

STRUKTUR KEPEMILIKAN, PROFITABILITAS, DAN RISIKO PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN

Pius Bumi Kellen

Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Nusa Cendana
Jl. Adisucipto-Pentui, Kupang, NTT, 85000.

Abstract

This study aimed to examine and analyze the effect of ownership structure, corporate growth, corporate profitability and risk of capital structure as well as the influence of four determinants and capital structure on firm value. Originality of this study was the addition of risk variables with indicator accounting firm beta. The study used panel data namely merging cross-section (36 companies) and time series data (5 years) sourced from secondary data analysis with 180 units. Analysis of data used a model of Partial Least Square (PLS). The study found that ownership structure did not have significant negative effect on capital structure and significant impact on corporate value. The company growth did not have significant negative effect on capital structure and corporate value. Profitability did not have significant positive effect on capital structure and it had significant impact on corporate value. Corporate risk had a positive effect, no significant effect on capital structure and corporate value, capital structure and it had a significant negative effect on firm value.

Key words: *ownership structure, profitability, corporate risk, capital structure, company value*

Krisis keuangan yang dialami dunia pada akhir tahun 2007 dipicu oleh bangkrutnya perusahaan-perusahaan pengembang atau *real estate* dan bank-bank yang mendanai kredit perumahan di Amerika Serikat. Kebangkrutan perusahaan *real estate* dan bank yang mendanai kredit perumahan tersebut karena ketidakmampuan pengembalian kredit yang semula dengan tingkat bunga rendah dan tetap, berubah menjadi tinggi serta berubah mengikuti suku bunga pasar. Kebangkrutan itu diikuti oleh kesulitan beberapa bank yang memberikan kredit investasi perumahan. Dampak lebih lanjut dari kebangkrutan perusahaan-

perusahaan *real estate* tersebut adalah saham dari perusahaan-perusahaan tersebut dijual oleh investornya. Peristiwa tersebut dikenal dengan *subprime mortgage loan*.

Keadaan demikian membuat manajemen perusahaan harus cepat merubah keputusan-keputusan keuangan terutama keputusan pendanaan dan investasi supaya bisa mencapai tujuannya, paling tidak untuk bertahan hidup. Kesimpulan hasil survei mengenai properti yang dilakukan oleh Ghadaryani & Lukita (2009) bahwa krisis perekonomian yang melanda dunia sejak tahun 2008 mempengaruhi pertumbuhan pasar

Korespondensi dengan Penulis:
Pius Bumi Kellen: Telp. +62 380 881 183
E-mail: pius0309@gmail.com

properti melambat. Pasar properti memasuki titik nadir yang ditandai oleh melemahnya pasar, penurunan aktivitas pengembang, dan kesulitan pendanaan dari perbankan. Dampak lanjutannya adalah terjadi pemutusan hubungan kerja pada beberapa sektor yang berkaitan dengan usaha properti.

Perusahaan dalam jangka pendek bertujuan untuk memperoleh laba, sedangkan dalam jangka panjang memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan. Kemakmuran pemilik ditunjukkan oleh peningkatan nilai perusahaan atau harga saham perusahaan (Husnan & Pujiastuti, 1996). Nilai perusahaan yang tinggi menggambarkan tingginya tingkat kesejahteraan pemiliknya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1978). Jensen (1986) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti utang, warran, maupun saham preferen.

Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama & French, 1998). *Capital structure irrelevance theory* dikemukakan oleh Modigliani & Miller (1958) memberikan dampak terhadap kajian pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, yakni bahwa pada pasar yang sempurna, struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, karena dalam penetapan investasi sebelumnya biaya pendanaan investasi antara menerbitkan saham sama dengan menggunakan utang. Penelitian Chen, *et al.* (2006), Kim (2007), Driffield, *et al.* (2007), dan Ye & Yuan (2008) menemukan bahwa semakin besar penggunaan utang oleh perusahaan maka makin besar pula risiko investasi yang akan ditanggung perusahaan. Gugler, Mueller & Yurtoglu (2008) menemukan bahwa

kepemilikan saham oleh manajer perusahaan, menyebabkan manajer perusahaan memiliki kekuatan suara untuk menolak rencana akuisisi atau merger dari investor lain, sehingga manajer dapat mempertahankan posisinya di dalam perusahaan, tindakan untuk mempertahankan posisi dari manajer perusahaan (*entrenchment hypothesis*) akan dapat menurunkan nilai perusahaan. Penelitian terdahulu yang menganalisis dan menguji pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan adalah Cho & Pucik (2005), Ghosh (2007), Kalcheva & Lins (2007), Peyer, *et al.* (2007), Ye & Yuan (2008), menemukan profitabilitas berpengaruh signifikan dengan arah positif. Penelitian Connolly & Hirschey (2005) menemukan risiko perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan arah negatif.

