

PENGARUH PERTUMBUHAN PERUSAHAAN DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN PROPERTI DI BEI

Kadek Anom Cakra Wibawa

(Alumnus Pascasarjana Universitas Udayana Denpasar)

Abstract : *The objective of this research is to determine the significance of the effect of growth companies on capital structure and firm value, the effect of ownership structure on capital structure and firm value and the effect of capital structure on firm value.*

This study population is a property company in Indonesia Stock Exchange in the period 2007 to 2009. The data used in this study is secondary data that the annual financial statements of 36 property companies on the Stock Exchange. Determination of the sample in this study is based on random sampling technique of purposive sampling criteria are property companies with complete financial data in accordance with the studied variables.

The Model of this study using path analysis, the application of the tools of SPSS version 13.0. The results of this study are at a significance level of 5% are found to significantly influence the growth of the company on capital structure. The growth of the company to the value of the company there is no significant effect. Further to the ownership structure on capital structure there is no significant effect then the same result is obtained, which is the ownership structure has no significant effect on firm value. The effect of capital structure on firm value where there is a negative significant effect.

For the corporate, the best point of capital structure in many level, for the fund, can rise down the firm value. Furthermore it is recommended for further research to examine other variables that effect the capital structure and the company's growth beyond the company's ownership structure in addition to the property.

Key words : *Growth firms, ownership structure, capital structure, corporate value, instutional ownership, DER (debt to equity ratio) and PER (price earnings ratio)*

1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Keputusan pendanaan merupakan hal penting dalam suatu perusahaan, oleh karena itu perlu dilakukan pengelolaan yang benar. Keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik berasal dari dalam (internal) maupun dari luar perusahaan (eksternal) yang sangat mempengaruhi nilai perusahaan. (Modigliani dan Miller, 1958).

Salah satu keputusan pendanaan adalah dalam hal kebijakan hutang. Kebijakan ini bisa digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun kebijakan hutang juga tergantung dari pertumbuhan perusahaan yang juga terkait dengan ukuran perusahaan, artinya perusahaan yang besar dan memiliki tingkat pertumbuhan perusahaan yang baik relatif lebih mudah untuk mengakses ke pasar modal. Kemudahan ini mengindikasikan bahwa perusahaan besar relatif mudah memenuhi sumber dana dari

hutang melalui pasar modal. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan perusahaan yang baik menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar bunga hutang jika menggunakan hutang untuk menjalankan operasional perusahaan tersebut. Selain itu kebijakan dalam menentukan struktur modal juga ditentukan oleh pemegang saham dalam hal ini apakah dominasi kepemilikan saham perusahaan oleh pihak eksternal (*institutional ownership*) atau oleh pihak internal (manajer).

Oleh karena itu relevan jika dikaitkan antara pertumbuhan perusahaan dan struktur kepemilikan perusahaan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan

Pertumbuhan perusahaan adalah seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi untuk industri yang sama (Machfoedz,1994). Pada umumnya, perusahaan yang tumbuh dengan cepat memperoleh hasil positif dalam arti pemantapan posisi di era persaingan, menikmati penjualan yang meningkat secara signifikan dan diiringi oleh adanya peningkatan pangsa pasar. Perusahaan yang tumbuh cepat juga menikmati keuntungan dari citra positif yang diperoleh, akan tetapi perusahaan harus ekstra hati-hati, karena kesuksesan yang diperoleh menyebabkan perusahaan menjadi rentan terhadap adanya isu negatif. Beberapa hal yang perlu mendapatkan perhatian penting karena dapat menurunkan sumber berita negatif yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan, mengembangkan dan membangun kecocokan kualitas dan pelayanan dengan harapan konsumen.

Pertumbuhan perusahaan dinyatakan sebagai pertumbuhan total aset dimana total aset masa lalu akan menggambarkan profitabilitas yang akan datang dan pertumbuhan yang akan datang (Taswan,

2003). Dalam penelitian ini untuk mengukur pertumbuhan perusahaan diproksikan dengan perubahan nilai aktiva, (Titman,1988). Hasil penelitian dari (Titman,1988) bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Menurut penelitian Stulz (1990) menemukan bukti bahwa perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang rendah, maka rasio hutang berhubungan secara positif dengan nilai perusahaan. Terdapat perbedaan pada perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang tinggi, yaitu rasio hutang berhubungan secara negatif dengan nilai perusahaan

Penelitian yang dilakukan oleh Sriwardany (2006) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap harga perubahan saham, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil berbeda diperoleh Safrida (2008) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian lain tentang pertumbuhan perusahaan menghasilkan pengaruh positif signifikan terhadap tingkat penggunaan hutang dalam keputusan struktur modal yang dikemukakan oleh Low & Cen (2004). Hal yang sama ditemukan juga oleh Klapper (2002) dimana pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Moh'd et al (1998) mengukur kepemilikan perusahaan dengan membagi menjadi dua yaitu, pertama berdasarkan kepemilikan saham yaitu insider ownership (pemilik saham dari pihak dalam yaitu oleh manajer) serta kedua kepemilikan institusional (pemilik saham oleh pihak luar atau instansi). Kepemilikan perusahaan dalam penelitian ini diproksikan dengan persentase struktur kepemilikan institusional, karena pengawasan penggunaan hutang oleh pihak

eksternal (institutional) terhadap manajemen akan lebih maksimal jika dibandingkan pengawasan dilakukan oleh manajer sendiri (*insider ownership*).

Penelitian tentang struktur kepemilikan terhadap penentuan struktur modal perusahaan oleh Chaganti & Damanpour (1991), menemukan bukti bahwa *institutional ownership* berhubungan negatif dan signifikan terhadap struktur modal, hal yang sama juga ditemukan oleh Jensen *et al.*(1992).

