

STRUKTUR MODAL PENDEKATAN DINAMIS PADA PERUSAHAAN *PROPERTY, REAL ESTATE*, DAN KONSTRUKSI BANGUNAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA 2015-2018

Raleska¹, Ishak Ramli², Henny³

¹*Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Tarumanagara Jakarta*

Email: Raleska.127181001@fe.untar.ac.id

²*Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Tarumanagara Jakarta*

Email: Ishakr@fe.untar.ac.id

³*Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Tarumanagara Jakarta*

Email: henny@fe.untar.ac.id

Abstrak

Peningkatan bisnis di sektor *property* yang setiap tahunnya tidak begitu memiliki dampak yang signifikan cocok digunakan untuk pengamatan mengenai struktur modal. Sektor *property* juga dianggap memiliki pengaruh yang signifikan terhadap krisis ekonomi. Penelitian ini dimaksudkan untuk membuktikan pengaruh faktor profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *non-debt tax shield*, struktur aset, *optimal leverage* dan *speed of adjustment* terhadap struktur modal. Dengan menggunakan laporan keuangan perusahaan *property* tahun 2015-2018. Data profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *non-debt tax shield*, dan struktur aset dianalisis dengan regresi berganda untuk menguji pengaruhnya terhadap struktur modal, dan data *optimal leverage* dan *speed of adjustment* dianalisis dengan metode *Generalized Moment Method* (GMM) untuk menguji pencapaian struktur modal optimal dan kecepatan pencapaian struktur modal optimalnya. Hasilnya ditemukan bahwa *firm size*, likuiditas, *non-debt tax shield* dan *speed of adjustment* mempengaruhi struktur modal secara signifikan positif, struktur aset dan *optimal leverage* mempengaruhi struktur modal secara signifikan negatif sedangkan profitabilitas dan pertumbuhan penjualan tidak signifikan mempengaruhi struktur modal.

Kata Kunci: Struktur Modal Optimal, *Speed of Adjustment*, *Optimal Leverage*.

Abstract

The increase in business in the property sector, which each year does not have a significant impact, is suitable for observing the capital structure. The property sector is also considered to have a significant influence on the economic crisis. This study is intended to prove the effect of profitability, company size, liquidity, sales growth, non-debt tax shield, asset structure, optimal leverage and speed adjustment factors on capital structure. By using the financial statements of property companies for the years 2015-2018. Profitability data, company size, liquidity, sales growth, non-debt tax shield, and asset structure were analyzed using multiple regression to test their effect on capital structure, and optimal leverage and speed of adjustment data were analyzed using the Generalized Moment Method (GMM) to test achieving optimal capital structure and speed of achieving optimal capital structure. The results found that firm size, liquidity, non-debt tax shield and speed of adjustment had a significant positive effect on capital structure, asset structure and optimal leverage had a significant negative effect on capital structure, while profitability and sales growth did not significantly affect capital structure.

Keywords: *Optimal Capital Structure, Speed of Adjustment, Optimal Leverage.*

Latar Belakang

Perusahaan *property* Indonesia saat ini masih terus mengalami pertumbuhan, didukung dengan banyaknya pembangunan dan proyek infrastruktur dari pemerintah. Menteri Keuangan Republik Indonesia Sri Mulyani Indrawati menyatakan, pertumbuhan ekonomi nasional sangat dipengaruhi oleh perkembangan industri *property* di Indonesia. Tabel 1 menunjukkan penjualan

bersih atau pendapatan perusahaan *property* serta komponennya yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 4 tahun terakhir dan rata-rata terjadi peningkatan:

Tabel 1. Penjualan Industri Sektor *Property* dan Komponennya di Indonesia

TAHUN	TOTAL PENJUALAN
2015	137.094.762.405.497
2016	151.898.832.319.162
2017	201.548.845.976.974
2018	213.477.893.220.130

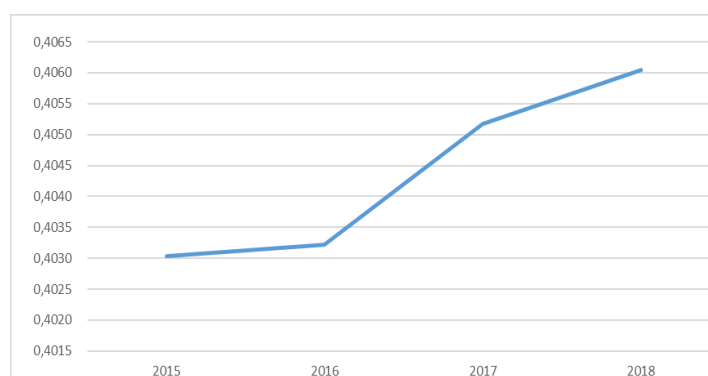
Sumber : Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan (www.idx.co.id)

Pecking order theory menyatakan dana internal perusahaan merupakan opsi yang digunakan terlebih dahulu dalam pemenuhan dana, namun bila dana tidak mampu memenuhi, utang digunakan sebagai alternatif pemenuhan dana perusahaan. Tabel 1 menunjukkan total aset perusahaan yang bergerak di bidang *property* yang terdaftar di BEI. Grafik 1 memperlihatkan tingkat DER perusahaan industri *property* yang cenderung mengalami peningkatan tiap tahun.