Pengukuran faktor-faktor dari struktur modal, meliputi: *Pertama*, struktur kepemilikan terhadap struktur modal merupakan pengembangan teori struktur modal oleh Modigliani & Miller (1958), kemudian Jensen & Meckling (1976), Easterbrook (1984), dan Jensen (1986) juga diperkuat oleh Bahtala, *et al.* (1994) yang inti pengembangannya adalah apakah semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh manajer, semakin rendah *agency problem* dalam perusahaan; *Kedua*, determinan profitabilitas adalah *pecking order theory* (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) yang diperkuat oleh Al-Najjar & Taylor (2008); Penelitian Chang & Rhee (1990), Ozkan (2001), Fama & French (2002), Chen & Strange (2006), Mazur (2007), Ni & Yu (2008), Crnigoj & Mramor (2009), menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap *leverage* dengan arah negatif. *Ketiga*, determinan risiko perusahaan bahwa tingkat risiko merupakan faktor penentu dari struktur modal perusahaan oleh Kale, Thomas & Ramirez dalam Abor & Biekpe (2009), diperkuat oleh Al-Najjar & Taylor (2008). Kim & Sorensen dalam Abor & Biekpe (2009) dan Chen & Steiner (1999), mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki

tingkat risiko bisnis tinggi, tidak memiliki kapasitas cukup untuk menghadapi risiko keuangan, sehingga akan memperkecil kemungkinan pendanaan perusahaan menggunakan utang.

Penelitian ini bertujuan untuk mengukur dan menganalisis pengaruh struktur kepemilikan, profitabilitas, dan risiko perusahaan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, serta pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

HIPOTESIS

- H₁: Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
- H₂: Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H₃: Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
- H₄: Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H₅: Risiko perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
- H₆: Risiko perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H₇: Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

METODE

Rancangan penelitian merupakan penelitian penjelasan (*explanatory*) menggunakan data sekunder. Populasi penelitian adalah 36 perusahaan *real estate* dan properti yang *go public* di BEI yang memasukan laporan keuangan auditan secara rutin berturut-turut sejak tahun 2005 sampai dengan tahun 2009. Semua populasi dijadikan sampel atau penelitian sensus. Data yang digunakan merupakan data panel atau *pooled data* menggabungkan *crosssection data* (36 perusahaan) dengan *time series data* (5 tahun) sehingga unit analisis sebesar 180.

Identifikasi variabel dan indikator dapat dijelaskan dalam model analisis yakni analisis data kuantitatif bersumber dari data skunder dimulai dengan permodelan persamaan struktural pendekatan *partial least square* (PLS) meliputi:

Outer model, yaitu spesifikasi hubungan antara variabel laten dengan indikatornya,

$$X_1 = \lambda_{11} \text{KM} + \lambda_{12} \text{KI} + \delta_1$$

$$X_2 = \lambda_{21} \text{ROI} + \lambda_{22} \text{ROE} + \lambda_{23} \text{NPM} + \delta_2$$

$$X_3 = \text{Dihitung langsung dari persentase } \textit{accounting beta}$$

$$Y_1 = \lambda_{41} \text{DAR} + \lambda_{42} \text{DER} + \delta_3$$

$$Y_2 = \lambda_{51} \text{SR} + \lambda_{52} \text{PER} + \lambda_{53} \text{MBR} + \delta_3$$

Dimana variabel struktur kepemilikan (X_1) dengan dua indikator yakni: kepemilikan manajerial (KM), dan kepemilikan institusional (KI); variabel profitabilitas (X_2) terdiri dari tiga indikator yakni: *return on investmen* (ROI), *return on equity* (ROE) dan *net profit margin* (NPM); variabel risiko perusahaan (X_3) dengan indikator *accounting beta* (AB); struktur modal (Y_1) terdiri dari dua indikator yaitu *debt to assets ratio* (DAR) dan (b) *debt to equity ratio* (DER); dan variabel nilai perusahaan (Y_2) terdiri dari tiga variabel yaitu *stock return* (SR), *price earning rasio* (PER), dan *market book ratio* (MBR). *Loading factor* atau koefisien lamda (λ); sedangkan δ_x dan δ_y adalah residual dari regresi. *Inner model*, yaitu spesifikasi hubungan antar variabel laten (*structural model*),

$$Y_1 = \gamma_1 X_1 + \gamma_2 X_2 + \gamma_3 X_3 + \zeta_1$$

$$Y_2 = \gamma_4 X_1 + \gamma_5 X_2 + \gamma_6 X_3 + \beta_2 Y_1 + \zeta_1$$

Dimana: γ_{jb} (dalam bentuk matriks dilambangkan dengan (Γ) adalah koefisien jalur yang menghubungkan variabel laten endogen (η) dengan eksogen (ξ). Sedangkan β_{ji} (dalam bentuk matriks dilambangkan dengan β) adalah koefisien jalur yang menghubungkan variabel laten endogen (η) dengan endogen (η);

Pengujian hipotesis (β , γ , dan λ) dilakukan dengan metode *resampling bootstrap* yang dikembangkan oleh Stone (1974) dan Geisser (1975). Statistik uji yang digunakan adalah t-statistik atau uji t. Dengan demikian asumsi data terdistribusi bebas (*distribution free*), tidak memerlukan asumsi distribusi normal, serta tidak memerlukan sampel yang besar (direkomendasikan sampel minimum 30).