Cho (1998) menemukan bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi nilai perusahaan. Graham (2001) menemukan bukti bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang berhubungan dengan struktur modal terhadap nilai perusahaan diantaranya, adalah Han *et al.* (1999) menunjukkan bukti bahwa *long term debt to total assets ratio* (struktur modal) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Itturiaga & Santz (2000) mendukung temuan tersebut, yang menunjukkan bahwa struktur modal (*debt to equity book value ratio*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sugihen (2003) menemukan bukti bahwa struktur modal berpengaruh tidak langsung dan negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini mengkaji pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, serta pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Dimana penelitian ini mengintegrasikan penelitian yang dilakukan oleh Titman (1998), Low & Cen (2004), Esperanca *et al.* (2003) Klapper (2002), Chaganti & Damanpour (1991), Jensen *et al.*(1992), Cho (1998), Graham (2001) Han *et al.* (1999), Itturiaga & Santz (2001), Sugihen (2003) yang dilakukan secara parsial. Tujuannya untuk

mengintegrasikan temuan-temuan penelitian tersebut apakah variabel-variabel yang diteliti ini menghasilkan hal-hal yang sama dengan penelitian sebelumnya. Hasil dari penelitian ini diharapkan diperoleh temuan yang dapat bermanfaat bagi manajemen perusahaan dalam menentukan kebijakan struktur modalnya.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan properti di Bursa Efek Indonesia dengan alasan karena kondisi perekonomian saat ini dikategorikan stabil, tingkat bunga dibawah 10%, inflasi dibawah dua digit dan nilai tukar yang stabil. Kondisi ini berdampak pada peningkatan permintaan terhadap sektor properti.

1.2 Tujuan Penelitian

- 1). Mengetahui signifikansi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal perusahaan?
- 2). Mengetahui signifikansi pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal perusahaan?
- 3). Mengetahui signifikansi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan?
- 4). Mengetahui signifikansi pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap nilai perusahaan?
- 5). Mengetahui signifikansi pengaruh struktur modal perusahaan terhadap nilai perusahaan?

II. KAJIAN PUSTAKA

2.1 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar

percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.

Nilai perusahaan selain dapat diukur dengan menggunakan harga saham juga dapat digunakan rasio-rasio penilaian ukuran kinerja perusahaan. Weston & Copeland (1992) menyatakan bahwa rasio-rasio penilaian adalah ukuran kinerja yang paling menyeluruh untuk suatu perusahaan karena mencerminkan pengaruh gabungan dari hasil pengembalian dan risiko. Lebih lanjut Weston & Copeland (1992) mengemukakan bahwa ada tiga rasio yang dapat digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen untuk mencapai nilai-nilai pasar yaitu:

- 1) Rasio harga pasar per lembar saham dengan laba per lembar saham (*price earning ratio*).
- 2) Rasio harga pasar per lembar saham dengan nilai buku (*market to book ratio*).
- 3) Rasio *q Tobin* yang didefinisikan sebagai nilai pasar seluruh surat berharga dibagi dengan dengan biaya penggantian (*replacement cost*) aktiva.

Morck *et al.* (2000), Soliha & Taswan (2002), menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang menjadi proksi karakteristik perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*firm value*). Miguel *et al.* (2004) menunjukkan bukti bahwa *intangible fixed assets ratio* (struktur aktiva) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Soliha & Taswan (2002) menemukan bukti bahwa profitabilitas berhubungan positif dengan nilai perusahaan.

Studi empirik tentang pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan, dilakukan oleh Pedersen & Thomsen (2003) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Han *et al.* (1999) menunjukkan bukti bahwa *long term debt to total assets ratio* (struktur modal) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Itturiaga & Santz (2001) mendukung temuan tersebut, yang menunjukkan bahwa struktur modal (*debt to equity book value ratio*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.2. Struktur Modal (*Capital structure*)

Diketahui bahwa Hutang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan yang ditentukan oleh struktur modal (Modigliani & Miller, 1958). Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Pawlina & Renneboog (2005) menjelaskan bahwa manajer harus mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Pemilik perusahaan lebih suka perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Agar harapan pemilik tercapai, perilaku manajer dan komisaris harus dapat dikendalikan melalui keikutsertaan dalam kepemilikan saham perusahaan (Chen, Guo & Mande, 2006). Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen pemilik perusahaan. Perimbangan kepemilikan dapat menciptakan kehati-hatian para insider dalam mengelola perusahaan. Namun pihak manajemen atau para insider sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan perusahaan, sehingga timbul konflik kepentingan antara para insider dan pemilik perusahaan yang potensi menimbulkan biaya keagenan.

Menurut Weston dan Copeland (1986) Struktur Modal adalah sumber pembiayaan perusahaan yang bersifat permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham

preferent dan ekuitas pemegang saham. Ekuitas pemegang saham meliputi nilai buku saham biasa, agio-disagio saham biasa dan akumulasi laba ditahan. Masing-masing sumber pembiayaan tersebut telah menawarkan berbagai kelebihan dan kekurangan sehubungan dengan fleksibilitas penggunaannya bagi pembiayaan investasi.

2.3. Theory Pecking order

Teori *pecking order* merupakan penentuan dalam pemilihan sumber pendanaan yang berkaitan dengan masalah *transaction cost* dari sumber dana eksternal baru. Teori ini mempunyai peran penting dalam struktur modal perusahaan. Menurut teori ini perusahaan lebih senang menggunakan dana internal dibandingkan dengan hutang, Emery dan John (1998). Sedangkan menurut Donaldson (1961) berpendapat bahwa manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk lebih mengutamakan sumber dana internal dalam membayar *dividend* dan membiayai suatu peluang investasinya. Kalaupun memerlukan dana eksternal, diutamakan menerbitkan hutang obligasi dibandingkan dengan *equity*. Menurut Donaldson, (1961), hal tersebut dilakukan karena perusahaan menghindari *floatation cost* yang biasanya melekat pada penerbitan sekuritas. Jika perusahaan lebih mengutamakan hutang dibanding dengan *external equity*, alasannya tak lain karena *floatation costs* dari hutang lebih kecil daripada *floatation cost* dari *external equity*.

Seiring dengan berjalannya waktu munculah *pecking order theory* yang lebih lengkap yang dikenal dengan “*Modified Pecking Order Theory*” yang dikemukakan oleh Myers (1984).

2.4. Agency Theory

Pawlina & Renneboog (2005) menjelaskan bahwa masalah keagenan terjadi karena adanya informasi asimetris

antara pemilik dan manajer. Berbagai cara dapat dilakukan oleh manajer untuk memiliki informasi lebih dibandingkan investor, misalnya dengan menyembunyikan, memanipulasi informasi yang diberikan kepada investor. Kondisi ini membuat pasar modal tidak berfungsi sebagaimana mestinya. Jensen & Meckling (1976) berpendapat bahwa penggunaan hutang dapat mengurangi kebutuhan terhadap *outside stock*, dan membantu menekan konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Jensen (1986) berpendapat bahwa hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* berlebihan oleh manajer pada proyek-proyek investasi dengan NPV negatif, sehingga menyebabkan ketidakefisienan dalam pengelolaan perusahaan.

