis methods used path analysis. The results showed that profitability and growth of the company have the negative effect on the capital structure, while firm size and asset structure has positive effect on the capital structure. However, the influence of interest rate, inflation and exchange rate showed not significantly. In relation with the company's value, profitability and firm size has positive effect while the structure of assets, exchange rate and capital structure negatively affect the value of the company. The interest rate and inflation proved to have no effect on firm's value.*

*Keywords: Capital structure, Firm value, Property, Real estate*

**PENDAHULUAN**

Perkembangan proyek-proyek pembangunan properti dan *real estate* dapat dikatakan semakin pesat dan menunjukkan pertumbuhan yang sangat meyakinkan. Hal ini ditandai dengan maraknya pembangunan perumahan, apartemen, perkantoran dan perhotelan di kota-kota besar. Pada dasarnya dengan jumlah penduduk yang sangat besar, Indonesia memang menjadi pasar potensial untuk pemasaran produk properti.

Sektor properti merupakan sektor yang berperan cukup penting bagi pembangunan perekonomian nasional, yakni dalam rangka penyediaan perumahan yang terjangkau bagi masyarakat dan dalam rangka penyerapan tenaga kerja sehingga tumbuhnya sektor properti menandakan adanya pertumbuhan ekonomi di masyarakat. Selain itu, dengan berkembangnya sektor ekonomi akan memicu pembangunan sektor-sektor lainnya. Dibanding tahun 1990-an, saat ini sektor properti telah tumbuh cukup pesat

di Indonesia. Hal tersebut ditandai dengan banyaknya perusahaan yang bergerak di bidang properti dan *real estate*. Bahkan setelah terjadinya krisis tahun 1998, perusahaan properti yang mampu bertahan hanya dua puluh perusahaan saja. Belajar dari pengalaman sebelumnya, bahwa perusahaan yang mampu bertahan adalah perusahaan yang memiliki struktur modal kuat, maka industri properti saat ini juga seharusnya memiliki kebijakan struktur modal yang dapat membuatnya bertahan pada masa krisis global yang terjadi pada beberapa tahun yang lalu.

Krisis global yang dimulai tahun 2008 bersumber dari banyaknya kredit macet perumahan (*subprime mortgage*) akibat pemberian kredit yang kurang selektif. Krisis di Amerika tersebut akhirnya berdampak pada perekonomian dunia. Indonesia juga tidak luput dari dampak tersebut, bahkan pasar modal di Indonesia juga sempat ditutup untuk menghindari anjloknya harga saham ke level yang lebih rendah lagi. Kondisi tersebut menuntut perusahaan untuk lebih memperhatikan efisiensi agar perusahaan mempunyai daya saing yang lebih baik. Salah satu efisiensi yang bisa dilakukan oleh pihak manajemen adalah melalui kebijakan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Bagi perusahaan, modal merupakan salah satu faktor terpenting yang digunakan untuk membiayai operasi perusahaan. Menurut Riyanto (2008), sumber modal perusahaan berasal dari sumber internal berupa laba ditahan dan akumulasi penyusutan, serta dari sumber eksternal yaitu pinjaman (kredit) dan modal sendiri. Sumber pendanaan internal mempunyai jumlah yang terbatas, sehingga sering kali tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan keuangan perusahaan. Adanya kelebihan dan kekurangan dari masing-masing sumber pendanaan menuntut perusahaan mencari komposisi yang optimal antara pendanaan yang berasal dari hutang dan modal sendiri sehingga diharapkan mampu menekan biaya modal yang pada akhirnya meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Struktur modal merupakan masalah yang penting bagi perusahaan karena baik buruknya akan mempunyai efek langsung terhadap posisi finansial perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan yang terefleksi pada harga saham perusahaan. Hal ini sesuai dengan pendapat Sheikh dan Wang (2011) yang menjelaskan bahwa struktur modal merupakan keputusan pendanaan perusahaan dalam menentukan bauran antara hutang dan ekuitas, yang bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Sejumlah teori telah muncul untuk menjelaskan perbedaan keputusan struktur modal antar perusahaan. Teori-teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan dalam menetapkan struktur modal tergantung pada

keseimbangan antara biaya dan manfaat, keseimbangan informasi, dan insentif pengendalian perusahaan.