Kriteria pengukuran yang dipergunakan untuk menerima atau menolak hipotesis penelitian berpedoman pada tingkat signifikansi *loading factor* atau koefisien lamda (λ) yang berpatokan pada nilai probabilitas (p), dianggap signifikan apabila $p \leq 0,10$ (Muslimin, 2006). Solimun (2008) mengemukakan bahwa pengujian dilakukan dengan *t-test*, bilamana diperoleh $p\text{-value} \leq 0,05$ (alpha 5%), maka disimpulkan signifikan dan sebaliknya. Bilamana hasil pengujian *outer model* signifikan, hal ini menunjukkan bahwa indikator dapat dipandang sebagai instrumen pengukur variabel laten. Sedangkan bilamana hasil pengujian pada *inner model* adalah signifikan maka dapat diartikan bahwa terdapat pengaruh yang bermakna variabel laten terhadap variabel laten lainnya.

HASIL

Deskripsi Variabel Penelitian

Perusahaan-perusahaan *real estate* dan properti publik Indonesia lima tahun terakhir mempunyai rata-rata tingkat pertumbuhan indikator adalah (1) struktur kepemilikan (X_1) terdiri dari dua indikator yakni (a) kepemilikan manajerial (KM) sebesar 0,10%, dan (b) kepemilikan institusional (KI) sebesar 62,92%; (2) profitabilitas (X_3) terdiri dari tiga indikator yakni (a) *return on investment* (ROI) sebesar 2,61%, (b) *return on equity* (ROE) sebesar 0,49 %; dan (c) *net profit margin* (NPM) sebesar 0,59%; (3) risiko perusahaan (X_4) indikator yang dipilih adalah *accounting beta* (AB) sebesar 0,65%; (4) struktur modal (Y_1) terdiri dari

dua indikator yaitu (a) *debt to assets ratio* (DAR) sebesar 1,40% dan (b) *debt to equity ratio* (DER) sebesar 6,93%; (5) nilai perusahaan (Y_2) terdiri dari tiga variabel yaitu (a) *stock return* (SR) sebesar 0,34%, (b) *price earning rasio* (PER) sebesar 26,05%, dan (c) *market book ratio* (MBR) sebesar 1,53%.

Pemodelan Persamaan Struktural Pendekatan PLS

Pemodelan persamaan struktural pendekatan *partial least square* (PLS) menguraikan tiga materi, yakni: *pertama*, pengujian *goodness of fit* model: Pengujian *goodness of fit* model struktural pada *inner model* menggunakan nilai *predictive-relevance* (Q^2). Nilai R^2 masing-masing variabel endogen dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) untuk variabel struktur modal diperoleh R^2 sebesar 0,880; dan (2) untuk variabel nilai perusahaan diperoleh R^2 sebesar 0,118.

Nilai *predictive-relevance* diperoleh dengan rumus:

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2) (1 - R_2^2)$$

$$Q^2 = 1 - (1 - 0,880) (1 - 0,118)$$

$$Q^2 = 0,8941$$

Hasil perhitungan memperlihatkan nilai *predictive-relevance* sebesar 0,8941 atau 89,41%. Nilai *predictive relevance* sebesar 89,41% juga mengindikasikan bahwa keragaman data yang dapat dijelaskan oleh model tersebut adalah sebesar 89,41% atau dengan kata lain informasi yang terkandung dalam data 89,41% dapat dijelaskan oleh model tersebut. Sedangkan sisanya 10,59% dijelaskan oleh variabel lain (yang belum terkandung dalam model) dan *error*.

Kedua, hasil pengujian *measurement model*: nilai *outer weight* menunjukkan bobot dari setiap indikator sebagai pengukur dari masing-masing variabel laten. Indikator dengan *outer weight* terbesar menunjukkan bahwa indikator tersebut sebagai pengukur variabel yang terkuat (dominan). Hasil

Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, dan Risiko Perusahaan Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

Pius Bumi Kellen

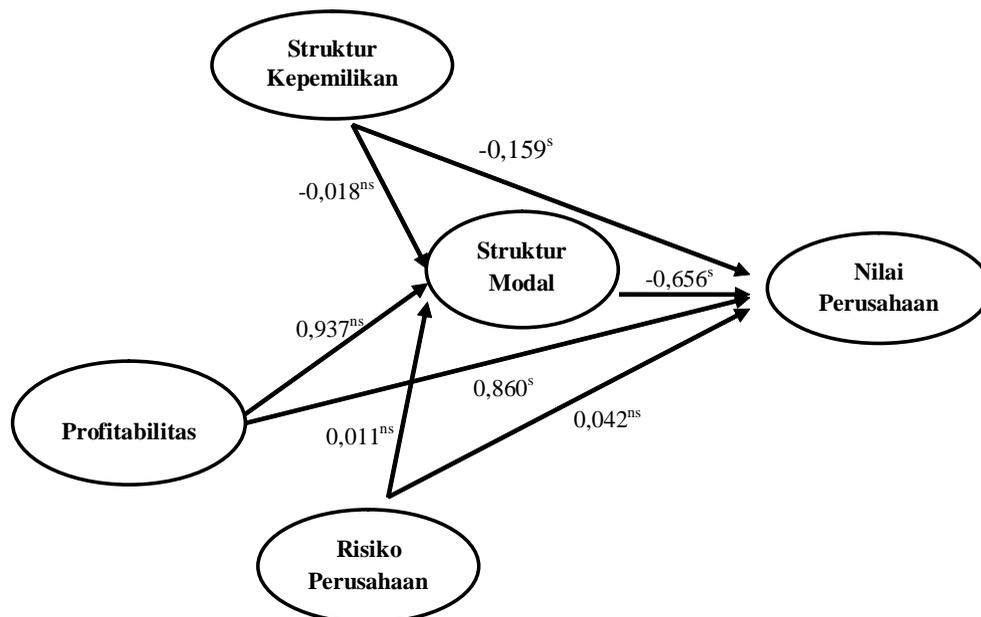
outer weight indikator dari enam variabel yang diukur disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Hasil Pengujian Indikator Pembentuk Variabel (Dalam %)