Untuk mengurangi *agency problem* ini pihak pemegang saham dapat membatasi kegiatan agen melalui pemberian insentif yang tepat, seperti peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen & Meckling, 1976; Pawlina & Renneboog, 2005; Chen *et al*, 2006). Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham oleh pihak manajemen dengan struktur modal telah banyak dilakukan. Kim & Sorensen (1986), Agrawal Knoeber (1996), Chen *et al* (2006) menunjukkan cukup bukti adanya hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan rasio hutang perusahaan, sedangkan Jensen *et al* (1992), Chen & Strange (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh pihak manajemen memiliki hubungan negatif dengan penggunaan hutang.

Problem keagenan (*agency problem*) antara pemegang saham dengan manajer potensial terjadi bila manajemen tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham tentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, manajer perusahaan bisa saja bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi berkepentingan

untuk kemakmuran individu, kesejahteraan pekerja, keselamatan kerja, gaya hidup, dan keuntungan yang lain seperti kantor yang mewah, keanggotaan profesional, fasilitas telepon, mobil pribadi, dan tiket liburan, yang kesemuanya dibebankan atas biaya perusahaan.

Beberapa alternatif yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* yaitu sebagai berikut.

- 1) Mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham Jensen & Meckling, (1976). Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan, dan mereka cenderung meningkatkan kemakmuran *shareholder* karena mereka juga memiliki sebagian besar saham perusahaan, sehingga akan meminimalkan biaya keagenan (*agency cost*).
- 2) Meningkatkan *dividend payout ratio*. Peningkatan *dividend payout ratio* ini akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia, sehingga akan mengurangi tindakan manajer yang kurang optimal dalam arti menggunakan *free cash flow* untuk kepentingan sendiri dibandingkan untuk kepentingan pemegang saham.
- 3) Meningkatkan pendanaan dari hutang akan menurunkan konflik antara pemegang saham dengan manajemen, disamping itu akan menurunkan *excess free cash flow* yang ada dalam perusahaan. Keberadaan *free cash flow* yang berlebihan akan mengakibatkan kemungkinan penyimpangan perilaku manajer, dan timbulnya keputusan-keputusan yang tidak mencerminkan kepentingan pemilik perusahaan. Dengan adanya hutang, maka manajemen akan bertindak sangat hati-hati, dan akan mendorong mereka untuk bekerja lebih efisien (Jensen *et al.*, 1992; Jensen,

1986). Garvey (1992) menunjukkan bahwa dalam kondisi yang normal, hutang dan kepemilikan merupakan alat yang komplementer untuk memotivasi manajer membatalkan investasi-investasi dengan net present value (NPV) yang negatif.

- 4) Kepemilikan institusional berperan sebagai *monitoring agent* yaitu investor institusional dapat berperan sebagai *monitoring agent* yang efektif untuk mengurangi biaya *agency* dengan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen (Moh'd *et al.*, 1998). Bathala, *et al.*, (1994) menjelaskan bahwa kepemilikan saham oleh institusi dapat menjadi monitoring yang efektif untuk mengurangi masalah keagenan, karena mereka dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang dalam struktur modalnya secara optimal. Dari hasil penelitian Moh'd *et al.*, (1998) dan Bathala, *et al.*, (1994) mengindikasikan bahwa distribusi kepemilikan saham (struktur kepemilikan) antara pemegang saham dari luar seperti *institutional ownership* (kepemilikan institusional) dan *dispersion ownership* (penyebaran kepemilikan) merupakan faktor terpenting didalam menjelaskan struktur modal yaitu sebagai kontrol terhadap para manajer dalam menentukan tingkat penggunaan hutang.

Penelitian yang menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap penggunaan hutang dalam struktur modal telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Friend & Lang (1998), Friend & Hasbrouk (1998), Jensen *et.al.*, (1992), Moh'd *et.al.*, (1998), dan Chen & Steiner (1999) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap tingkat penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan. Berbeda

dengan temuan Kim dan Sorensen (1986), Agrawal & Mendelker (1987), dan Mehran (1992) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *debt ratio* perusahaan.

Lebih lanjut, Ooi (2000) menjelaskan bahwa kesenjangan struktur kepemilikan dengan manajemen (konflik kepentingan) nampak meningkat seiring dengan ukuran perusahaan, risiko, dan tingkat pertumbuhan dan menemukan bukti yang menunjukkan bahwa perusahaan besar yang dikelola secara profesional lebih menunjukkan oportunisme manajerial dibandingkan perusahaan kecil yang dikelola oleh manajer yang merupakan anggota keluarga dan merupakan pemilik perusahaan sehingga mereka cenderung meningkatkan kemakmuran pemilik karena mereka memiliki sebagian besar ekuitas perusahaan.

2.7. Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan telah menjadi topik utama dari teori perusahaan modern sejak pertama kali dipresentasikan oleh Berle & Means pada tahun 1932, dan kemudian dikembangkan lebih lanjut oleh Jensen & Meckling (1976). Konsep struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting didalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga oleh prosentase kepemilikan oleh *manager* dan *institutional* (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) dan kepemilikan institusional (*institutional ownership*) dapat mempengaruhi keputusan struktur modal dalam pemenuhan kebutuhan dana, apakah menggunakan hutang atau *equity*? Jika pendanaan diperoleh melalui hutang, maka berarti rasio hutang terhadap *equity* (*debt to equity ratio*) akan meningkat sehingga pada akhirnya akan meningkatkan risiko perusahaan.

Ada dua aspek yang berkenaan dengan struktur kepemilikan saham perusahaan, yaitu aspek komposisi (identitas) dan aspek penyebaran (distribusi). Aspek komposisi (identitas) menjelaskan siapa saja yang menjadi pemegang saham, baik sebagai individu maupun institusi. Aspek penyebaran menjelaskan pola distribusi saham diantara pemegang-pemegang saham. Melalui struktur tersebut dapat ditelaah kemungkinan bentuk masalah keagenan yang akan terjadi.

Berkaitan dengan aspek penyebaran (Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa struktur kepemilikan terdiri dari tiga variabel yaitu (1) *inside equity (held by manager)*, (2) *outside equity (held by anyone outside of the firm)*, dan (3) *debt (held by anyone outside of the firm)*. Dengan demikian modal sendiri dipisahkan antara pemegang saham dari dalam (manajer) dan pemegang saham dari luar (seseorang di luar perusahaan). Pemegang saham dari perusahaan masih dapat dilihat dari berapa besar "*share*" terhadap keseluruhan modal sendiri.