Teori struktur modal, teori *trade off* menjelaskan bahwa perusahaan akan berusaha mempertahankan struktur modal optimal dengan menyeimbangkan manfaat dengan biaya modal (Cotei dan Farhat, 2011). Teori *trade off* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Menurut teori *pecking order* laba ditahan adalah pilihan pendanaan terbaik bagi perusahaan. Myers dan Majluf (1984) menjelaskan bahwa perusahaan lebih memilih sumber pendanaan yang berasal dari pertama-tama laba ditahan, kedua dari hutang dan ketiga dari penerbitan saham baru.

Banyak faktor yang mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan struktur modal perusahaan. Menurut Hadinugroho dan Delisandri (2010) faktor yang mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan struktur modal perusahaan ada dua, yaitu faktor internal dan faktor eksternal. Faktor-faktor internal dilihat dari kinerja perusahaan yang tercermin dari laporan keuangan perusahaan tersebut, sedangkan faktor-faktor eksternal merupakan faktor di luar perusahaan seperti tingkat bunga, tingkat inflasi, pajak, dan kondisi pasar modal. Sementara itu, Brigham dan Houston (2012), menyebutkan bahwa faktor-faktor yang berpengaruh terhadap keputusan struktur modal adalah: stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan.

Penelitian Morri dan Cristanziani (2009) menguji determinan struktur modal menggunakan variabel fundamental (ukuran, profitabilitas, pertumbuhan, biaya hutang, struktur kepemilikan, risiko, dan katagori: REIT's dan non REIT's) pada perusahaan properti yang terdaftar pada EPRA/NAREIT Europe Index periode 2002-2006. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa perusahaan non REIT's lebih banyak menggunakan hutang dari pada REIT's. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Profitabilitas dan risiko operasional berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Sedangkan pertumbuhan, biaya hutang dan struktur kepemilikan terbukti tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Sementara itu penelitian Mufida (2012) secara empiris menganalisa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan properti. Variabel yang digunakan merupakan variabel makroekonomi yang mencakup suku bunga, nilai tukar valas, volume perdagangan saham. Dengan menggunakan analisis regresi linear diketahui bahwa tingkat suku bunga, nilai tukar valuta asing, dan volume perdagangan saham properti di pasar modal berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan properti, sedangkan secara parsial hanya variabel nilai tukar valuta asing yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian Sari (2013), menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sementara pertumbuhan penjualan struktur aktiva dan *non debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Banyak penelitian yang telah dilakukan untuk menganalisis pengaruh variabel fundamental maupun makroekonomi terhadap struktur modal, akan tetapi hasil dari penelitian-penelitian tersebut belum menunjukkan hasil yang konsisten. Penelitian ini merupakan replikasi dan modifikasi dari penelitian sebelumnya yaitu dengan menggabungkan variabel fundamental dan makroekonomi sebagai determinan struktur modal dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh variabel fundamental (profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, dan struktur aktiva) dan variabel makroekonomi (tingkat bunga, inflasi dan nilai tukar) terhadap struktur modal dan nilai perusahaan dengan periode pengamatan terhitung Januari 2008 sampai dengan Desember 2013.

Penelitian ini bertujuan untuk: (1) Menguji dan menganalisis pengaruh variabel fundamental yang terdiri dari profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan struktur aktiva terhadap struktur modal. (2) Menguji dan menganalisis pengaruh variabel makroekonomi yang terdiri dari tingkat bunga, inflasi dan nilai tukar terhadap struktur modal. (3) Menguji dan menganalisis pengaruh variabel fundamental yang terdiri dari profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan struktur aktiva terhadap nilai perusahaan. (4) Menguji dan menganalisis pengaruh variabel makroekonomi yang terdiri dari tingkat bunga, inflasi dan nilai tukar terhadap nilai perusahaan. (5) Menguji dan menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

## **TINJAUAN PUSTAKA**

Abor dan Biekpe (2005) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara struktur modal dan ukuran perusahaan dan pertumbuhan, sementara profitabilitas, struktur aktiva, risiko, dan pajak berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian secara umum mendukung teori *pecking order*, bahwa perusahaan di Ghana melakukan pendanaan operasional berasal dari ekuitasnya.

Penelitian Bokpin (2009) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh faktor makro ekonomi (*inflation, interest rate, GDP, stock market development, dan bank credit*) terhadap struktur modal perusahaan perdagangan di 34 negara *emerging market* periode 1990-2006. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *interest rate* dan *inflation* berpengaruh positif sedangkan GDP berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal.