Tabel 2. Total Aset Sektor *Property* dan Komponennya di Indonesia

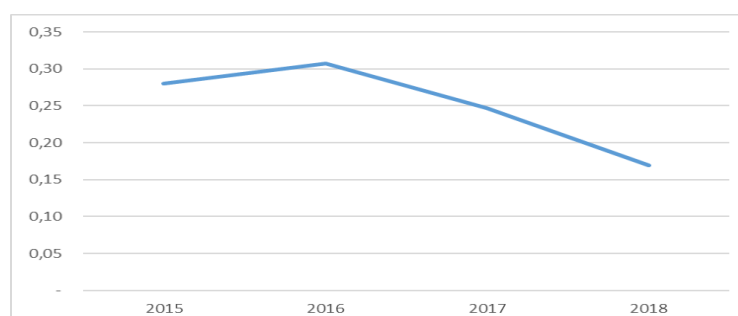
TAHUN	TOTAL ASET
2015	423.232.324.360.465
2016	506.467.831.996.694
2017	635.889.428.574.526
2018	705.110.745.960.837

Sumber : Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan (www.idx.co.id)



Grafik 1. Rata-Rata DER Perusahaan *Property* yang tercatat di BEI (2015-2018)

Sumber : Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan (www.idx.co.id)



Grafik 2. Rata-Rata DER Perusahaan yang tercatat di BEI (2015-2018)

Sumber : Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan (www.idx.co.id)

Pencapaian struktur modal optimal membutuhkan waktu, perubahan struktur modal terus terjadi dari waktu ke waktu sesuai dengan keadaan kinerja perusahaan dan berapa cepat perubahan keadaan operasional perusahaan tersebut dapat menyesuaikan struktur modalnya (Manurung 2011). Biaya struktur modal perlu dikurangi ke tingkat terendah untuk mencapai struktur modal yang optimal. Struktur modal optimal dapat didefinisikan oleh Parmasivan dan Subramanian (2009) sebagai struktur modal atau kombinasi antara utang dan ekuitas untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Menyeimbangkan likuiditas, pemilihan jatuh tempo utang dan frekuensi pengembalian suku bunga yang mampu mempengaruhi nilai perusahaan juga dapat membantu perusahaan untuk mencapai struktur modal yang optimal (Aljamaan, 2018).

Penelitian struktur modal sendiri dipopulerkan pada tahun 1958 oleh Franco Modigliani dan Merton H. Miller atau *M.M Theory* yang berpendapat struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Nilai perusahaan hanya bergantung pada arus kas dan tidak bergantung pada rasio utang dan ekuitas. Modigliani dan Miller (1963) menyatakan meningkatnya nilai perusahaan dengan meningkatnya nilai utang melalui bunga yang dibayarkan perusahaan.

Faktor yang mempengaruhi struktur modal saat ini masih terus diteliti. Perusahaan kecil menghadapi lebih banyak kendala untuk mendapatkan sumber pendanaan sehingga struktur modalnya dibatasi. Adapun faktor penentu struktur modal perusahaan kecil di *Western European* ialah spesifikasi perusahaan, negara dan kondisi dari makroekonomi negara (Joeveer, 2005). Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal namun faktor makroekonomi suatu negara juga menjadi faktor penting (Mugosa, 2015). Mereka mendokumentasikan bahwa perusahaan sangat besar berkembang lebih cepat, siap menyesuaikan diri. Perusahaan besar juga memiliki fleksibilitas keuangan lebih besar dalam periode yang menguntungkan makroekonomi.

B dan Mehta (2015), melakukan penelitian di India, *profitability* negatif signifikan mempengaruhi struktur modal. *Liquidity*, *tangibility*, *firm size* dan *earning volatility* tidak mempengaruhi struktur modal. Profitabilitas signifikan negatif terhadap struktur modal dimana perusahaan pertama membiayai dari ekuitas internal kemudian jika tidak cukup mereka akan berutang. Jika keuntungan lebih tinggi, perusahaan memenuhi pendanaan dengan mempertahankan profitabilitas mereka sehingga mengurangi tingkat utang. Hasil penelitian di Malaysia, *profitability* dan *firm size* negatif signifikan mempengaruhi struktur modal, sementara *growth* dan *asset tangibility* positif signifikan mempengaruhi struktur modal. Hasil penelitian menunjukkan perusahaan konstruksi bergantung pada pembiayaan utang untuk melakukan ekspansi dan pertumbuhan. Temuan ini menunjukkan laba berkurang ketika perusahaan menggunakan lebih banyak utang (Baharuddin, Khamis, Mahmood dan Dollah, 2011).

Di Indonesia faktor penentu struktur modal adalah ukuran perusahaan, likuiditas, profitabilitas, struktur asset, *sales growth*, pertumbuhan aset, *asset turnover*, *asset tangibility*, risiko bisnis, rasio modal kerja terhadap total aset, rasio nilai pasar terhadap nilai buku, rasio laba ditahan terhadap total aset, rasio EBIT terhadap total aset (Ratih, 2018; Yusintha dan Suryandari, 2010; Manurung, 2011; Sakinah dan Anggono, 2014; Fauziah dan Iskandar, 2015; Sutrisno 2016; Darsono, 2017; Astuti, 2018; Sari, 2018; Rahayu, Suhadak dan Saifi Chandra, 2018; Chandra, Junaedi, Wijaya, Suharti, Mimelientesa dan Ng, 2019; Sudiyatno, Irmawati, Puspitasari, dan Nurhayati, 2019; Muslimah, Suhendro, dan Masitoh, 2020). Perbedaan nilai rata-rata DER yang sangat signifikan antara Grafik 1 dan Grafik 2 memberikan gambaran umum mengenai kondisi keuangan perusahaan yang terdaftar di BEI baik itu sektor *property* maupun sektor lainnya seperti jumlah utang. Fenomena signifikan lainnya juga terjadi antara dimana terdapat perbedaan antara penurunan DER perusahaan BEI namun terjadi peningkatan pada total penjualan dan total aset perusahaan BEI. Dengan adanya perbedaan total penjualan, total aset dan rata-rata struktur modal perusahaan *property* dan perusahaan yang terdaftar di BEI, membuat

pemahaman mengenai struktur modal sangat penting bagi perusahaan untuk memahami apa saja faktor yang mempengaruhi struktur modalnya dikarenakan perusahaan dengan memahami faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, perusahaan mampu mencapai struktur modal yang optimal yang akan berdampak juga pada kinerja keuangan perusahaan.

Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang yang disampaikan di atas maka rumusan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah *profitability* berpengaruh signifikan negatif terhadap *capital structure*?
2. Apakah *firm size* berpengaruh signifikan negatif terhadap *capital structure*?
3. Apakah likuiditas berpengaruh negatif terhadap *capital structure*?
4. Apakah pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan positif terhadap *capital structure*?
5. Apakah *non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap *capital structure*?
6. Apakah struktur aset berpengaruh positif terhadap *capital structure*?
7. Apakah *optimal leverage* berpengaruh positif terhadap *capital structure*?
8. Apakah *speed of adjustment* berpengaruh positif terhadap *capital structure*?

Kajian Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Istilah struktur modal mengacu pada variasi antara utang jangka panjang dengan berbagai sumber dana jangka panjang seperti sumber modal ekuitas, modal saham *preference*, (Parmasivan & Subramanian, 2009). Struktur modal merupakan pembiayaan permanen yang diwakili terutama oleh utang jangka panjang dan ekuitas. Struktur modal merupakan keputusan penting karena sangat berhubungan erat dengan nilai perusahaan. Struktur modal sebagai campuran dari utang jangka panjang dan ekuitas yang dikelola perusahaan (Gitman and Zutter, 2012).

Fakta dari tingkat pendanaan jangka panjang yang mendanai perusahaan diukur dengan utang jangka panjang, jumlah modal dari *preference share* dan jumlah modal saham biasa (*common stock*) dapat berbeda waktu ke waktu dan sebagian perusahaan berusaha untuk menjaga pembiayaan keuangan perusahaan sesuai struktur modal target (Aljamaan, 2018). Keputusan struktur modal mencakup pilihan target struktur modal, rata-rata jatuh tempo utang, dan jenis pembiayaan yang digunakan pada waktu tertentu. Seperti halnya keputusan operasi, manajer membuat keputusan struktur modal yang dirancang memaksimalkan nilai intrinsik perusahaan.

***Profitability* mempengaruhi struktur modal**

Manajemen perusahaan biasanya memilih menggunakan dana internal perusahaan yang biasanya menggunakan laba ditahan daripada utang (Myers dan Majluf, 1984). Manajemen perusahaan menggunakan utang saat mereka menerbitkan ekuitas baru. Myers dan Majluf menganalisis biaya yang berhubungan dengan penerbitan ekuitas baru dan menegaskan dari transaksi tersebut terdapat hubungan *asymmetry information*. Perusahaan dengan profitabilitas yang lebih tinggi mencerminkan arus kas yang tinggi pula dan menandakan bahwa perusahaan memiliki laba bersih yang cukup sebagai sumber pembiayaan dan perusahaan akan berusaha untuk mengurangi utang (Kazmierska-Jozwiak, Marszalek dan Sekula, 2015).

Efek pajak memungkinkan perusahaan menyukai sumber modal yang berasal dari utang daripada penerbitan saham baru (Modigliani dan Miller, 1963). Lebih menguntungkan penggunaan profitabilitas yang ditahan dimasa lalu atau laba yang ditahan dalam menentukan struktur modal (Dewi dan Ramli, 2016). Perusahaan yang menghasilkan profitabilitas yang lebih tinggi berarti perusahaan mempunyai akses yang lebih besar dalam pendanaan internalnya.

Perusahaan Indonesia dianggap mampu meningkatkan kinerjanya dan melakukan investasi dengan baik sehingga profit yang dihasilkan cukup memenuhi kebutuhan investasinya. Konsisten dengan teori *pecking order* bahwa perusahaan memenuhi kebutuhan pendanaan aset menggunakan sumber dana internalnya terlebih dahulu yaitu dari hasil kegiatan operasi perusahaan baru kemudian sumber dana eksternal seperti pinjaman dan modal sendiri (ekuitas). *Profitability* merupakan faktor keputusan sumber pendanaan perusahaan (*capital structure*).

Wardani (2015) menyatakan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal dikarenakan perusahaan menetapkan struktur modalnya berdasarkan besar manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat dari penggunaan utang untuk mendukung operasi perusahaan. Perusahaan tidak memandang besar kecilnya jumlah profit dalam menentukan struktur modalnya. Perusahaan menentukan struktur modal berdasarkan keuntungan perusahaan. Profitabilitas tidak signifikan terhadap struktur modal, hal ini konsisten dengan penelitian Ooi (1999), De, Kabir dan Nguyen (2008), Kariuki dan Kamau (2014) dan Darsono (2017). Ooi (1999) menyatakan profitabilitas bukan penentu vital dari struktur modal perusahaan.

Firm size mempengaruhi struktur modal

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya skala perusahaan berkaitan dengan prospek perusahaan dimasa depan dengan melihat total aset dan tingkat penjualan yang dimiliki perusahaan yang mampu memberikan *signal* kepada pemegang saham bahwa dengan total aset atau tingkat penjualan yang besar akan memiliki prospek yang baik. Perusahaan yang besar akan lebih mudah terdiversifikasi dan memiliki kemungkinan yang rendah mengalami kesulitan keuangan (Rajan dan Zingales, 1995). Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar kemungkinan perusahaan mampu mendanai pemenuhan kebutuhannya dengan utang.

Firm size negatif signifikan mempengaruhi *capital structure* karena ukuran perusahaan juga menentukan sumber pendanaan yang dibutuhkan perusahaan (Titman dan Wessels, 1988). Kecil kemungkinan perusahaan yang berukuran besar mengalami kebangkrutan karena perusahaan berukuran besar lebih mudah dalam mencari pendanaanya.