Moh'd *et al.*(1998) mengukur struktur kepemilikan dengan menggunakan pendapat dari Jensen & Meckling (1976) yaitu *insider ownership* (kepemilikan orang dalam; manajer) dan *out side shareholder concentration* (konsentrasi pemegang saham di luar perusahaan) yang diukur dengan variabel kepemilikan institusional dan jumlah pemegang saham biasa. Variabel kepemilikan institusional menunjukkan konsentrasi pemegang saham di luar perusahaan yang dimiliki oleh suatu institusi atau lembaga pemerintah maupun swasta. Variabel jumlah pemegang saham menunjukkan konsentrasi pemegang saham di luar perusahaan yang dimiliki oleh publik atau perorangan yang dihitung dengan menggunakan logaritma dari jumlah pemegang saham biasa, dimana semakin kecil nilai dari hasil perhitungan ini maka semakin terkonsentrasinya struktur kepemilikan suatu perusahaan.

1.8. Pertumbuhan perusahaan

Analisa pertumbuhan perusahaan dilakukan untuk mengukur kemampuan perusahaan mempertahankan posisinya, baik dalam industrinya maupun dalam kegiatan ekonomi secara keseluruhan, Weston (1992). Sehubungan dengan kebijakan struktur modal, maka pengertian dari analisa pertumbuhan perusahaan adalah analisa terhadap produktivitas dasar dari kegiatan ekonomi.

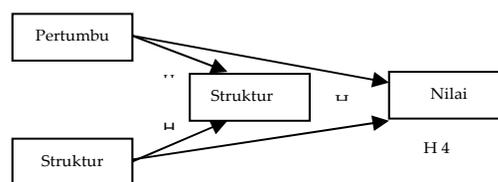
Homaifar (1994) menilai pertumbuhan perusahaan dari nilai *equity*, dengan menggunakan indikator rasio nilai pasar *equity* dengan nilai buku *equity*. Titman (1998) menilai pertumbuhan perusahaan dari nilai aktiva, dengan menggunakan indikator persentase perubahan dari total aktiva. Homaifar (1994) dan Moh'd (1998) menghasilkan signifikansi pengaruh negatif pertumbuhan perusahaan dengan struktur modal, sedangkan Titman (1998) menghasilkan pengaruh positif yang signifikan antara perkembangan perusahaan dengan struktur modal. Lee (1987) menyimpulkan bahwa perkembangan perusahaan MNCs lebih besar daripada DCs.

III. PENELITIAN

Berdasarkan kajian pustaka dan mengacu pada beberapa hasil penelitian yang telah diuraikan pada bab sebelumnya yang berkaitan dengan pengaruh pertumbuhan perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan. Melihat kajian teori yang telah disajikan beserta konsep dan bukti empiris dari penelitian terdahulu, maka pada bagian ini dirangkum kembali secara ringkas untuk dijadikan acuan dalam mengembangkan model konseptual penelitian.

Model struktur modal ini lebih dikenal dengan model *trade-off*. Berdasarkan

kajian dari teori-teori diatas maka kerangka konseptual yang mendasari penelitian ini adalah sebagai berikut :



Gambar 3.1 Kerangka konseptual pertumbuhan perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan

Gambar 3.1 menunjukkan bahwa penelitian ini dilakukan untuk menguji hubungan antara, pertumbuhan perusahaan, struktur kepemilikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan serta bagaimana pola hubungan antara variabel tersebut. Pada penelitian ini terdapat suatu hubungan kausalitas berjenjang maka pengujian akan dilakukan dengan menggunakan analisis jalur (*path analysis*).

Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal perusahaan dan nilai perusahaan diacu dari teori *pecking order*, Lang, *et.al* (1996), Homaifar (1994) menilai pertumbuhan perusahaan dari nilai *equity*, dengan menggunakan indikator rasio nilai pasar *equity* dengan nilai buku *equity*. Sedangkan Titman (1988) menilai pertumbuhan perusahaan dari nilai aktiva, dengan menggunakan indikator presentase perubahan dari total aktiva. Homaifar (1994) dan Moh'd (1998) menghasilkan signifikansi pengaruh negatif pertumbuhan perusahaan dengan struktur modal, sedangkan Titman (1988) menghasilkan pengaruh positif yang signifikan antara perkembangan perusahaan dengan struktur modal.

IV. METODE PENELITIAN

4.1 Jenis dan Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini termasuk dalam penelitian ekplanatori karena data yang digunakan dalam sampel penelitian adalah data sekunder

yaitu laporan keuangan dan penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara satu variabel dengan variabel LAIN

4.2 Variabel Penelitian

Berdasarkan kerangka konseptual yang telah dijelaskan sebelumnya, pada penelitian ini ada dua variabel endogen yaitu; struktur modal dan nilai perusahaan. Sedangkan untuk variabel eksogen ada dua yaitu; pertumbuhan perusahaan, dan struktur kepemilikan. Definisi operasional dari variabel endogen dan eksogen tersebut dijelaskan sebagai berikut:

4.3 Definisi Operasional

Pada penelitian ini untuk definisi operasionalnya dapat dijelaskan sebagai berikut:

- 1.) X_1 = Pertumbuhan perusahaan merupakan cerminan produktivitas perusahaan dan juga merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal (manajer) dan pihak eksternal (pemegang saham dan kreditur).

Pertumbuhan perusahaan diukur dengan jumlah Total aktiva yang merupakan selisih total aktiva tahun yang diteliti (t) dengan tahun sebelumnya (t-1) dibagi aktiva tahun sebelumnya pada perusahaan properti di BEI periode 2007-2009, dengan satuan Total Aktiva berupa rasio.

Sudarma (2003), Friend dan Hasbrouk (1988).

- 2.) X_2 = struktur kepemilikan yang merupakan distribusi kepemilikan saham suatu perusahaan. Struktur kepemilikan diukur dengan :

Kepemilikan institusional (X_2), menggambarkan kepemilikan saham oleh investor institusi, yang diukur dengan rasio jumlah saham yang dimiliki oleh institusi. Rasio ini digunakan untuk

mengetahui proporsi kepemilikan saham oleh institusi terhadap total saham kepemilikan saham Institusional perusahaan properti di BEI periode 2007-2009,

Dimana pengukuran ini sesuai dengan yang digunakan oleh Friend & Hasbrouk (1988), Crutchley & Hansen (1989), Jensen *et al.* (1992), Moh'd *et al.* (1998), Chen & Steiner (1999).