Variabel dan Indikator	Outer Weight	T-statistik	p-value
Struktur Kepemilikan (X₁)			
Kepemilikan Manajerial (KM)	0,922	3,054	0,002*
Kepemilikan Institusional (KI)	0,578	1,546	0,122
Profitabilitas (X₂)			
Return On Investment (ROI)	0,302	0,788	0,431
Return On Equity (ROE)	0,955	1,904	0,057*
Net Profit Margin (NPM)	-0,022	0,066	0,947
Risiko Perusahaan (X₃)			
Accounting Beta (AB)			
Struktur Modal (Y₁)			
Debt to Total Assets (DAR)	0,088	0,487	0,626
Debt to Equity Ratio (DER)	0,997	9,109	0,000*
Nilai Perusahaan (Y₂)			
Stock Return (SR)	-0,305	0,639	0,523
Price Earning Ratio (PER)	0,068	0,270	0,787
Market to Book Ratio (MBR)	0,987	2,850	0,004*

Sumber: BEI melalui <http://www.idx.co.id>, yang diolah Tahun 2011.

Hasil yang diperoleh pada Tabel 1 adalah: (1) Variabel struktur kepemilikan (X₁) yang dibentuk dua indikator yakni kepemilikan manajerial (KM), dan kepemilikan institusional (KI), yang signifikan adalah indikator KM dengan nilai *p-value* 0,002 lebih kecil dari 0,05 atau alpha 5%; (2) Variabel profitabilitas dibentuk oleh tiga variabel yaitu *return on investment* (ROI), *return on equity* (ROE), dan *net profit margin* (NPM) yang signifikan adalah ROE dengan nilai *p-value* sebesar 0,057; (3) Variabel risiko perusahaan tidak dilakukan pengujian indikator karena hanya terdapat satu indikator pembentuk yakni *accounting beta* (AB); (4) Variabel struktur modal (Y₁) yang dibentuk oleh dua variabel yaitu *debt to assets ratio* (DAR) dan *debt to equity ratio* (DER), yang signifikan adalah indikator DER dengan *p-value* 0,000; dan (5) Variabel nilai perusahaan (Y₂) dibentuk oleh tiga indikator yakni *stock return* (SR), *price earning ratio* (PER), dan *market to book ratio* (MBR). Indikator MBR signifikan terhadap nilai perusahaan dengan *p-value* 0,004.



Gambar 2. Diagram Jalur Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh Langsung

Keterangan: s = jalur signifikan, ns = jalur nonsignifikan

Ketiga, pengujian *inner model (structural model)* pada intinya menguji hipotesis dalam penelitian. diagram jalur pengujian hipotesis pengaruh langsung disajikan pada Gambar 2, dan pengujian hipotesis dilakukan dengan uji t (*t-test*) pada masing-masing jalur pengaruh langsung secara parsial disajikan pada Tabel 2.

Hasil analisis koefisien jalur pengaruh langsung adalah: *pertama*, pengaruh variabel struktur kepemilikan (X_1) terhadap struktur modal (Y_1) diperoleh nilai -0,018 dengan *p-value* sebesar 0,752. Hasil tersebut membuktikan tidak terdapat cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis pertama. Pengujian tersebut menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap terhadap struktur modal; *Kedua*, pengaruh variabel struktur kepemilikan (x_1) terhadap nilai perusahaan (Y_2) diperoleh nilai -0,159 dengan *p-value* sebesar 0,031. Hasil tersebut membuktikan terdapat cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis kedua. Koefisien bertanda negatif (-0,159) dengan demikian hubungan antara kedua variabel tersebut berlawanan, maka disimpulkan bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan, akan mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan; *Ketiga*, pengaruh variabel profitabilitas (X_2) terhadap struktur modal (Y_1) diperoleh nilai 0,209 dengan *p-value* sebesar 0,209. Hasil tersebut membuktikan tidak terdapat cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis ketiga. Pengujian tersebut menun-

jukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal; *Keempat*, pengaruh variabel profitabilitas (X_2) terhadap nilai perusahaan (Y_2) diperoleh nilai 0,860 dengan *p-value* sebesar 0,052. Hasil tersebut membuktikan terdapat cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis keempat. Koefisien bertanda positif (0,860), dengan demikian hubungan antara kedua variabel tersebut adalah searah, maka disimpulkan bahwa semakin tinggi profitabilitas mengakibatkan semakin tinggi pula nilai perusahaan; *Kelima*, pengaruh variabel risiko perusahaan (X_3) terhadap struktur modal (Y_1) diperoleh nilai 0,011 dengan *p-value* sebesar 0,850. Hasil tersebut membuktikan tidak terdapat cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis. Pengujian tersebut menunjukkan bahwa risiko perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal; *Keenam*, pengaruh variabel risiko perusahaan (X_3) terhadap nilai perusahaan (Y_2) diperoleh nilai 0,042 dengan *p-value* sebesar 0,623. Hasil tersebut membuktikan tidak terdapat cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis keenam. Pengujian tersebut menunjukkan bahwa risiko perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan; dan *ketujuh*, pengaruh variabel struktur modal (Y_1) terhadap nilai perusahaan (Y_2) diperoleh nilai -0,863 dengan *p-value* sebesar 0,098. Hasil tersebut membuktikan terdapat cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis. Koefisien bertanda negatif (-0,863), dengan