Likuiditas mempengaruhi struktur modal

Likuiditas sebagai aset lancar yang dapat dikonversikan menjadi kas ataupun setara kas tanpa mempengaruhi nilai aset perusahaan (Hussain dan Miras, 2015). Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi akan meminjam lebih sedikit (Hossain dan Ali, 2012). Fakta bahwa perusahaan yang mempunyai aset lancar yang memadai menghasilkan arus kas yang mampu memenuhi kebutuhan perusahaan untuk kegiatan operasional dan investasi. Berdasarkan teori *packing order* dana internal yang berlimpah menyebabkan penggunaan dana internal lebih didahulukan sumber pendanaan internal yang banyak dan mencukupi merupakan tanda likuiditas perusahaan tinggi yang menyebabkan utang perusahaan jauh lebih rendah. Likuiditas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal (Hossain dan Ali, 2012; dan Hussain dan Miras, 2015).

Pertumbuhan penjualan mempengaruhi struktur modal

Perusahaan melakukan ekspansi biasanya perusahaan yang memiliki pertumbuhan penjualan yang signifikan. Ketika perusahaan akan melakukan ekspansi, dan sumber pendanaan dari dalam tidak memadai, perusahaan akan menambahkan sumber pendanaan dari luar. Perusahaan yang tingkat *sales growth* lebih tinggi dari perusahaan lainnya lebih membutuhkan dana tambahan yang digunakan untuk aktivitas operasionalnya. Dana internal yang tidak mencukupi membuat perusahaan untuk menambah utang dengan dasar bahwa penerbitan

obligasi jauh lebih murah dibandingkan menerbitkan saham dan membuat utang jauh diprioritaskan.

***Non-debt tax shield* mempengaruhi struktur modal**

Perusahaan manapun dipengaruhi oleh setiap perubahan perpajakan. Menurut Kiraci dan Aidin (2018) komponen pengurang pajak ialah depresiasi, dana pensiun, dan kredit investasi sebagai *non-debt tax shield* dimana memiliki hubungan dengan penghematan pajak sehingga pajak yang akan dibayarkan perusahaan jauh lebih sedikit. Perusahaan akan memilih sumber pendanaan dari luar untuk melakukan penghematan pajak (Buvanendra, Sridharan dan Thiyagarajan, 2017). Hal ini menyebabkan variabel *non-debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Menurut Karaci dan Aidin (2018), signifikan negatif ini menunjukkan meningkatnya *instrument* seperti depresiasi yang digunakan perusahaan untuk membayar lebih sedikit pajak. Penghematan pajak juga memperbesar arus kas operasi perusahaan atau *operating cash flow* sehingga dalam investasi tidak memerlukan utang.

Struktur aset mempengaruhi struktur modal

Perusahaan yang memiliki aset berwujud akan menghasilkan perusahaan yang memiliki nilai likuidasi yang lebih besar serta memiliki nilai likuidasi yang lebih tinggi dan akibatnya perusahaan cenderung memiliki lebih banyak utang. Perusahaan yang memberikan aset sebagai jaminan untuk menerbitkan utang, akan lebih mudah dalam meningkatkan utang mereka karena bagi kreditor aset tetap tersebut mampu mengurangi risiko kreditor dalam meminjamkan uang. Oleh karena itu terdapat hubungan positif antara struktur aset dengan struktur modal.

Dang, Hu dan Hoang (2018) menyatakan struktur aset dapat pula mempengaruhi struktur modal perusahaan secara signifikan negatif, perusahaan dengan aset tetap yang besar rata-rata memilih untuk mengurangi penggunaan dan penambahan utang. Pengurangan penambahan utang dikarenakan adanya aset tetap yang masih mampu mendanai operasional perusahaan sehingga dana internal lebih disukai karena resiko yang relatif lebih kecil pula.

***Optimal leverage* mempengaruhi struktur modal**

Optimal leverage suatu perusahaan dapat berubah dari waktu ke waktu akibat adanya pergerakan rasio perusahaan. Hal ini disebabkan oleh adanya faktor-faktor penentu struktur modal yang optimal dapat berubah dari waktu ke waktu, maka struktur modal suatu perusahaan akan berubah. Perusahaan juga akan mengoptimalkan dan hingga tercapainya struktur modal yang optimal yang juga disebut struktur modal dinamis. *Optimal leverage* diperbolehkan untuk bervariasi di seluruh perusahaan karena faktor-faktor yang menentukan *leverage* yang optimal suatu perusahaan dapat berubah dari waktu ke waktu, ada kemungkinan bahwa rasio utang yang optimal dapat bergerak dari waktu ke waktu untuk perusahaan yang sama. Pencapaian tingkat utang optimal tergantung dari *speed of adjustment* (Hesmati, 2001).

***Speed of Adjustment* mempengaruhi struktur modal**

Speed of adjustment merupakan kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal yang optimal, hal ini ditentukan oleh biaya berpindah dari satu struktur modal ke struktur modal lain. *Speed of adjustment* juga dapat menjadi fungsi dari sejumlah variabel yang mempengaruhi biaya tingkat utang yang ditentukan oleh jarak antara tingkat utang aktual dengan tingkat utang optimal. Pencapaian struktur modal yang optimal butuh waktu. Adanya *speed of adjustment* yang cepat maka untuk pencapaian struktur modal yang optimal juga akan cepat, sebaliknya jika *speed of adjustment* yang terjadi lamban, maka untuk pencapaian struktur modal yang optimal akan lamban pula. *Speed of adjustment* terhadap struktur modal yang optimal ditentukan oleh biaya perpindahan dari satu struktur modal ke struktur modal yang lain. Maka dengan adanya biaya

berpindah dari suatu struktur modal satu ke struktur modal yang lain menunjukkan struktur modal yang dinamis. Pencapaian tingkat utang optimal dan *speed of adjustment* yang sangat lamban juga akan lambat mencapai struktur modal optimalnya (Loof, 2003).