Hadinugroho dan Delisandri (2010) menganalisis pengaruh faktor-faktor fundamental perusahaan di antaranya profitabilitas, struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan solvabilitas terhadap struktur modal pada sektor barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2005-2009. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial, profitabilitas, struktur aktiva, dan solvabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dan mempunyai hubungan yang positif, kecuali profitabilitas mempunyai hubungan yang negatif. Sedangkan untuk pertumbuhan penjualan secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dan mempunyai hubungan yang positif.

Sheikh dan Wang (2011) meneliti bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur di Pakistan. Sebanyak 160 perusahaan manufaktur yang terdaftar di *Karachi Stock Exchange* periode 2003-2007 menjadi sampel dalam penelitian tersebut. Menggunakan analisis OLS, penelitian tersebut menyimpulkan bahwa profitabilitas, likuiditas, *earnings volatility*, dan struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap rasio hutang, sementara ukuran perusahaan berpengaruh positif rasio hutang, *non-debt tax shields* dan *growth opportunities* terbukti tidak berpengaruh terhadap rasio hutang.

Nurlaily *et al.* (2012) meneliti tentang pengaruh variabel makroekonomi (*BI rates, inflation exchange rate*) dan mikroekonomi (*sales growth, size,*

*tangibility, liquidity*) terhadap struktur modal dan kinerja keuangan perusahaan makanan dan minuman di BEI Periode 2004-2010. Hasil analisis menggunakan metode PLS (*Partial Least Square*), kesimpulan penelitian tersebut bahwa variabel makroekonomi dan mikroekonomi memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kinerja keuangan. Sedangkan struktur modal menunjukkan pengaruh positif yang signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang menguntungkan lebih bergantung pada hutang sebagai alat pembiayaan mereka yang utama.

Ajantha (2013) melakukan penelitian terhadap 15 hotel dan restoran di Sri Lanka periode 2008-2012, menganalisis empat variabel yang mempengaruhi struktur modal yaitu profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan struktur aktiva. Menggunakan metode analisis *multiple regressions* dan *descriptive statistics*, hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas terbukti berpengaruh negatif sedangkan pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan struktur aktiva ditemukan tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

## **METODOLOGI PENELITIAN**

### **Jenis Penelitian**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dan termasuk dalam penelitian eksplanatori. Mengacu pada Sugiyono (2006) yang menyatakan bahwa penelitian eksplanatori (*explanatory research*) merupakan penelitian yang menyoroti hubungan antar variabel-variabel penelitian dan menguji hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya.

### **Populasi dan Sampel**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah emiten yang perusahaannya diklasifikasikan ke dalam perusahaan properti dan *real estate* yang ditetapkan oleh BEI. Berikut adalah kriteria populasi yang digunakan dalam penelitian ini. (1) Perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2013, serta (2) Perusahaan yang listing setelah tahun 2008. Berdasarkan kriteria populasi tersebut, diperoleh populasi sebanyak 26 perusahaan (emiten). Dikarenakan besar populasi hanya 26 perusahaan, maka seluruhnya menjadi sampel dalam penelitian ini. Oleh karena itu, teknik pengambilan sampel menggunakan teknik sensus/sampel jenuh.

### **Metode Analisis**

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode analisis jalur (*path analysis*). Menurut Ridwan dan Kuncoro (2008), analisis jalur digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung seperangkat variabel eksogen terhadap variabel endogen.

Berikut ini adalah beberapa langkah-langkah dalam melakukan analisis jalur, diantaranya adalah (Sarwono, 2007) yaitu: (1) Merancang model berdasarkan konsep dan teori (gambar 1), (2) Konversi diagram jalur ke dalam persamaan/ model.

Model 1

$$CS_{it} = \rho_1 \text{Profitability}_{it} + \rho_2 \text{GROW}_{it} + \rho_3 \text{Size}_{it} + \rho_4 \text{AS}_{it} + \rho_5 \text{IR}_{it} + \rho_6 \text{INF}_{it} + \rho_7 \text{KURS}_{it} + \varepsilon_1$$

Model 2

$$\text{Firm Value}_{it} = \rho_8 \text{Profitability}_{it} + \rho_9 \text{GROW}_{it} + \rho_{10} \text{Size}_{it} + \rho_{11} \text{AS}_{it} + \rho_{12} \text{IR}_{it} + \rho_{13} \text{INF}_{it} + \rho_{14} \text{KURS}_{it} + \rho_{15} \text{CS}_{it} + \varepsilon_2$$