Tabel 2. Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh Langsung

Variabel Bebas	Variabel Terikat	Koefisien Jalur	T-stat	p-value	Keterangan
Struktur Kepemilikan (X_1)	Struktur Modal (Y_1)	-0,018	0,316	0,752	Nonsignifikan
Struktur Kepemilikan (X_1)	Nilai Perusahaan (Y_2)	-0,159	2,163	0,031	Signifikan
Profitabilitas (X_2)	Struktur Modal (Y_1)	0,937	1,256	0,209	Nonsignifikan
Profitabilitas (X_2)	Nilai Perusahaan (Y_2)	0,860	1,947	0,052	Signifikan
Risiko Perusahaan (X_3)	Struktur Modal (Y_1)	0,011	0,189	0,850	Nonsignifikan
Risiko Perusahaan (X_3)	Nilai Perusahaan (Y_2)	0,042	0,492	0,623	Nonsignifikan
Struktur Modal (Y_1)	Nilai Perusahaan (Y_2)	-0,853	1,656	0,098	Signifikan

Sumber: BEI melalui <http://www.idx.co.id>, diolah Tahun 2011

demikian hubungan antara kedua variabel tersebut berlawanan arah. Kesimpulan pembuktian mengartikan bahwa semakin tinggi struktur modal, akan menurunkan pula nilai perusahaan.

PEMBAHASAN

Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Struktur Modal

Struktur kepemilikan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal. Nilai koefisien jalur negatif (-0,018) menunjukkan bahwa peningkatan struktur kepemilikan mestinya mengakibatkan penurunan jumlah utang tidak terjadi karena lemahnya koefisien jalur pada tingkat signifikansi sangat rendah yakni *p-value* 0,752 lebih besar dari alpha 5%. Hal ini mungkin disebabkan oleh struktur kepemilikan perusahaan *real estate* dan properti yang terdaftar di BEI tahun 2005 sampai dengan tahun 2009 sebesar 0,01% saham manajer dengan tingkat pertumbuhan yang menurun dan hanya terdapat pada 6 perusahaan (13,89%) dari 36 perusahaan yang terdaftar, 53,15% saham milik institusi dengan tingkat pertumbuhan meningkat, dan 46,83% dimiliki publik dengan tingkat pertumbuhan yang menurun. Dengan kata lain selama lima tahun terakhir perusahaan-perusahaan *real estate* dan properti publik Indonesia tidak terjadi penyesuaian kepentingan antara kepemilikan manajer dengan kepemilikan institusi.

Temuan penelitian ini bertentangan dengan temuan penelitian terdahulu yang dilakukan Crutchley, *et al.*, (1999) bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional positif dan signifikan terhadap utang atau struktur modal. Susanto (2008) menemukan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Temuan-temuan serupa dilakukan oleh Howell & Stover (2002); Joher, *et al.* (2006); Al-Najjar & Taylor (2008); serta Morri & Cristanziani (2009) yang menggunakan salah satu indikator dari variabel struktur kepemilikan terhadap *leverage* atau utang

juga menemukan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan

Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien bertanda negatif (-0,159) dengan demikian hubungan antara kedua variabel tersebut berlawanan, maka disimpulkan bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan, akan mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan. Nilai koefisien jalur negatif (-0,159) menandakan hubungan antara variabel struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan adalah tidak searah. Dampak temuan tersebut adalah semakin tinggi struktur kepemilikan, mengakibatkan semakin rendahnya nilai perusahaan. Artinya semakin besar komposisi kepemilikan saham institusional dan manajerial dari total saham yang beredar, akan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Atau sebaliknya jika makin kecil komposisi kepemilikan saham institusi dan manajerial, nilai perusahaan akan naik.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Nilai koefisien jalur positif mengartikan bahwa jika profitabilitas perusahaan naik maka jumlah utang perusahaan akan naik. Hasil penelitian ini menemukan pengaruh yang tidak signifikan disebabkan karena indikator dominan pembentuk variabel profitabilitas yakni ROE juga NPM pada lima tahun terakhir pada perusahaan-perusahaan *real estate* dan properti publik di Indonesia menurun. Keadaan demikian juga disebabkan oleh banyak perusahaan obyek yang mengalami kerugian karena krisis keuangan.