Berdasarkan landasan teori dan kerangka pikiran, maka hipotesis yang dapat dibentuk adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1: *Profitability* berpengaruh signifikan negatif terhadap *capital structure*

Hipotesis 2: *Firm size* berpengaruh signifikan negatif terhadap *capital structure*

Hipotesis 3: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *capital structure*

Hipotesis 4: Pertumbuhan penjualan signifikan positif terhadap *capital structure*

Hipotesis 5: *Non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap *capital structure*

Hipotesis 6: Struktur aset berpengaruh positif terhadap *capital structure*

Hipotesis 7: *Optimal leverage* berpengaruh positif terhadap *capital structure*

Hipotesis 8: *Speed of adjustment* berpengaruh positif terhadap *capital structure*

Metodologi

Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini berupa data laporan keuangan perusahaan industri *property, real estate*, dan konstruksi bangunan pada periode 2015-2018. Teknik analisis data menggunakan analisis regresi berganda dan analisis metode GMM. Sebelum melakukan analisis regresi berganda dan analisis GMM dengan data panel digunakan uji *Hausman*.

Hasil dan Pembahasan

Berdasarkan tabel hasil uji *Hausman* dapat disimpulkan bahwa metode yang lebih baik digunakan adalah *random effect model*.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Berganda Pada tahun 2015-2018

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.045367	0.965580	-3.153926	0.0019
ROA	0.107511	0.508391	0.211472	0.8327
FZ	0.268739	0.076016	3.535294	0.0005
LIQ	0.004854	0.005636	0.861230	0.0202
SG	-1.27E-05	6.82E-05	-0.186560	0.8522
NDTX	12.21336	4.485432	2.722894	0.0071
SA	-0.086570	0.058630	-1.476555	0.0414
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.323229	0.4853
Idiosyncratic random			0.332858	0.5147
Weighted Statistics				
R-squared	0.114128	Mean dependent var		0.200498
Adjusted R-squared	0.086005	S.D. dependent var		0.348960
S.E. of regression	0.333617	Sum squared resid		21.03571
F-statistic	4.058175	Durbin-Watson stat		1.371151
Prob(F-statistic)	0.000750			

Hasil regresi data panel:

$$\text{DER} = -3,045367 + 0.107511 \text{ ROA} + 0.268739 \text{ FZ} + 0.004854 \text{ LIQ} + 0,00000127 \text{ SG} + 12.21336 \text{ NDTX} - 0.086570 \text{ SA} + 0.965580$$

Keterangan : DER = *Debt to Equity Ratio* tahun 2015-2018; ROA = Profitabilitas tahun 2015-2018; FZ = *Firm Size* tahun 2015-2018; LIQ = Likuiditas tahun 2015-2018; SG = Pertumbuhan Penjualan tahun 2015-2018; NDTX = *Non-Debt Tax Shield* tahun 2015-2018; SA = Struktur Aset tahun 2015-2018.

Hipotesis 1: *Profitability* tidak mempengaruhi *capital structure*. Tabel 3 menunjukkan tahun 2015-2018 profitabilitas tidak signifikan positif mempengaruhi *capital structure* dengan nilai kritis 0.8327.

Hipotesis 2: Ukuran perusahaan mempengaruhi *capital structure*. Tabel 3 menunjukkan tahun 2015-2018 ukuran perusahaan signifikan positif mempengaruhi *capital structure* dengan nilai kritis 0.0005.

Hipotesis 3: Likuiditas mempengaruhi *capital structure*. Tabel 3 menunjukkan tahun 2015-2018 likuiditas signifikan positif mempengaruhi *capital structure* dengan nilai kritis 0.0202.

Hipotesis 4: Pertumbuhan penjualan mempengaruhi *capital structure*. Tabel 3 menunjukkan tahun 2015-2018 pertumbuhan penjualan tidak signifikan negatif mempengaruhi *capital structure* dengan nilai kritis 0.8522.

Hipotesis 5: *Non-debt tax shield* mempengaruhi *capital structure*. Tabel 3 menunjukkan tahun 2015-2018 *non-debt tax shield* signifikan positif mempengaruhi *capital structure* dengan nilai kritis 0.0071.

Hipotesis 6: Struktur aset mempengaruhi *capital structure*. Tabel 3 menunjukkan tahun 2015-2018 struktur aset signifikan negatif mempengaruhi *capital structure* dengan nilai kritis 0.04142.

Uji hipotesis 7 dan 8 dilakukan dengan GMM. Berikut hasil pengregresian setelah hasil perhitungan model tingkat optimal atau *optimal leverage* dan *speed of adjustment*:

Tabel 4. Hasil Metode *Generalized Moment Method* (GMM)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPT	-2.563445	0.822191	-3.117821	0.0021
SOA	3.303526	0.823704	4.010576	0.0001
Mean dependent var	1.000000	S.D. dependent var		0.000000
S.E. of regression	0.153822	Sum squared resid		4.590280
Durbin-Watson stat	0.113593	J-statistic		194.0000
Instrument rank	3	Prob(J-statistic)		0.000000

Hipotesis 7: *Optimal leverage* mempengaruhi *capital structure*. Tabel 4 menunjukkan tahun 2015-2018 struktur aset signifikan negatif mempengaruhi *capital structure* dengan nilai kritis 0.0021.

Hipotesis 8: *Speed of adjustment* mempengaruhi *capital structure*. Tabel 4 menunjukkan tahun 2015-2018 *speed of adjustment* signifikan positif mempengaruhi *capital structure* dengan nilai kritis 0.0001.