- 3.) Y_1 = Struktur Modal

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan perbandingan antara hutang -hutang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan. DER menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

- 4.) Y_2 = Nilai perusahaan, merupakan merupakan suatu ukuran yang mengindikasikan tentang persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan masa lalu, sekarang, dan prospek di masa mendatang dalam mengelola sumber daya pada tahun ke t yang tercermin pada harga saham pada tahun t+1. Variabel nilai perusahaan diukur dengan menggunakan :

Price Earning Ratio (PER), menunjukkan bahwa *investor* akan membayar harga saham sekian rupiah untuk setiap satu rupiah laba pada periode berjalan, sesuai dengan Weston dan Copeland (1984), Fernandez (2001). Rasio ini diukur dengan menggunakan sampel perusahaan properti di BEI periode 2007-2009.

Dimana rumus ini sesuai dengan yang digunakan oleh Tandelilin, (2010).

4.4. Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan properti pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2007-2009, populasi dari perusahaan ini adalah 50 perusahaan properti. Penentuan sampel dalam

penelitian ini dilakukan berdasarkan teknik purposive sampling dengan kriteria sampel adalah perusahaan properti yang memiliki data keuangan lengkap, yaitu memiliki data nilai aktiva tiap tahun, memiliki data kepemilikan institusional, memiliki data *debt to equity ratio* dan memiliki data *price earning ratio*, sesuai dengan variabel yang diteliti sehingga jumlah sampelnya menjadi 36 perusahaan.

4.5 Metode Analisis Data

Sesuai dengan tujuan dan hipotesis penelitian yang diajukan yaitu untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan pada perusahaan properti di Bursa Efek Indonesia maka teknik analisis yang digunakan adalah analisis jalur (*path analysis*).

4.6 Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini, teknik pengumpulan data yang digunakan adalah dengan metode observasi, yaitu dengan melakukan pengamatan pada data yang bersumber pada laporan keuangan dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, *Annual Report* dan hasil-hasil penelitian sebelumnya dan jurnal-jurnal ilmiah.

4.7. Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan untuk memecahkan permasalahan dalam penelitian ini dilakukan dengan analisis jalur/*path analysis* dengan menggunakan program SPSS versi 13.0. Sesuai penelitian Agus Widiarjono (2010) analisis jalur adalah sebuah metode untuk mempelajari efek langsung (*direct effect*) maupun efek tidak langsung (*indirect effect*) dari variabel. Dengan demikian analisis jalur ini bukan merupakan metode untuk menentukan

hubungan penyebab satu variabel terhadap variabel lain, tetapi hanya menguji hubungan teoritis antar variabel. Selain itu, semua variabel dalam analisis jalur baik dependen maupun independen merupakan variabel yang bisa diukur langsung (*observable*). Penelitian Riduwan dan Engkos (2008) menjelaskan bahwa *path analysis* merupakan model analisis yang digunakan untuk menganalisis pola hubungan antara variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung separangkat variabel eksogen terhadap variabel endogen. Disamping itu analisis jalur juga dapat mengukur hubungan langsung antar variabel dalam model maupun hubungan tidak langsung antar variabel dalam model.

Berdasarkan kerangka konseptual dan hipotesis penelitian maka dapat dibuat model dalam bentuk persamaan struktural sebagai berikut :

$$Y_1 = \alpha + b_1X_1 + b_2X_2$$

$$Y_2 = \alpha + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3Y_1$$

Keterangan:

- X_1 adalah pertumbuhan perusahaan
- X_2 adalah struktur kepemilikan.
- Y_1 adalah struktur modal
- Y_2 adalah Nilai Perusahaan

V. HASIL DAN PEMBAHASAN

5.1 Deskripsi Variabel Penelitian

Kebijakan pendanaan dan nilai perusahaan merupakan hal penting dalam suatu perusahaan, dimana para investor selalu melihat bagaimanakah struktur modal perusahaan tersebut dan bagaimanakah nilai dari suatu perusahaan sebelum memutuskan untuk melakukan investasi.

Pada bagian berikut, akan diuraikan secara rinci struktur modal dan nilai perusahaan serta variabel-variabel yang memengaruhinya. Dapat diuraikan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan yang diprosikan dengan

perubahan total jumlah aktiva memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 0.3157 artinya rata-rata pertumbuhan perusahaan selama periode 2007-2009 adalah 31,57 % per tahun. Pertumbuhan perusahaan terendah (minimum) dalam pengamatan ini adalah -0.46 Pertumbuhan perusahaan tertinggi (maksimum) adalah 7.34.

Variabel struktur kepemilikan yang diproksikan dengan kepemilikan institusional memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 0.6145 artinya rata-rata kepemilikan institusional selama 3 tahun adalah sebesar 61,45% per tahun. Kepemilikan institusional terendah (minimum) dalam struktur kepemilikannya selama periode pengamatan yaitu 0.06. Sedangkan kepemilikan institusional tertinggi (maksimum) dalam periode pengamatan yaitu sebesar 0.90. (Lampiran 8).

Variabel struktur Modal yang diproksikan dengan DER (debt to equity ratio) memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 1.1553 artinya rasio DER (debt to equity ratio) selama 3 tahun pengamatan adalah sebesar 115.53% pertahun. Rasio struktur modal terendah (minimum) adalah 0.001, sedangkan rasio struktur modal tertinggi adalah sebesar 3.43.

Variabel nilai perusahaan diproksikan dengan *PER (Price to Earning Ratio)* yang memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 20,1002 artinya bahwa selama 3 tahun pengamatan Nilai Perusahaan adalah sebesar 20,1002 pertahun. Nilai perusahaan minimum adalah sebesar -0,429 sedangkan nilai perusahaan maksimum adalah sebesar 209,13.

5.2 Hasil Regresi

5.2.1. Pengaruh Pertumbuhan perusahaan dan Struktur Kepemilikan terhadap Struktur modal dan terhadap Nilai perusahaan

Persamaan yang digunakan untuk mengetahui pengaruh pertumbuhan perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap struktur modal sehingga diperoleh persamaan 1 sebagai berikut:

$$Y_1 = a + b_1X_1 + b_2X_2 + e$$

Selanjutnya untuk mengetahui pengaruh pertumbuhan perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dan terhadap struktur modal diperoleh persamaan 2 sebagai berikut :

$$Y_2 = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3Y_1 + e$$

Model analisis jalur dengan bantuan program SPSS lebih tepat digunakan dan menghasilkan perhitungan yang lebih akurat, apabila beberapa asumsi berikut dapat terpenuhi. Uji asumsi klasik yang harus dipenuhi antara lain Uji Normalitas, Multikolinieritas dan Uji Heterokedastisitas.