(3) Pemeriksaan terhadap asumsi yang melandasi. Asumsi yang melandasi jalur adalah: (a) Di dalam analisis *path*, hubungan antar variabel adalah linier dan aditif, (b) Hanya model rekursif dapat dipertimbangkan, (c) Variabel endogen minimal dalam skala ukur interval, dan (d) Pengamatan dilakukan tanpa kesalahan, (4) Pemeriksaan validitas model, dan (5) Interpretasi hasil analisis

## **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

Model pertama menganalisis pengaruh variabel fundamental yang terdiri dari *profitabilitas*, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, dan struktur aktiva serta variabel makroekonomi yang terdiri dari tingkat bunga, inflasi dan nilai tukar terhadap struktur modal pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Hasil penelitian menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas cenderung tinggi akan menggunakan hutang dengan jumlah yang sedikit karena tingkat keuntungan yang tinggi akan memungkinkan perusahaan menggunakan laba ditahan sebagai sumber pendanaan. Temuan ini sesuai dengan teori *pecking order* menjelaskan bahwa semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, maka akan cenderung tidak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya. Hasil penelitian ini didukung oleh

sebagian besar studi empiris sebelumnya, di antaranya penelitian Liu dan Xiangbo (2009), Shekh dan Wang (2011), Al-Najjar dan Hussainey (2011), Indrajaya, Herlina dan Setiadi (2011) dan Sari (2013) yang mengungkapkan bahwa perusahaan yang *profitable* cenderung menyukai pembiayaan yang berasal dari internal perusahaan dibandingkan pendanaan yang berasal dari hutang.

Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Brigham dan Houston (2012), bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat menggunakan hutang yang lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Artinya dengan pertumbuhan penjualan yang semakin baik akan dapat menjadikan perusahaan dapat membayar hutangnya sehingga besar hutang yang ditanggung menjadi relatif aman untuk dilunasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Zou dan Xiao (2006), Eriotis *et al.* (2007), Jong *et al.* (2007) dan Kesuma (2009) Viviani (2008), Sheikh dan Wang (2011), Neghabi dan Rafee (2012) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan berskala besar akan dengan mudah melakukan akses ke pasar modal, menerima penilaian kredit yang lebih tinggi untuk hutang yang diterbitkan dan membayar tingkat bunga yang lebih rendah pada hutangnya. Kemudahan akses tersebut menurut Djumahir (2005), berarti bahwa perusahaan yang berskala besar memiliki fleksibilitas yang lebih besar pula dan dengan cepat mendapatkan dana, sehingga perusahaan dengan ukuran lebih besar memiliki kesempatan untuk menarik hutang dalam jumlah lebih besar dibandingkan perusahaan kecil. Penelitian ini sesuai dengan teori *trade off*, yang menyatakan bahwa perusahaan yang ukurannya besar berpengaruh terhadap penggunaan dana eksternal juga semakin besar. Hal ini disebabkan kebutuhan dana juga semakin meningkat seiring dengan pertumbuhan perusahaan. Temuan ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Indrajaya, Herlina dan Setiadi (2011), Neghabi dan Rafee (2013), Akinyomi dan Olagunju (2013), dan Sari (2013).

Struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Hasil ini sesuai dengan teori *trade off* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan aktiva tetap yang besar dapat dijadikan jaminan sehingga dapat

menurunkan risiko kreditor saat berhutang. Ketika perusahaan memiliki jaminan yang mencukupi, maka akan lebih mudah memperoleh pinjaman kredit dalam jumlah yang lebih besar pula. *Agency theory* mengemukakan bahwa adanya penerbitan hutang yang dijamin dengan aktiva tetap mengurangi biaya agensi. Temuan ini sesuai dengan Brigham dan Weston (2005) serta penelitian Zou dan Xiao (2006), Jong *et al.* (2007) Joni dan Lina (2010), Hadinugroho dan Delisandri (2010) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki aktiva sebagai agunan hutang cenderung akan menggunakan hutang dalam jumlah yang lebih besar. Perusahaan cenderung menggunakan keuntungan atas kondisi tersebut dengan menjadikan hutang sebagai alternatif pertama untuk mendapatkan dana eksternal.

Tingkat bunga tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini terjadi dikarenakan perusahaan dalam mengelola risiko fluktuasi tingkat bunga, mengkombinasikan tingkat bunga tetap dan mengambang serta melakukan pengawasan terhadap pergerakan tingkat bunga untuk meminimalisasi dampak negatifnya. Selain itu untuk beberapa perusahaan yang melakukan transaksi menggunakan lindung nilai atau *hedging* sehingga meskipun perusahaan menggunakan fasilitas pinjaman yang memiliki tingkat bunga mengambang perusahaan tidak akan terpengaruh. Temuan ini mendukung penelitian Mufida (2012) yang dilakukan pada perusahaan properti di Indonesia yang menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan antara tingkat bunga perbankan dengan struktur modal perusahaan.