Pembahasan

Penelitian menunjukkan variabel *profitability*, *firm size*, likuiditas, *sales growth*, *non-debt tax shield*, *asset structure*, *optimal leverage* dan *speed of adjustment* secara secara simultan mempengaruhi *capital structure* perusahaan *property* di BEI periode 2015-2018. Profitabilitas tidak signifikan mempengaruhi struktur modal. Menurut Wardani (2015), tidak terpengaruhnya profitabilitas dikarenakan perusahaan menetapkan struktur modalnya berdasarkan besar manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat dari penggunaan utang untuk mendukung operasional perusahaan. Sehingga perusahaan tidak memandang besar kecilnya jumlah profit yang dihasilkan dalam menentukan struktur modalnya. Perusahaan menentukan struktur modal berdasarkan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan. Profitabilitas tidak signifikan terhadap struktur modal, hal ini konsisten dengan penelitian Ooi (1999), De, Kabir dan Nguyen (2008), Kariuki dan Kamau (2014) dan Darsono (2017). Ooi (1999) menyatakan profitabilitas bukan penentu vital dari struktur modal perusahaan. Berbagai literatur menggunakan proksi seperti rasio pendapatan bersih terhadap total pendapatan dan pendapatan operasional terhadap total aset (Titman dan Wessels, 1988), *return on assets* (Wiwattanakantang, 1999) yang digunakan sebagai indikator untuk mengukur profitabilitas perusahaan. Hal ini konsisten dengan teori *packing order*, perusahaan memenuhi kebutuhan pendanaan aset menggunakan sumber pendanaan internalnya terlebih dahulu yaitu hasil kegiatan operasi perusahaan, laba yang ditahan dan lainnya, lalu kemudian menggunakan sumber pendanaan eksternal seperti pinjaman (utang).

Firm size berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Menurut Hardiyanto, Achsani, Sembel dan Maulana (2014), struktur modal perusahaan meningkat seturut dengan peningkatan total aset perusahaan. Total aset yang tinggi membuat peluang perusahaan dalam memperoleh sumber keuangan dalam bentuk utang jangka panjang semakin tinggi. Fakta mengenai perusahaan besar memiliki resiko yang lebih kecil dan mempermudah perusahaan besar untuk memperoleh pinjaman dari luar juga dinyatakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Sorensen (1986). Sesuai dengan hasil penelitian oleh Tongkong (2012), Thipayana (2014), Serghiescu dan Văidean (2014) dan Hamid, Abdullah dan Kamaruzzaman (2015).

Signifikan positif dalam hasil penelitian ini terjadi karena sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI dan perusahaan yang berukuran besar. Perusahaan besar lebih mudah terdiversifikasi dan memiliki kemungkinan yang rendah mengalami kesulitan keuangan (Rajan dan Zingales, 1995). Semakin besar ukuran perusahaan semakin besar kemungkinan perusahaan mampu mendanai kebutuhannya dengan utang, konsisten dengan teori *trade off*.

Hasil penelitian menunjukkan likuiditas berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian sesuai dengan hasil yang dilakukan Hossain dan Ali (2012) dan Serghiescu dan Văidean (2014) likuiditas perusahaan mampu mempengaruhi utang secara signifikan positif. Perusahaan dengan rasio likuiditas yang tinggi juga mampu menggambarkan keadaan perusahaan yang mampu membayar utang jangka pendek maupun utang jangka panjang perusahaan.

Signifikan positif terjadi karena sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI dan juga perusahaan yang berukuran besar sehingga dalam pendanaan untuk kebutuhan operasionalnya membutuhkan sumber pendanaan lebih besar. Aktivitas operasional dan penggunaan *current asset* juga cenderung tinggi sehingga kebutuhan akan sumber pendanaan dari luar juga akan lebih tinggi. Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi juga dapat diakui lebih mampu memenuhi kewajiban jangka pendek dan panjang yang dipermudah dengan adanya penambahan utang. Hal ini konsisten dengan teori *trade off*.

Hasil penelitian menunjukkan variabel pertumbuhan penjualan tidak mempengaruhi struktur modal secara signifikan. Nilai koefisien menunjukkan negatif menandakan semakin tinggi pertumbuhan penjualan tidak menyebabkan perusahaan menambahkan pendanaan perusahaan dari luar. Dana internal tidak mencukupi membuat perusahaan menambah utang dengan dasar bahwa penerbitan obligasi jauh lebih murah dibandingkan dengan menerbitkan saham yang membuat utang jauh lebih diprioritaskan dibandingkan dengan penerbitan saham. Mauliana, Nuzula dan Nurlaily (2018) menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan tidak signifikan terhadap struktur modal diindikasikan semakin tinggi pertumbuhan penjualan perusahaan menyebabkan perusahaan membutuhkan tambahan modal untuk mendukung perkembangan perusahaannya. Sesuai dengan *signaling theory*, perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi akan lebih mudah menarik investor untuk menanamkan modalnya. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan tinggi menyebabkan keyakinan investor untuk menanamkan modalnya. Tingkat pertumbuhan penjualan tinggi tidak menjamin perusahaan untuk menggunakan utang. Hal ini konsisten dengan penelitian Sakinah dan Anggono (2014), Thipayana (2014), Hussain dan Miras (2015) serta Hasbi (2015).

Hasil penelitian variabel *non-debt tax shield* mempengaruhi struktur modal secara signifikan positif sesuai dengan hasil yang dilakukan oleh Buvanendra, Sridharan dan Thiyagarajan (2017). Adapun komponen pengurang pajak ialah depresiasi dimana memiliki hubungan dengan penghematan pajak. Perusahaan memilih sumber pendanaan dari luar untuk melakukan penghematan pajak.

Signifikan positif merupakan dampak dari sampel perusahaan yaitu perusahaan *property* dimana perusahaan rata-rata memiliki utang yang lebih tinggi dibandingkan sektor tertentu. Utang yang dimiliki perusahaan menjadi salah satu faktor pengurang pajak dimana juga memiliki hubungan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan variabel struktur aset mempengaruhi secara signifikan negatif terhadap struktur modal perusahaan *property* BEI periode 2015 – 2018. Hasil penelitian sesuai dengan hasil yang dilakukan (Hossain dan Ali, 2012; Hussain dan Miras, 2015; Mugosa 2015; Józwiak, Marszałek; Sekula, 2015 dan Sutrisno, 2016) yang menyatakan perusahaan dengan tingkat aset berwujud yang lebih rendah lebih tunduk pada informasi dan masalah asimetri yang menurunkan harga ekuitas, dan akibatnya, lebih bersedia menggunakan utang membiayai aset mereka.