1) Uji Normalitas Data

Merupakan suatu pengujian yang bertujuan untuk menguji apakah dalam residual dari model regresi yang dibuat berdistribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah yang memiliki distribusi residual yang normal atau mendekati normal. Dalam penelitian ini Uji Normalitas dilakukan dengan menguji normalitas residual dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov, yaitu dengan membandingkan distribusi kumulatif relatif hasil observasi dengan distribusi kumulatif relatif teoritisnya. Jika probabilitas signifikansi nilai residual lebih besar dari 0,05 berarti residual terdistribusi dengan normal. Demikian pula sebaliknya, jika probabilitas signifikansi residual lebih rendah dari 0,05 berarti residual tidak terdistribusi secara normal.

- a) Berdasarkan hasil analisis Persamaan 1 pada Lampiran 6 didapat nilai signifikansi sebesar 0,509 seperti yang ditunjukkan oleh Tabel 5.2 Karena nilai signifikansi uji Kolmogorov-Smirnov adalah 0,822 sehingga di atas 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa data terdistribusi secara normal.

- b) Berdasarkan hasil analisis Persamaan 2 pada Lampiran 7 didapat nilai signifikansi sebesar 0,062 seperti yang ditunjukkan oleh Tabel 5.3 Karena nilai signifikansi uji Kolmogorov-Smirnov di atas 0,05 maka didapat disimpulkan bahwa data terdistribusi secara normal.

2) Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam satu model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya korelasi antar variabel bebas dapat dilihat dari nilai *variance inflation factor (VIF)*. Jika nilai VIF kurang dari 10, maka dapat dikatakan model telah bebas dari multikolinieritas.

- a) Berdasarkan analisis Persamaan 1 (Lampiran 6) didapat nilai VIF variabel pertumbuhan sebesar 1,012, Struktur kepemilikan sebesar 1,012. Karena nilai VIF kurang dari 10, maka dapat dikatakan model telah bebas dari multikolinieritas
- b) Berdasarkan analisis data Regresi Persamaan 2 (Lampiran 7) didapat nilai VIF variabel pertumbuhan sebesar 1,113, Struktur kepemilikan sebesar 1,032, serta struktur modal sebesar 1,110. Karena nilai VIF kurang dari 10, maka dapat dikatakan model telah bebas dari multikolinieritas

3) Uji Heterokedastisitas

Merupakan suatu pengujian yang bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang tidak mengandung gejala heteroskedastisitas atau mempunyai varians yang homogen. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser, dengan meregresi variabel bebas

terhadap absolut residual. Jika variabel bebas yang diteliti tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap residual absolut, berarti model regresi tidak mengandung gejala heteroskedastisitas.

- a) Berdasarkan uji Heteroskedastisitas untuk Persamaan 1 pada Lampiran 6 didapat nilai signifikansi uji t variabel Pertumbuhan = 0,801, Struktur kepemilikan = 0,819. Karena nilai signifikansi uji t pada uji Heteroskedastisitas di atas 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa data tidak mengandung heteroskedastisitas.
- b) Berdasarkan uji Heteroskedastisitas untuk persamaan 2 pada Lampiran 7 didapat nilai signifikansi uji t variabel Pertumbuhan sebesar 0,424, Struktur kepemilikan sebesar 0,435 dan Struktur modal sebesar 0,531. Karena nilai signifikansi uji t pada uji Heteroskedastisitas di atas 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa data tidak mengandung heteroskedastisitas

4) Uji autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya) (Ghozali, 2006). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Untuk mendeteksi adanya autokorelasi digunakan uji Durbin Watson

- a) Berdasarkan analisis data pada persamaan 1 (Lampiran 6) didapat nilai Durbin Watson sebesar 2,083 dan berdasarkan tabel Durbin Watson pada Lampiran 1 didapat nilai $dl = 1,551$ dan nilai $du = 1,670$. Nilai $4-du = 2,330$ dan nilai $4-dl = 2,449$. Karena nilai Dw sebesar 2,083 terletak antara nilai du dan $4-du$ maka dapat disimpulkan bahwa data tidak mengandung autokorelasi.

nilai Durbin Watson berdasarkan analisis (Lampiran 6) didapat sebesar 2,083 yang

jatuh pada daerah bebas autokorelasi sehingga disimpulkan bahwa data yang dianalisis tidak mengandung autokorelasi.

b) Berdasarkan analisis persamaan 2 (Lampiran 7) didapat nilai Durbin Watson sebesar 2,015 dan berdasarkan tabel Durbin Watson pada Lampiran 7 didapat nilai $dl = 1,521$ dan nilai $du = 1,701$. Nilai $4-du = 2,299$ dan nilai $4-dl = 2,479$. Karena nilai Dw sebesar 2,015 terletak antara nilai du dan $4-du$ maka dapat disimpulkan bahwa data tidak mengandung autokorelasi.

nilai Durbin Watson berdasarkan analisis (Lampiran 7) di dapat sebesar 2,015 yang jatuh pada daerah bebas autokorelasi sehingga disimpulkan bahwa data yang dianalisis tidak mengandung autokorelasi.

5.3 Pengujian Hipotesis

1.1.1 Pengujian Hipotesis 1 dan Hipotesis 3

1). Setelah semua asumsi klasik terpenuhi, maka berdasarkan hasil analisis data Regresi persamaan 1 pada Tabel 5.4 maka dapat dilaporkan hasil analisis regresinya di dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 5.4. Hasil Pengujian Statistik Pengaruh Variabel pertumbuhan perusahaan dan Struktur kepemilikan terhadap Struktur Modal

Mode	Standardize s Coefficients		Sig.
	Beta	t	
(Constant)		5.090	0.000
Pertumbuhan	0.301	2.557	0.013
Struktur Kepemilikan	-0.134	-1.137	0.260

a. Dependent variabel Struktur Modal
Sumber : Lampiran 6

Berdasarkan laporan hasil analisis regresi di atas, untuk signifikansi uji t variabel pertumbuhan terhadap struktur modal diperoleh hasil koefisien regresi untuk pertumbuhan perusahaan adalah 0.301 dan signifikansi 0.013 yang lebih kecil dari taraf nyata ($\alpha = 0.05$) artinya bahwa variabel Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur Modal. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Untuk variabel struktur kepemilikan terhadap struktur modal koefisien regresi yang diperoleh adalah -0.134 dan signifikansi 0.260 yang lebih besar dari taraf nyata ($\alpha = 0.05$) artinya bahwa struktur kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap Struktur Modal. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian yaitu struktur kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

1.1.2 Pengujian Hipotesis 2, Hipotesis 4 dan Hipotesis 5

Pengaruh Variabel Pertumbuhan perusahaan dan Struktur kepemilikan terhadap Struktur Modal dan terhadap Nilai Perusahaan