Inflasi tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Inflasi merupakan indikator makroekonomi yang menggambarkan kondisi ekonomi yang kurang sehat, karena harga-harga barang secara umum meningkat sehingga melemahkan daya beli masyarakat. Dampak inflasi terhadap perusahaan adalah meningkatnya biaya produksi karena naiknya harga bahan baku dan tenaga kerja, akibatnya perusahaan memerlukan dana untuk menutupi biaya tersebut dengan pendanaan melalui pinjaman. Tidak berpengaruhnya inflasi terhadap hutang dalam struktur modal adalah karena perusahaan mengalami peningkatan ROA yang signifikan sehingga perusahaan masih mampu menutupi biaya produksi dengan pendanaan internal atau laba di tahan. Temuan ini tidak sesuai dengan penelitian Chadegani (2011) yang menemukan bahwa inflasi berpengaruh terhadap struktur modal.

Nilai tukar tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini terjadi dikarenakan perusahaan yang memiliki *liabilitas* dalam mata uang asing melakukan beberapa kontrak *derivatif* dengan pihak lain yang dilakukan untuk menghindari atau mengurangi risiko kerugian sebagai akibat fluktuasi kurs valuta asing, sehingga fluktuasi kurs valuta asing tidak berpengaruh terhadap proporsi hutang dalam struktur modal. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Chadegani (2011) yang menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh terhadap struktur modal, perubahan nilai tukar dapat berpengaruh terhadap struktur modal dari perusahaan-perusahaan yang menggunakan dana asing. Meningkatkan nilai tukar akan menyebabkan penurunan kas dan kenaikan beban bunga dan pada akhirnya akan meningkatkan rasio utang (Fanelli and Keifman, 2002).

Model kedua menganalisis pengaruh variabel *fundamental* yang terdiri dari *profitabilitas*, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, dan struktur aktiva serta variabel makroekonomi yang terdiri dari tingkat bunga, inflasi, nilai tukar dan struktur modal terhadap nilai perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Hasil penelitian menunjukkan *profitabilitas* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa kinerja keuangan dari perusahaan sangat baik, sehingga akan diikuti dengan semakin meningkatnya nilai perusahaan. *Profitabilitas* merupakan cerminan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan menggunakan sumber daya asetnya secara efisien. Teori *signaling* menyebutkan bahwa ketika perusahaan yang dapat menghasilkan serta meningkatkan *profit* secara stabil, maka hal tersebut dipandang sebagai sinyal positif oleh investor terkait kinerja perusahaan, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung Amidu (2007), Ghosh dan Ghosh (2009) dan Chowdury dan Chowdury (2010) yang menyatakan bahwa meningkatnya *profitabilitas* dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori *signaling* yang berpendapat bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang dilihat dari kemampuan untuk memperoleh laba dan berhasil dalam mengelola seluruh sumber yang ada mendapat respon positif dari investor. Objek pada penelitian ini adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang *go public*, yang mana perusahaan-perusahaan tersebut telah melalui proses *go public* yang ketat terlebih

dahulu. Salah satu persyaratan yang harus dipenuhi adalah perusahaan telah mencapai skala usaha tertentu atau relatif cukup besar yang menyangkut perputaran uang lebih dari ratusan miliar rupiah. Oleh karena itu, investor tidak begitu mempertimbangkan pertumbuhan perusahaan untuk menganalisis suatu harga saham. Selain hal tersebut dimungkinkan perusahaan memiliki *intangible asset* seperti *goodwill*, merk dan lain-lain yang mampu meningkatkan nilai perusahaan bagi investor. Temuan ini sesuai dengan penelitian Kesuma (2009) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan *real estate yang go public* di BEI.

Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Secara teori, didasarkan atas kemudahan akses yang dimiliki perusahaan besar ke pasar modal dan kemudahan dalam pendanaan eksternal baik melalui hutang maupun melalui penjualan saham baru, dimana biaya transaksi yang ditanggung akan lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Selain itu, menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007) perusahaan yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mengalami perkembangan dalam pangsa pasarnya dan juga daya saingnya yang memunculkan peluang untuk menghasilkan profit yang lebih, sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Sesuai dengan teori *signaling* yang menyatakan dengan ukuran perusahaan yang besar dapat memberikan sinyal kepada investor dan kreditor bahwa perusahaan tersebut memiliki performa yang baik. Temuan ini mendukung Ghosh dan Ghosh (2009) yang menunjukkan adanya pengaruh antara ukuran perusahaan dan nilai perusahaan.

Struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena struktur aktiva yang semakin naik yang berarti aktiva tetap suatu perusahaan akan meningkat yang berakibat modal kerja dan kemampuan dari perusahaan untuk memenuhi kewajiban perusahaan yang akan jatuh tempo menurun sehingga perusahaan akan memerlukan modal dari saham akibatnya harga saham akan turun. Temuan ini konsisten dengan teori *signalling* yang mengasumsikan adanya informasi asimetri di antara berbagai partisipan di pasar modal. Teori *signalling* menyatakan bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap pengumuman penambahan saham baru yang mengindikasikan adanya penurunan nilai perusahaan. Investor menangkap keputusan ini sebagai sinyal memburuknya kondisi kesehatan perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Kesuma (2009)

yang menyatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Tingkat bunga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tidak berpengaruhnya tingkat bunga terhadap nilai perusahaan mengindikasikan bahwa tingginya tingkat suku bunga yang ditawarkan bank tidak membuat investor mengalihkan dananya ke bank dalam bentuk simpanan. ROA perusahaan yang mengalami peningkatan dari tahun ke tahun menjadikan hal ini sebagai sinyal positif akan perusahaan yang dapat menghasilkan keuntungan secara stabil, dan secara tak langsung akan memberikan informasi kepada para investor bahwa kemampuan perusahaan dalam menciptakan laba perusahaan semakin meningkat. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian oleh Alfisah (2010) dan Naik dan Padhi (2012) yang mengatakan bahwa variabel tingkat bunga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Inflasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai teori yang menyatakan bahwa pada saat inflasi tinggi perusahaan mengalami permintaan atas produk yang melebihi kapasitas penawaran produknya, sehingga harga-harga cenderung mengalami kenaikan sehingga membuat tingkat biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan menjadi lebih besar dan akhirnya membuat keuntungan perusahaan menjadi lebih sedikit. ROA perusahaan yang mengalami peningkatan dari tahun ke tahun menjadikan hal ini sebagai sinyal positif akan perusahaan yang dapat menghasilkan keuntungan secara stabil, dan secara tak langsung akan memberikan informasi kepada para investor bahwa kemampuan perusahaan dalam menciptakan laba perusahaan semakin meningkat. Temuan ini sesuai dengan penelitian Alfisah (2010) yang menyimpulkan bahwa variabel inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan.

Nilai tukar berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Pada saat kondisi mata uang domestik yang melemah justru menarik investor untuk melakukan investasi. Investor cenderung membeli mata uang domestik dan menginvestasikannya pada saham unggulan di pasar modal dikarenakan investor akan memperoleh nominal yang lebih banyak ketika rupiah mengalami depresiasi. Ketika minat investor meningkat maka akan mengakibatkan meningkatnya harga saham perusahaan yang pada akhirnya juga akan meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Suyanto (2007) yang menunjukkan

bahwa *return* saham sensitif terhadap nilai tukar sehingga perubahan *return* saham akan meningkat jika nilai tukar uang menurun.

Struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Struktur modal perusahaan dari tahun ke tahun mengalami penurunan sedangkan nilai perusahaan relatif mengalami peningkatan. Tersedianya dana internal yang kurang akan meningkatkan minat perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang sehingga jumlah hutang dalam struktur modal akan meningkat. Jika perusahaan memiliki dana internal yang kurang maka hal ini akan direspon negatif oleh investor sehingga nilai perusahaan menurun. Hasil penelitian ini sesuai dengan Chowdhury dan Chowdhury (2010), Kusumajaya (2011), Masidonda *et al.* (2013), Suadnyana dan Wiagustini (2013) yang menemukan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

#### **KESIMPULAN**

*However, the influence of interest rate, inflation and exchange rate showed not significantly. In relation with the company's value, profitability and firm size has positive effect while the structure of assets, exchange rate and capital structure negatively affect the value of the company. The interest rate and inflation proved to have no effect on firm's value.*