Hasil penelitian ini menunjukkan variabel *non-debt tax shield* mempengaruhi struktur modal secara signifikan positif dan sesuai hasil Buvanendra, Sridharan dan Thiyagarajan (2017). Adapun komponen pengurang pajak ialah depresiasi dimana memiliki hubungan dengan penghematan pajak. Perusahaan akan memilih sumber pendanaan dari luar untuk melakukan penghematan pajak. Beban bunga juga berkontribusi terhadap jumlah laba bersih kena pajak perusahaan.

Signifikan positif pada penelitian ini juga merupakan dampak dari sampel perusahaan yaitu perusahaan *property* dimana perusahaan rata-rata memiliki utang yang lebih tinggi dibandingkan sektor tertentu. Grafik 1.1 dan Grafik 1.2 telah menunjukkan bahwa terdapat perbedaan dari utang perusahaan di sektor *property* dimana rata-rata DER pada perusahaan sektor *property* jauh lebih tinggi jika dibandingkan dengan rata-rata DER perusahaan di BEI. Utang yang dimiliki perusahaan menjadi salah satu faktor pengurang pajak yang dimana juga

memiliki hubungan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini konsisten dengan teori *trade off*.

Hasil penelitian ini menunjukkan variabel struktur aset mempengaruhi secara signifikan negatif terhadap struktur modal perusahaan *property* BEI periode 2015 – 2018, sesuai dengan hasil yang dilakukan (Hossain dan Ali, 2012; Hussain dan Miras, 2015; Mugosa 2015; Józwiak, Marszałek; Sekuła, 2015 dan Sutrisno, 2016). Menurut Józwiak, Marszałek; Sekuła, 2015 dan Sutrisno (2016), menyatakan utang perusahaan yang meningkat tetapi tidak diiringi dengan peningkatan aset berwujud memiliki arti bahwa perusahaan tidak menggunakan aset berwujud sebagai jaminan perusahaan dalam memperoleh utang. Hubungan negatif antara struktur aset dengan struktur modal berarti aset tetap perusahaan sebagian besar dibiayai dengan ekuitas.

Struktur aset menjadi pertimbangan perusahaan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Perusahaan dengan aset tetap yang lebih sedikit membuat perusahaan akan menggunakan utang. Utang tersebut juga dapat digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan mengingat kegiatan operasional perusahaan *property* yang memerlukan biaya yang cukup besar. Berlaku juga pada perusahaan yang memerlukan utang jangka pendek, mengingat perusahaan *property* membutuhkan aset lancar yang lebih banyak untuk kegiatan operasionalnya sehingga dibutuhkan lebih banyak utang jangka pendek. Hal ini konsisten dengan teori *trade off*.

Dengan metode GMM *optimal leverage* dan *speed of adjustment* memiliki pengaruh yang signifikan dan konsisten dengan hasil penelitian Loof (2003) bahwa dalam struktur modal pendekatan dinamis terdapat pencapaian target tingkat utang optimal dan *speed of adjustment*. Hal ini menandakan bahwa pada industry *property* di BEI terjadi penyesuaian menuju tingkat utang optimal (*speed of adjustment*) yang lambat karena adanya terjadinya struktur modal yang dinamis. Dengan adanya struktur modal dinamis maka perusahaan akan selalu melakukan pencapaian target utang optimal agar tingkat utang tidak berlebihan dan mengakibatkan *financial distress*. Perusahaan juga akan melakukan penyesuaian dengan *speed of adjustment* tersebut dalam waktu yang cenderung lama karena tingkat utang yang terobservasi berbeda dari tingkat utang optimal (*optimal leverage*) akibat adanya biaya penyesuaian (*adjustment cost*). Perusahaan tidak dapat langsung menyesuaikan rasio utangnya ke tingkat optimal karena hal ini membutuhkan waktu dan biaya yang besar. Hal ini konsisten dengan penelitian Fischer *et al.* (1989) dan Zwiebel (1996).

REFERENSI

- Aljamaan, Bader A. 2018. Capital Structure: Definitions, Determinants, Theories and Link With Performance Literature Review. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research* Vol. 6 No. 2 PP. 49-72.
- Astuti, Elly. 2018. Determinant Capital Structure of Banking Company in Indonesia. *KINERJA* Vol. 22 No. 1 Hal . 69-78.
- B, Suresha., dan Mehta, Shefali N. 2015. Determinants of Capital Structure – Evidence from Listed Information Technology Firms in India. *European Journal of Business and Management*. Vol. 7 No 24. Hal 131-139.
- Baharuddin, Nurul Syuhada., Khamis, Zaleha., Mahmood, Wan Mansor Wan., dan Dollah, Hussian. 2011. Determinants of Capital Structure for Listed Construction Companies in Malaysia. *Journal of Applied Finance & Banking* Vol 1 No. 2. Hal 115-132.
- Buvanendra, S., Sridharan, P., dan Thiagarajan, S. 2015. Firm Characteristics, Corporate Governance and Capital Structure Adjustments: A Comparative study of listed firms in Sri Lanka and India. *IIMB Management Review*. Vol. 29 Hal. 245-258.