Temuan penelitian ini tidak konsisten dengan *pecking order theory* bahwa perusahaan lebih memilih

pendanaan internal dari pada pendanaan eksternal berupa utang. Temuan ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Titman & Wessels (1988), Moh'd, *et al.* (1998), dan Esperanca (2003) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien bertanda positif (0,860), dengan demikian hubungan antara kedua variabel tersebut adalah searah, maka disimpulkan bahwa semakin tinggi profitabilitas mengakibatkan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai koefisien jalur positif (0,860), menandakan hubungan antara variabel profitabilitas dengan nilai perusahaan searah. Dampak temuan tersebut adalah semakin tinggi profitabilitas, akan mengakibatkan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa makin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih setelah pajak dengan perbandingan total aset, modal sendiri dan penjualan akan menaikkan nilai perusahaan ditunjukkan oleh naiknya harga saham perusahaan. Atau semakin besar laba bersih setelah pajak akan menaikkan harga saham perusahaan.

Temuan ini sesuai dengan hasil penelitian Cho & Pucik (2005) bahwa profitabilitas cukup mediasi nilai pasar atau profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan berkemampuan menghasilkan laba baik akan cukup memberikan sinyal perusahaan berkinerja baik, merupakan dampak dari *cash flow signaling hypothesis* yang dikemukakan oleh Lintner (1956) dan *permanent earning hypothesis* (Lintner, 1956; Marsh & Merton, 1987). Perusahaan dengan keadaan profitabilitas baik, merupakan sinyal bahwa kinerja perusahaan dalam keadaan baik, dan perusahaan dengan keadaan profitabilitas baik berkemampuan cukup untuk membayarkan dividen kepada peme-

gang saham perusahaan, selanjutnya akan menaikkan harga saham karena penilaian positif dari *shareholder*.

Pengaruh Risiko Perusahaan terhadap Struktur Modal

Risiko perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal. Koefisien jalur positif menunjukkan bahwa makin besar tingkat risiko maka makin besar jumlah utang dalam struktur modal. Hasil penelitian tersebut juga mengindikasikan bahwa dalam lima tahun terakhir tingkat bunga pinjaman bukan menjadi faktor pertimbangan untuk penentuan jumlah utang dalam struktur modal perusahaan-perusahaan *real estate* dan properti publik di Indonesia yang tentunya memperbesar peluang kebangkrutan karena tidak mampu mengembalikan pinjaman.

Temuan bertentangan dengan hasil penelitian (Chen & Steiner, 1999; Al-Najjar & Taylor, 2008; Kim & Sorensen dalam Abor & Biekpe, 2009) bahwa perusahaan yang memiliki tingkat risiko bisnis tinggi, tidak memiliki kapasitas cukup untuk menghadapi risiko keuangan, sehingga akan memperkecil kemungkinan pendanaan perusahaan menggunakan utang. Temuan juga tidak mendukung argumentasi penelitian-penelitian terdahulu (Low & Chen, 2004; Delcoure, 2007; Al-Najjar & Taylor, 2008; Morri & Cristanziani, 2009) yang menemukan bahwa risiko perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal.

Pengaruh Risiko Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Risiko perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Menandakan bahwa nilai perusahaan masih mengalami kenaikan ketika tingkat risiko perusahaan meningkat. Pengaruh risiko perusahaan terhadap nilai perusahaan tidak signifikan mengindikasikan bahwa naiknya tingkat bunga tidak direspon oleh

investor sehingga tidak mampu menaikkan harga pasar saham. Implikasinya pada penelitian ini bahwa variabilitas *return* ditunjukkan oleh laba akuntansi (*accounting earning*) terhadap *return* yang diharapkan tidak mampu menaikkan *market book ratio* (MBR) sebagai salah satu indikator yang signifikan pembentuk variabel nilai perusahaan. Kenyataan tersebut ditunjukkan oleh hasil deskripsi indikator-indikator terdahulu antara tahun 2007 dengan tahun 2008 bahwa ketika risiko perusahaan ditunjukkan oleh *accounting beta* naik, *market book ratio* juga mengalami kenaikan. Temuan sesuai dengan penelitian Henry (2009) yang menemukan bahwa risiko perusahaan berpengaruh tidak signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

Temuan ini bertentangan dengan teori bahwa investor institusi cenderung berinvestasi pada perusahaan berisiko bisnis rendah, karena perusahaan yang memiliki *volatilitas return* tinggi, berprobabilitas tinggi memperoleh kegagalan atau mengalami kebangkrutan (Al-Najjar & Taylor, 2008). Atau semakin tinggi tingkat risiko yang akan dihadapi perusahaan maka semakin rendah nilai perusahaan. Temuan penelitian juga tidak mendukung hasil penelitian Connolly & Hirschey (2005) bahwa risiko perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan arah negatif.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien bertanda negatif (-0,863), dengan demikian hubungan antara kedua variabel tersebut berlawanan arah. Kesimpulan pembuktian mengartikan bahwa semakin tinggi struktur modal, akan menurunkan pula nilai perusahaan. Nilai koefisien jalur negatif menandakan hubungan antara variabel struktur modal dengan nilai perusahaan berlawanan arah. Dampak temuan tersebut adalah semakin tinggi struktur modal, akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan, atau nilai perusahaan akan naik ketika jumlah utang

berkurang dalam struktur modal perusahaan. Kenyataan ini mencerminkan bahwa perusahaan *real estate* dan properti publik Indonesia berkecenderungan mensubstitusi pengurangan utang dengan menerbitkan saham baru (*right issue*) direspon positif oleh investor publik. Keadaan demikian menunjukkan terjadinya anomali pasar modal di Indonesia karena bertentangan dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information* bahwa kalau emiten melakukan emisi saham baru (*right issue*) menurut temuan Sudarma (2004) berakibat (1) penurunan laba per lembar saham (*earning per share*) karena pertambahan lembar saham beredar, (2) tidak terjadi penghematan pajak dari utang, (3) terdilusinya pemegang saham lama, dan (4) peningkatan *agency cost of equity*.