Kesimpulan penelitian ini antara lain: (1) Tujuan penelitian adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh variabel fundamental (profitabilitas, ukuran perusahaan, *firm growth*, dan struktur aset) dan variabel makroekonomi (suku bunga, inflasi dan nilai tukar) terhadap struktur modal dan nilai perusahaan; (2) Responden penelitian adalah 26 perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI selama tahun 2008-2013; (3) Dengan menggunakan analisis jalur, hasil penelitian membuktikan bahwa profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan memiliki efek negatif terhadap struktur modal, tetapi *firm size* dan *asset structure* memiliki efek positif terhadap struktur modal; dan (4) Pengaruh suku bunga, inflasi dan nilai tukar menunjukkan tidak signifikan. Profitabilitas dan struktur modal secara negatif mempengaruhi *company's value*, sedangkan suku bunga dan inflasi terbukti tidak memiliki efek terhadap nilai perusahaan.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Abor, J., & Biekpe, N. 2005. What determines the capital structure of listed firms in Ghana", *African Finance Journal*, Vol. 7 No. 1, pp. 37-48.
- Alfisah, E. 2010. *Pengaruh Nilai Tukar Rupiah, Inflasi, Suku Bunga, Pertumbuhan PDB Pada Saham Jakarta Islamic Index (JII) Priode 2004-2008*. Jurnal EkonomidanBisnis. Vol. 46 No.4, pp. 7-14.

- Ajanthan, Alagathurai. 2013. *Determinants of Capital Structure: Evidence from Hotel and Restaurant Companies in Sri Lanka*. International Journal of Scientific and Research Publications, Volume 3, Issue 6, June 2013.
- Akinyomi,O.J., & Adebayo Olagunju. 2013. *Determinant capital Structure in Nigeria*. International Journal of Innovation and Applied Studies ISSN 2028-9324 Vol. 3 No. 4 Aug. 2013, pp. 999-1005
- Brigham,E.F., & Houston,J.F. 2012. *Fundamentals of Financial Management*, 11 ed. Yulianto. Ali A. (Penerjemah). Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Buku 2 Edisi 11, Salemba: Jakarta.
- Brigham,E.F., & Weston J.F. 2005. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Jilid 2. Jakarta: Erlangga.
- Bokpin, Godfred Alufar. 2009. *Macroeconomic Development and Capital Structure Decisions of Firms*. Studies in Economics and Finance Vol. 26 No. 2, pp. 129-142.
- Chadegani,A.A., M.Nadem., Mohamad.N., & Seyed,M.M. 2011. *The Effect of Economic and Accounting Variables on Capital Structure: Empirical Evidence from Iranian Companies*. International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887 Issue 71 (2011).
- Chen, C.K. 2004. *Research on impacts of team leadership on team effectiveness*. The Journal of American Academy of Business, Cambridge, 266-278.
- Chowdhury, Anup & Suman Paul Chowdhury. 2010. *Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh*. BEH - Business and Economic Horizons, Volume 3 | Issue 3 | October 2010 |pp. 111-122.
- Cotei, Carmen., & Farhat, Joseph. 2009. *The Trade-off Theory and The Pecking Order Theory: Are They Mutually Exclusive?. North American Journal of Finance and Banking Research, vol. 3*.
- Delcoure, Natalya. 2006. *The Determinants Of Capital Structure In Transitional Economies. International Review Of Economic And Finance. Article In Press*.
- Djumahir. 2005. *Pengaruh variabel-variabel Tax-Shield dan Non-Tax Shield terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Go-Public di Bursa Efek Jakarta)*. Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Eriotis, Nicolaos. 2007. *How Firm Characteristic Affect Capital Structure: An Emperical Study*. Journal of management Finance. Vol. 33, n0 5. Pp321-331.