	Standardizes Coefficients		Sig.
	Beta	t	
(Constant)		3.446	0.001
Pertumbuhan	0.099	0.820	0.415
Struktur Kepemilikan	-0.207	-1.782	0.079
Struktur Modal	-0.367	-3.038	0.003

a. Dependent variabel : Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil analisis regresi di atas signifikansi uji t untuk variabel pertumbuhan perusahaan terhadap nilai

perusahaan diperoleh koefisien regresi 0.099 dengan signifikansi 0,415 lebih besar dari taraf nyata (α) = 0.05 artinya bahwa variabel pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Untuk variabel struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan koefisien regresinya -0.207 dan signifikansi 0,079 yang lebih besar dari taraf nyata (α) = 0.05 artinya bahwa variabel struktur kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu struktur kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Selanjutnya untuk variabel struktur modal terhadap variabel nilai perusahaan diperoleh koefisien regresi -0.367 dan signifikansi sebesar 0,003 lebih kecil dari taraf nyata (α) = 0.05 artinya bahwa variabel struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

5.4 Pembahasan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa 5 (lima) hipotesis yang diajukan pada penelitian ini telah diuji, dan 1 (satu) hipotesis terbukti/ dapat diterima; dan 4 (empat) hipotesis tidak terbukti/ ditolak. Pembahasan setiap variabel dan hasil pengujian seluruh hipotesis dapat dijelaskan sebagai berikut:

5.4.1 Pengaruh Pertumbuhan

Perusahaan terhadap Struktur Modal Penelitian ini menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan

terhadap struktur modal. Meningkatnya pertumbuhan perusahaan menyebabkan perusahaan lebih banyak menggunakan hutang. Sehingga struktur modal dalam arti lain bahwa perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai tambahan investasi atau pertumbuhan perusahaan.

Hasil penelitian ini bahwa struktur modal perusahaan meningkat, penelitian ini sejalan dengan Titman (1998), Low & Cen (2004), Hung *et al.* (2002), Esperanca *et al.* (2003), serta Klapper (2002) yang menghasilkan pengaruh positif yang signifikan antara pertumbuhan perusahaan dengan struktur modal.

5.4.2 Pengaruh Struktur Kepemilikan

Perusahaan terhadap Struktur Modal Penelitian ini menemukan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal. Artinya bahwa meningkatnya kepemilikan institusional dapat menurunkan penggunaan hutang dalam perusahaan namun tidak signifikan atau kepemilikan institusional tidak mampu menurunkan penggunaan hutang.

Temuan ini bertentangan dengan hipotesis yang diajukan dimana struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sehingga tidak mendukung temuan penelitian yang ditemukan oleh Chaganti & Damanpour (1991) dan Jensen *et al.* (1992), yang menemukan bukti bahwa *institutional ownership* berhubungan negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

5.4.3 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini menemukan hasil bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya bahwa perubahan total aktiva yang digunakan perusahaan properti di BEI tidak mampu mempengaruhi permintaan investor

terhadap saham yang bersangkutan, kondisi ini mengakibatkan harga saham properti di BEI stabil dan nilai perusahaan tetap.

Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian Safrida,(2008) bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

5.4.4 Pengaruh Variabel Struktur Kepemilikan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini menemukan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya bahwa berubahnya struktur kepemilikan perusahaan dalam penelitian ini yaitu struktur kepemilikan institusional tidak mampu mempengaruhi permintaan investor terhadap saham properti di BEI, sehingga harga saham stabil dan nilai perusahaan tetap. Oleh karena itu kepemilikan institusional belum mampu menjadi mekanisme yang meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan sebelumnya yaitu, bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan ditunjukkan dalam penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

5.4.5 Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa struktur modal yang semakin meningkat menyebabkan turunnya kepercayaan investor yang mengakibatkan permintaan saham turun sehingga harga saham turun dan nilai perusahaan juga turun.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Han et al. (1999)

menunjukkan bukti bahwa *long term debt to total assets ratio* (struktur modal) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Itturiaga & Santz (2001) dan Hasnawati (2005), yang menunjukkan bahwa struktur modal (*debt to equity book value ratio*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Temuan peneliti diatas dipergunakan sebagai dasar penyusunan hipotesis.

Hasil dari penelitian ini mendukung temuan dari Arijit (2008) menunjukkan bahwa penggunaan *leverage* ternyata berdampak negatif terhadap kesempatan peningkatan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

Temuan ini mendukung teori *trade-off* yang menyatakan bahwa, apabila posisi struktur modal berada di atas target struktur modal optimalnya, maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Penentuan target struktur modal optimal adalah salah satu dari tugas utama manajemen perusahaan. Struktur modal adalah proporsi pendanaan dengan hutang (*debt financing*) perusahaan, yaitu rasio *leverage* (pengungkit) perusahaan. Dengan demikian, hutang adalah unsur dari struktur modal perusahaan. Struktur modal merupakan kunci perbaikan produktivitas dan kinerja perusahaan. Teori struktur modal menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan (*financial policy*) perusahaan dalam menentukan struktur modal (bauran antara hutang dan ekuitas) bertujuan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*).

VI. SIMPULAN DAN SARAN

6.1 SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis statistik yang dikemukakan pada bab sebelumnya, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

- 1) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur

Modal. Kondisi ini mencerminkan bahwa perusahaan sektor properti yang diteliti semakin meningkat pertumbuhan perusahaan semakin meningkat pula struktur modalnya yaitu dengan bertambahnya hutang.

- 2) Struktur kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur Modal. Kondisi ini mencerminkan bahwa besarnya kepemilikan institusional pada perusahaan properti yang diteliti tidak mampu menurunkan penggunaan hutang.
- 3) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini mencerminkan bahwa meningkatnya nilai aktiva perusahaan tidak mempengaruhi harga per lembar saham dikalangan investor.
- 4) Struktur kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini mencerminkan bahwa besarnya kepemilikan institusional dapat menurunkan nilai perusahaan yang tidak berarti.
- 5) Struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini mencerminkan bahwa semakin banyak penggunaan hutang berarti kepercayaan dari pihak investor untuk menanamkan dananya menurun yang mengakibatkan harga saham turun dan nilai perusahaan turun

6.2 SARAN

Saran-saran yang dapat disampaikan sebagai berikut:

- 1) Bagi Perusahaan
Penentuan struktur modal dengan menggunakan hutang pada tingkat tertentu, sebagai sumber pendanaan dapat menurunkan nilai perusahaan. Berdasarkan hal tersebut disarankan kepada perusahaan properti untuk hati-

hati menambahkan penggunaan hutang, karena akan berdampak menurunkan nilai perusahaan.