Temuan mengindikasikan bahwa komposisi utang dalam struktur modal perusahaan-perusahaan *real estate* dan properti publik di Indonesia sudah terlalu besar, sehingga tambahan utang akan mengakibatkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) lebih besar dibandingkan dengan penghematan pajak dari beban bunga utang perusahaan. Penurunan utang akan menaikkan nilai perusahaan, mengisyaratkan bahwa dalam masa kesulitan keuangan perusahaan-perusahaan sebaiknya melakukan restrukturisasi utang (*debt restructuring*), memberi dampak positif terhadap harga saham, sehingga nilai perusahaan akan naik.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengukur dan menganalisis pengaruh struktur kepemilikan, profitabilitas, dan risiko perusahaan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, serta pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Temuan penelitian ini diketahui bahwa tiga determinan struktur modal terpilih yakni struktur kepemilikan berpengaruh negatif, profitabilitas berpengaruh positif, dan risiko perusahaan ber-

pengaruh positif, tetapi tidak signifikan terhadap struktur modal. Hal tersebut terjadi karena selama jangka waktu penelitian kenyataan yang terjadi pada perusahaan obyek adalah sangat kecilnya porsi kepemilikan saham manajer dalam struktur kepemilikan, kebanyakan perusahaan mengalami kerugian, dan jumlah utang tetap besar walaupun tingkat risiko perusahaan tinggi. Temuan penelitian ini tidak mendukung *agency theory*, bahwa peningkatan kepemilikan saham oleh manajer perusahaan, diharapkan dapat mengurangi *agency problem* dalam perusahaan.

Variabel struktur kepemilikan, profitabilitas, dan struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan dan jumlah utang malah menurunkan nilai perusahaan, sedangkan makin tinggi nilai profitabilitas maka makin tinggi nilai perusahaan dan makin tinggi tingkat risiko berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini juga tidak mendukung hasil penelitian yang menemukan bahwa kepemilikan institusional sebagai agen monitoring kepada manajemen efektif menurunkan biaya agensi sehingga berperan dalam menaikkan nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan berkemampuan menghasilkan laba baik akan cukup memberikan sinyal perusahaan berkinerja baik, merupakan dampak dari *cash flow signaling hypothesis* dan *permanent earning hypothesis*. Temuan sesuai dengan penelitian yang menemukan bahwa risiko perusahaan berpengaruh tidak signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini tidak mendukung teori bahwa investor institusi cenderung berinvestasi pada perusahaan berisiko bisnis rendah, karena perusahaan yang memiliki *volatility return* tinggi, berprobabilitas tinggi memperoleh kegagalan atau mengalami kebangkrutan. Atau semakin tinggi tingkat risiko yang akan dihadapi perusahaan maka semakin rendah nilai perusahaan.

Saran

Perusahaan-perusahaan obyek pada waktu mendatang disarankan untuk memperbaiki komposisi dengan memberikan atau menambah jumlah saham kepada manajer, tetapi selalu memperhatikan komposisi keduanya dengan kepemilikan publik. Hal tersebut karena sudah teruji bahwa kenaikan struktur kepemilikan telah menurunkan nilai perusahaan karena respon negatif dari investor publik.

Perusahaan-perusahaan obyek perlu melakukan restrukturisasi utang-utangnya dengan mempertimbangkan profitabilitas dan risiko perusahaan. Pembiayaan perusahaan melalui utang jangka panjang masih memungkinkan karena teruji struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan risiko perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pemerintah diharapkan meningkatkan subsidi kredit perumahan rakyat sebagai konsumen pengembang dalam rangka memperbaiki *cash flow* perusahaan pengembang, menyediakan fasilitas keuangan kebijakan keuangan yang mempermudah akses kredit terhadap perusahaan-perusahaan pengembang.

Peneliti selanjutnya disarankan untuk mengembangkan metode pengumpulan data misalnya dengan wawancara dan observasi terhadap perusahaan-perusahaan berkondisi keuangan spesifik atau khusus; dan memperdalam kajian lintas waktu dengan mengelompokkan waktu sebelum dan sesudah krisis keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. & Biekpe, N. 2007. Corporate Governance, Ownership Structure and Performance of Smes in Ghana: Implications for Financing Opportunities. *Corporate Governance*, 7(3): 288-300.
- Al-Najjar, B. & Taylor, P. 2008. The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure, New Evidence From Jordanian Panel Data. *Managerial Finance*, 34(12): 919-933.

Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, dan Risiko Perusahaan Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

Pius Bumi Kellen

- Bathala, C.T., Moon, K.R., & Rao, R.P. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings: An agency Prespective. *Financial Management*, 23(3): 38-50.
- Chen, C.R. & Steiner, T.L. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review*, 34: 119-136.
- Chen, C.R., Guo, W., & Mande, V. 2006. Corporate Value, Managerial Stockholdings and Investments of Japanese Firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*. 17(1): 29-51.
- Cho, H.J. & Pucik, V. 2005. Relationship Between Innovativeness, Quality, Growth, Profitability, and Market Value. *Strategic Management Journal Strat. Mgmt. J.*, 26: 555-575.
- Connolly, R.A. & Hirschey, M. 2005. Firm Size and The Effect of R&D on Tobin's Q. *R&D Management*, 35(2): 217-233.
- Crnigoj, M. & Mramor, D. 2009. Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 45(1): 72-89.
- Cruthley, C.E. & Hansen, R.S. 1989. A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, 36-46.
- Delcoure, N. 2007. The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies. *International Review of Economics and Finance*, 16: 400-415.
- Driffield, N., Mahambare, V., & Pal, S. 2007. How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia. *Economics of Transition*, 15(3): 535-573.
- Eaperanca, J.P. 2003. Corporate Debt Policy of Small Firms: An Empirical (Re)Xamination. *Journal of Small Business Enterprise Development*, 10(1): 62-80.
- Easterbrook, F.H., 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4): 650-659.
- Fama, E.F. 1978. The Effect of a Firm Investment and Financing Decision on The Welfare of Its Security Holders. *American Economic Review*, 68: 272-284.
- Fama, E. & French, K.R. 1998. Taxes, Financing Decision, and Firm Value. *The Journal of Finance*, LII: 819-843.
- Geisser, S. 1975. The Predictive Sample Reuse Method with Application. *Journal of the American Statistical Association*: 320-328.
- Ghosh, S. 2007. Bank Monitoring, Managerial Ownership and Tobin's Q: An Empirical Analysis for Indiy. *Managerial and Decision Economics*: 129-43.
- Gugler, K. & Mueller, D.C., & Yurtoglu, B.B. 2008. Insider Ownership, Ownership Concentration and Investment Performance: An International Comparison. *Journal of Corporate Finance*, 14: 688-705.
- Henry, D. 2009. Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1): 24-46.
- Howell, J.C. & Stover, R.D. 2002. How Much Do Governance and Managerial Behavior Matter In Investment Decisions? Evidence From Failed Thrift Auctions. *Journal of Corporate Finance*, 8: 195-211.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2): 1-14.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 1-77.
- Joher, H., Ali, M., & Nazrul. 2006. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange. *International Business & Economics Research Journal*, 5(5): 51-64.
- Kalcheva, I. & Lins, K.V. 2007. International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems. *The Review of Financial*, 20(4): 1087-1112.
- Kim, Y. 2007. The Proportion and Social Capital of Outside Directors and Their Impacts on Firm Value: Evidence from Korea. *Corporate Governance*, 15(6): 1168-1177.

- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2).
- Low, P.Y. & Cheng, K.H. 2004. Diversification and Capital Structure: Some International Evidence. *Review of Quantitative Finance Accounting*, 23(1): 55-71.
- Ni, J. & Yu, M. 2008. Testing the Pecking-Order Theory Evidence from Chinese Listed Companies. *The Chinese Economy*, 41(1): 97-113.
- Marsh, T.A. & Merton, R.C. 1987. Dividend Behavior for the Aggregate Stock Market. *The Journal of Business*, 60(1): 1-40.
- Mazur, K. 2007. The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies. *Int Adv Econ Res*, 13: 495-514.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G. & Rimbey, J.N. 1998. The Impact of Ownership Structure, on Corporate Debt Policy: A Time series Cross-sectional Analysis. *The Financial review*, 33: 85-98.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. 1958. The Cost of Capital Corporation Finance and the Theori of Investment. *The American Review*, 48(3): 261-297.
- Morri, G. & Cristanziani, F. 2009. What Determines The Capital Structure of Real Estate Companies? An Analysis Of The EPRA/NAREIT Europe Index. *Journal of Property Investment and Finance*, 27(4): 318-372.
- Muslimin. 2006. Analisis Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Industri Manufaktur yan Go Publik di Bursa Efek Jakarta). *Disertasi*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.
- Myers, S.C. 1984. The Capital Structure Puzzle. Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA. *The Journal of Finance*, 39(3): 575-592.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Peyer, U.C., Cremers, K.J.M., & Bebchuk, L.A. 2007. Pay Distribution In The Top Executive Team. *American Law and Economics Association Annual Meetings*, Paper 10: 1-52.
- Solimun. 2008. *Memahami Metode Kuantitatif Mutakhir Structural Equation Modeling dan Partial Least Square*. Program Studi Statistika FMIPA Universitas Brawijaya Malang.
- Stone. M. 1974. Cross Validation Choice and Assessment of statistical Predictions. *Journal of the Royal Statistical Society, Series B*, 36(2): 111-133.
- Sudarma, M. 2003. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *Disertasi*. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Susanto, H. 2008. Pengaruh Faktor Eksternal terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia). *Disertasi*. Program Doktor Ilmu administrsi Universitas Brawijaya Malang.
- Titman, S. & Wessels, R. 1998. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1): 1-19.
- Ye, B. & Yuan, J. 2008. Firm Value, Managerial Confidence, and Investments, The Case of China. *Journal of Leadership Studies*, 2(3): 25-35.