- Fabozzi, Frank J. 2000. *Manajemen Investasi*; Buku Dua; Salemba Empat, Pearson Education Asia Pte. Ltd. Prentice-Hall.
- Fanelli, J.M., & Keifman, S. 2002. *Finance and changing patterns in developing countries*, in Fanelli, J.M. and Medhora, R. (Eds), *Finance and Competitiveness in Developing*, Routledge, London.
- Hadinugroho, Listijowati., & A.A Delisandri. 2010. *Analisa Faktor-Faktor Internal Perusahaan yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Sektor Barang Konsumsi*. Proceeding for Call Paper PEKAN ILMIAH DOSEN FEB.
- Indrajaya, Glenn, Herlina., & Rini Setiadi. 2011. *Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal*. Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi Nomor 06 Tahun ke-2 September-Desember 2011.
- Huang, Samuel G. H., & Frank M. Song. 2004. *The Determinants of Capital Structure: Evidence from China*. *Journal of Financial Economics*. P. 1-24.
- Ghosh, Saurabh., & Ghosh, Arijit. 2009. *Do Leverage, Dividend Policy and Profitability Influence The Future Value Of Firm? Evidence From India*. *Financial Analysts Journal*. Indira Gandhi Institute of Development Research.
- Ghozali, I. 2009. *Ekonometrika Teori Konsep Dan Aplikasi Dengan SPSS 17*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Jong, A.de, Kabir., R., & Nguyen, T. T. 2007. *Capital Structure Around the World: The Rules of Firm and Country Specific determinants: Social Science Research Network Electric Paper Collection*:[Http://Ssrn.Com/Abstract-id1019130](http://Ssrn.Com/Abstract-id1019130).
- Joni., & Lina. 2010. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal*. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol. 12, No. 2, hlm. 81 – 96.
- Kesuma, Ali. 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*, Vol. 11, No. 1.
- Kusumajaya, D.K.O. 2011. *Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan*. Tesis Program Pascasarjana Universitas Udayana Denpasar.
- Masidonda, La Jaelani., M.S. Idrus, Ubud Salim., & Djumahir. 2013. *Determinants of Capital Structure and Impact Capital Structure on Firm Value*. *Journal of Business and Management (IOSR-JBM)* e-ISSN: 2278-487X. Volume 7, Issue 3 (Jan. - Feb. 2013), PP 23-30.

- Mas'ud, Masdar. 2008. *Faktor-faktor Penentu Struktur Modal Serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia)*. Disertasi. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Morri, Giacomo., & Fabio Cristanziani. 2009. *What determines the capital structure of real estate companies?*. Journal of Property Investment & Finance Vol. 27 No. 4, 2009 pp. 318-372.
- Mufida, Ana. 2012. *Struktur Modal Perusahaan Properti dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya*. Jurnal Bisnis dan Manajemen Vol.6, No.1 Hal. 45 – 54.
- Naik, Pramod Kumar & Puja, Padhi. 2012. *The Impact of Macroeconomic Fundamentals on Stock Prices Revisited: Evidence from Indian Data*, *Eurasian Journal of Business and Economics*, 5 (10), 25-44.
- Neghabi, Z., H., & S., M., Rafee. 2013. *Investigating Different Influential Factors on Capital Structure of Different Sectors of Industries Listed in Tehran Stock Exchange*. Management Science Letters 3.
- Nurlaily, F., Suhadak., Kusdi, R.,&Wen-Shi, L.H. 2013. *The Influence of Macroeconomic and Microeconomic Variable on Capital Structure and Financial Performance*. Tesis. Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Ridwan., & Achmad, Kuncoro. 2008. *Análisis Jalur (Path Análisis)*, Edisi kedua, Penerbit Alfabeta, Bandung.
- Riyanto, Bambang. 2008. *Dasar-Dasar Pembelanjaan*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Sari, Dessy Handa. 2013. *Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan*. Tesis. Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Sarwono, Jonathan. 2007. *Analisis Jalur untuk Riset Bisnis dengan SPSS*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Sheikh, Nadeem Ahmad., & Zongjun Wang. 2011. *Determinants of Capital Structure an Emperical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan*. Journal of Managerial Finance. Vol. 37 No. 2, 2011. Pp. 117-133.
- Suadnyana, I.M., & Luh, P.W. 2013. *Pengaruh Risiko Bisnis dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*. Forum Manajemen, volume 11, nomor 1, tahun 2013.
- Sugiyono. (2006). *Statistika Untuk Penelitian*, Cetakan Ketujuh, Bandung: CV. Alfabeta.

- Sujoko., & Ugy Soebiantoro. 2007. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan*. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, Vol.9, No.1,pp.41-48.
- Suyanto. 2007. *Analisis Pengaruh Nilai Tukar Uang, Suku Bunga dan Inflasi terhadap Return Saham Sektor Properti yang tercatat di Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2005*. Tesis. Pascasarjana Universitas Diponegoro, Semarang.
- Liu, Yuanxin., & X. Ning. 2009. *Empirical Research of The Capital Structure Influencing Factors of Electric Power Listed Companies*. International Journal of Marketing Studies Vol. 1, No. 1
- Van Horne, J.C., & Wachowicz JR, J.M. 2012. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan I*. Edisi 13. Penerbit Salemba Empat.
- Wibowo, Agung. 2013. *Perbedaan Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Return Saham Perusahaan Consumer Goods dan Real Estate*. Media Ekonomi dan Manajemen Vol 27. No 1 Januari 2013.
- Zou, H., & Xiao J.Z. 2006. *The Financing Behaviour of Listed Chinese Firms*, The British Accounting Review 38 (240): 239-258.