- Chandra, Teddy., Junaedi, Achmad T., Wijaya, Evelyn., Suharti, Mimelientesa, Irman dan Ng, Martha. 2019. The Effect of Capital Structure on Profitability and Stock Returns Empirical Analysis of Firms listed in Kompas 100. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies* Vol. 12 No. 2 PP. 74-89.
- Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., and Hoang, H. T. V. 2019. Study the Impact of Growth, Firm Size, Capital Structure, and Profitability on Enterprise Value: Evidence of Enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*. PP 146-162.
- Darsono, Nurul F. 2017. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Di Perusahaan Indonesia (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2014). *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol 6 No. 3 Hal. 1-9.
- Dewi, Syanti dan Ramli, Ishak. 2016. Struktur Modal Pendekatan Dinamis Perusahaan Otomotif dan Komponennya Saat Krisis Global 2008. *Jurnal Ekonomi*/Vol. XXI No. 3 Hal. 360-374.
- Fauziah, F., dan Iskandar, R. 2015. Determinants of Capital Structure in Indonesian Banking Sector. *International Journal of Business and Magement Invention*. Vol. 4(12). PP 36-44.
- Gitman, L.J. dan Zutter, C.J. 2012, *Principles of Managerial Finance, (13thed)*. Boston: Prentice Hall.
- Hamid, M. A., Abdullah, A., dan Kamaruzzaman, N. A. 2015. Capital Structure and Profitability in Family and Non-Family Firms: Malaysian evidence. *Procedia Economics and Finance*. Vol 31. PP 44-55.
- Hardiyanto, A. T., Achsani, N. A., Sambel, R., dan Maulana, Tb. N. A. 2013. Ownership and Determinants Capital Structure of Public Listed Companies in Indonesia: a Panel Data Analysis. *International Research Journal of Business Studies*. Vol. 6. No. 1. PP 29-43.
- Hesmati, Almas. 2001. The Dynamic of Capital Structure: Evidence From Swedish Micro and Small Firm. *Research in Banking and Finance*. Volume 2. Hal 199-24.
- Hossain, Md. F., dan Ali, Prof. Dr. Md.A. 2012. Impact of Firm Specific Factors on Capital Structure Decision: An Empirical Study of Bangladeshi Companies. *International Journal of Business Research and Management* Vol. 3(4) Hal. 163-182.
- Hussain, Siti S., dan Miras, Hassan. 2015. The Determinants of Capital Structure for Malaysian Food Producing Companies. *International Journal of Accounting & Business Management*. Vol 3 No. 1 PP. 138-161.
- Ibrahim, Yusuf. 2015. The Determinants of Capital Structure of Firms Listed in Nigerian Food/Beverages and Tobacco Industry. *International Journal of Innovative Science, Engineering & Technology*. ISSN 2348-7968. Vol. 2(10). PP 800-812.
- Joeveer, Karin. 2005. What Do We Know about the Capital Structure of Small Firms?. *Working Paper Series* ISSN 1211-3298.
- Jozwiak, B. K., Marszalek, Jakub., dan Sekula, Pawel. 2015. Determinants of Debt-Equity of Debt-Equity Choice – Evidence From Poland. *Emerging Markets Journal* Vol. 5 No. 2 Hal. 1-8.
- Kariuki, Samuel N dan Kamau, Charles G. 2014. Determinants of Corporate Capital Structure among Private Manufacturing Firms in Kenya: A Survey of Food and Beverage Manufacturing Firms. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*. Vol 4. No. 3. PP 49-62.
- Kim, W.S. & Sorensen, E.H. 1986. Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. (21). 131–43.
- Loof, Hans. 2003. Dynamic Optimal Capital Structure and Technological Change. *Discussion Paper Centre for European Economic Research* No 03-06.
- Manurung, Adler H. 2011. Determinan Struktur Kapital Perusahaan di Indonesia. *Jurnal Akutansi-FE Untar*. Volume XV.

- Mauliana, G., Nuzula, N. F., dan Nurlaily, F. 2018. Pengaruh Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*. Vol. 58. No. 1. PP 156-165.
- Modigliani, F., dan Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review* Vol. 48 No 3. Hal 261-297.
- Modigliani, Franco., dan Miller, Merton H. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review* Vol. 53 No 3. Hal 433-443.
- Mugosa, Ana. 2015. The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Western Europe. *Business and Economic Horizons* Vol. 11 No 2. Hal 76-95.
- Myers, S. C&N.S Majluf. 1984. Corporate Financing & Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, pp 187-221.
- Muslimah, Dahlia N., Suhendro, dan Masitoh, Endang. 2020. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ilmiah Univesitas Batanghari, Jambi* 20(1) PP 195-200.
- Paramasivan. C, dan Subramanian, T. 2009. Financial Management. *New Age International Limited, Publishers*. New Delhi. 2009.
- Rahayu, Sri M., Suhadak dan Saifi, Muhammad. 2018. The Reciprocal Relationship Between Profitability and Capital Structure and Its Impacts on The Corporate Values of Manufacturing Companies in Indonesia. *International Journal of Productivity and Performance Management* 1741-0401.
- Rajan, R. G., dan Zingales, L. 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance* Vol 50 No 5. Hal 1421-1460.
- Ratih, Dewi. 2018. Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence on Post-IPO Firms in Indonesia. *International Journal of Emerging Markets. International Journal of Emerging Markets* 1746-8809.
- Sari, Ahmad. 2018. Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Real Estate Di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 18 No. 2 Hal 112-126.
- Sakinah, A. N., dan Anggono, A. H. 2014. Analysis of Determinants of Capital Structure of Plantation Companies in Indonesia. *Journal of Business and Management*. Vol. 3 No. 1 Hal 21-32.
- Serghiescu, L dan Vaiden, V. 2014. Determinant factors of capital structure of a firm- an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*. Vol 15. PP 1447-1457.
- Sutrisno. 2016. Capital Structure Determinants and Their Impact on Firm Value: Evidence From Indonesia. *Economic World*. Vol. 4, No. 4, PP 179-186.
- Sudiyatno, B., Irmawati, Puspitasari, Elen., dan Nurhayati, I. (2019). Capital Structure: The Factors that influence it. (Empirical Study on Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange). *Prosiding ISBN: 978-979-3649-99-3*.
- Supa, Tongkong. 2012. Key factors influencing capital structure decision and its speed of adjustment of Thai listed real estate companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. Vol 40 716 – 720.
- Thippayana, Pornpen. 2014. Determinants of Capital Structure in Thailand. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 143 PP. 1074-1077.
- Titman, Sheridan., dan Wessels, Roberto. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*. Vol 43 No 1. Hal 1-19
- Wiwattanakantang Y. 1999. An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 371-403
- Yushinta, P. dan Suryndari, E. 2010. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Journal Akuntansi dan Investasi*. Vol. 11 No. 2, Hal 179-188.