- 2) Bagi Peneliti Berikutnya
Penelitian ini memiliki keterbatasan dimana sampel penelitian hanya mencakup perusahaan sektor properti saja. Kepada peneliti, khususnya yang berminat meneliti pertumbuhan dan pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, disarankan agar melakukan penelitian lanjutan dengan memperluas sampel perusahaan yang mencakup semua jenis perusahaan yang di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini hanya menggunakan variabel, pertumbuhan perusahaan, struktur kepemilikan, struktur modal dan nilai perusahaan untuk mengetahui pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Disarankan kepada peneliti selanjutnya untuk meneliti variabel keuangan lainnya yang memiliki pengaruh lebih besar terhadap struktur modal dan nilai perusahaan.

VII. DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. and G. Mandelker. 1990. "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25, 143-161.
- Algifari. 2000. *Analysis Regresi (Teori Kasus dan Solusi)*. Edisi Pertama, Yogyakarta:BPFE
- Anonim. 2010. *Buku Pedoman Penulisan Usulan Penelitian dan Tesis*. Program Studi Magister Manajemen Program Pascasarjana Universitas Udayana.
- Bhatala, C.T., Moon, K.R., & Rao, R.P. 1994. *Managerial ownership, Debt Policy, and The Impact Of Institutional*

- Holdings: An agency Perspektive, *Financial Management*, 23(3) 38-50
- Brealy and Myers. (1996). *Fundamental of Corporate Finance*, International Edition. USA: McGraw-Hill Inc
- Brigham, E F,. 2005. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Buku Pertama. Jakarta : Penerbit Erlangga.
- Brigham, E F, dan Houston, JF,. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* Buku Kedua. Edisi Kesepuluh. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F. and Gapenski Louise C., *Intermediate Financial Management*, 5 th Edition, The Dryden Press, New York, 1996.
- Chang,M, dan Rhee, K,R ,. 1990. Testing Trade Off and Pecking Order
- Chaganti,R.,and F. Damanpour,.1991. Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance. *Strategic Management Journal* , 479-491
- Chen, C.R. and Steiner T., 1999, "Managerial Ownership and Agency Conflicts; A Non Linear Simultaneous Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy",
- Cho, M,.1998. Ownership Structure, Investment and The Corporate Value, an Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 47: 103-121
- De Miguel, A.; Pindado, J. and De la Torre, C.,2004. Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. *Strategic Management Journal*; 25: 1199-1207
- Engkos dan Riduan.2008. *Cara Menggunakan dan Memaknai Analisis Jalur (Path Analysis)*. Bandung:Alfabeta.
- Esperanca,.J.P. 2003. Corporate Debt Policy of Small Firm: An Empirical (Re) Xamination. *Journal of Small Business Enterprise development*,10 (1): 62-80.
- Eugene F. Brigham & Louis C.Gapenski, 1996, *Intermediate Financial*
- Gujarati,Damodar.(2001).*Ekonometrika Dasar*.Jakarta: Erlangga
- Graham, J., & Harvey, C. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Gedajlovic, E.R., & Shapiro, D.M. 1998. Management and ownership effects: Evidence from five countries, *Strategic management Journal*. 19: 533-553
- Ghozali, 2004, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Semarang: BP-Undip.
- Han, K.C., S.H. Lee, dan D.Y. Suk, 1999, Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Spring, Vol. 12: 53-62.
- Homaifar G and Zietz *et.al.* 1994. *An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence.*, *Journal of Business Finance & Accounting*, 21 January. 1-14.
- Husnan Suad, 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga. Yogyakarta : UPP AMP YKPN

- Iturriaga, Felix J. Lopez and Sanz, Juan Antonio Rodriguez. 2000. Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis. *Direction General de Ensenanza Superior e Investigacion Cientifica*.
- Jensen, G., Solberg, D., and T. Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 27, 247-263
- Keown, Arthur J. et al. 1996. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Terjemahan*, Buku 1, Penerbit Salemba Empat, Jakarta
- Klapper, L.F. and Love, I. 2002. "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 195.
- Low, Pek Yee and Kung K. Chen, 2004, Diversification and Capital Structure : Some International Evidence, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Jul, 23, 1, 55 – 71.
- Machfoedz, Mas'ud (1994), Financial Ratio Analysis and The Predictions of Earnings Changes in Indonesia, 114 -137.
- Myers, S.C., dan N.S. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investor Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13: 187-221.
- Modigliani, F., Miller, M.H., 1958, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *The American Economics review*, Vol. XVIII. No. 3, pp. 261-297.
- Moh'd et.al. (1998). The Impact Of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis: *Financial Review* 33. Page 85-98
- Morck, Randall, David A. Stangeland, and Bernard Yeung. 2000. Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease. In R. Morck ed. *Concentrated Corporate Ownership*. University of Chicago Press.
- Pawlina, G. & Renneboog, L., 2005. Is Investment Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Cost or Asymmetric Information? Evidence from the UK. *European Financial management*, Vol. 11, No. 4, pp. 483-513
- Pedersen, T., and S. Thomsen. "Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity." *Journal of Management & Governance* 7 (2003), 27.
- Safrida, Eli. 2008. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. (online), (www.google.com).
- Suguhun. 2003. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva dan Kinerja Keuangan Serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur di Indonesia. *Disertasi*. (online), (www.google.com).

- Solihah, E. dan Taswan. 2002. .Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya.. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. www.google.com/search
- Stulz, R.M. 1990. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal Of Financial Economic*. Vol.26, Hal: 3-27. Or (online), (www.google.com).
- Sudarma, Made, 2003, Pengaruh Struktur Kepemilikan saham, Faktor Intern, Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan, Disertasi Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Sujoko dan Ugy Subianto.2007."Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage,Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal manajemen dan Kewirausahaan*, Vo.9,No.1,h.41-48
- Sriwardany. 2006. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Perubahan Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur. *Thesis*. (online), (www.google.com).
- Tandelilin, Eduardus 2010.*Portofolio dan Investasi,Teori dan Aplikasi*,Edisi Pertama,Penerbit Kanisius,Yogyakarta.
- Taswan. 2003. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang Dan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Serta Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*, Vol.10 No.2.
- Titman, S., & Wessels, R. (1998). The determinants of dapital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Weston,J.F. andT.E.Copeland(1992),*managerial Finance*,9th edition,The Dryden Press