

DETERMINAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN PERKEBUNAN DI BURSA EFEK INDONESIA

Sigit Dani Nugroho

Hermanto Siregar

Adler Haymans Manurung

Nunung Nuryartono

ABSTRACT

The research objective is to find the determinants that affect the capital structure and its influence on the value of oil palm plantation companies in Indonesia which is listed on the Indonesia Stock Exchange. This study uses panel data regression Pooled Least Square, Random Effect Model and Fixed Effects Model. The results showed the company's internal factors which are deficit financing (DEF), the structure of assets (TAN), firm size (Size Ln MC), profitability (ROA) affect the capital structure of the company's plantations. Macroeconomic factors such as Gross Domestic Product and Composite Stock Price Index also affect the company's capital structure. In addition, the value of the company was also affected by the company's capital structure.

Keywords: *Data panel, kelapa sawit, Struktur modal ownership, earning persistence*

PENDAHULUAN

Tujuan utama suatu perusahaan dari struktur modal yang optimal adalah peningkatan nilai perusahaan. Struktur modal secara umum dipengaruhi oleh faktor eksternal berupa makroekonomi maupun faktor internal perusahaan berupa karakteristik perusahaan. Kajian terdahulu sudah mengkonfirmasi bahwa faktor internal berupa ukuran perusahaan (Lin, 2006; Calisir *et al*, 2010), struktur aktiva (Frank dan Goyal, 2003; Leary dan Robert, 2010), profitabilitas (Brigham dan Daves, 2002; Hutagaol, 2002; Malintan, 2010; Kalia dan Suwitho, 2013), *Market to Book Ratio* (Brigham dan Daves, 2002), dan *financing deficit* (Shyam-Sunder dan Myers, 1999; Hutagaol, 2002; Seifert dan Gonenc, 2010; Kouki dan Said, 2012) mempengaruhi struktur modal perusahaan. Kajian terdahulu juga menunjukkan variabel makroekonomi berupa tingkat inflasi (Darminto dan Manurung, 2008; Rivai, 2011; Pratheepkanth, 2011), pertumbuhan PDB (Rivai, 2011), suku bunga (Hampton, 1989; Walsh, 2003), nilai tukar (Sartono, 2002; Darminto dan Manurung, 2008; Pratheepkanth, 2011) dan perubahan IHSG (Darminto dan Manurung, 2008; Rivai, 2011) mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Berbagai kajian terdahulu terkait determinan struktur modal tersebut dilaku-

kan di berbagai sektor pada rentang waktu tertentu. Kajian tersebut diantaranya manufaktur di Indonesia (Darminto, 2010; Joni dan Lina, 2010), perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Rivai, 2011), manufaktur di Pakistan (Afza dan Hussain, 2011), perusahaan multinasional di Australia (Akhtar, 2005), industri tekstil di Pakistan (Aurangzeb dan Haq, 2012), perusahaan di Iran (Chadgani *et al.*, 2011), perusahaan di Perancis (Kouki dan Said, 2012), perusahaan di Turki (Karedeniz *et al.*, 2009), perusahaan finansial di China (Lim, 2012), dan perusahaan finansial di Sri Lanka (Pratheepkanth, 2011). Berbagai kajian tersebut belum ada kajian mengenai struktur modal perkebunan kelapa sawit di Indonesia.

Pemilihan penelitian pada subsektor perkebunan karena sangat penting dalam pertumbuhan perekonomian Indonesia kedepannya dimana kontribusi subsektor perkebunan terhadap PDB saat ini sudah mencapai 14-15 % (Ditjenbun, 2014). Salah satu prospek perkebunan yang cukup cerah adalah perkebunan kelapa sawit yang akan diperhitungkan menjadi energi alternatif. Sejalan dengan kajian Munawar (2012) bahwa perusahaan perkebunan di Indonesia memiliki peran penting bagi perekonomian nasional dengan kinerja positif keuangan perusahaan perkebunan walaupun terjadi krisis ekonomi periode tahun 1997. Komoditi kelapa sawit juga salah satu andalan komoditi pertanian Indonesia yang pertumbuhannya sangat cepat dan memiliki peran strategis dalam *Masterplan* Percepatan dan Perluasan Pembangunan Ekonomi Indonesia dengan *Crude Palm Oil* (CPO) sebagai hasil olahan kelapa sawit.

Dengan demikian kajian struktur modal pada subsektor perkebunan menjadi penting bagi pertumbuhan perekonomian Indonesia. Struktur modal yang optimal mampu meningkatkan kinerja perusahaan perkebunan di Indonesia. Kajian ini diharap-

kan mampu memberikan kontribusi *leverage* dan nilai bagi perusahaan perkebunan di Indonesia.

Teori

Struktur modal adalah pembelanjaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal perusahaan mencerminkan seberapa besar aset perusahaan dibiayai dengan utang. Keterkaitan struktur modal dengan dengan variabel keputusan keuangan lainnya menjadikan rumit untuk dikontrol (Fadhilah, 2011).

Menurut McGuigan *et al.* (2009) struktur modal merupakan jumlah utang jangka pendek baik yang bersifat tetap maupun permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham umum yang digunakan untuk membiayai perusahaan. Berbeda dengan Gitman dan Zutter (2010) dan Manurung (2012) mendefinisikan struktur modal merupakan jumlah utang jangka panjang terhadap ekuitas perusahaan. Pada kajian ini struktur modal adalah pembelanjaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal perusahaan mencerminkan seberapa besar aset perusahaan dibiayai dengan utang. Perkembangan tersebut menjadikan beberapa teori struktur modal yang dikenal saat ini. Kajian ini berfokus pada determinan struktur modal dan nilai perusahaan.

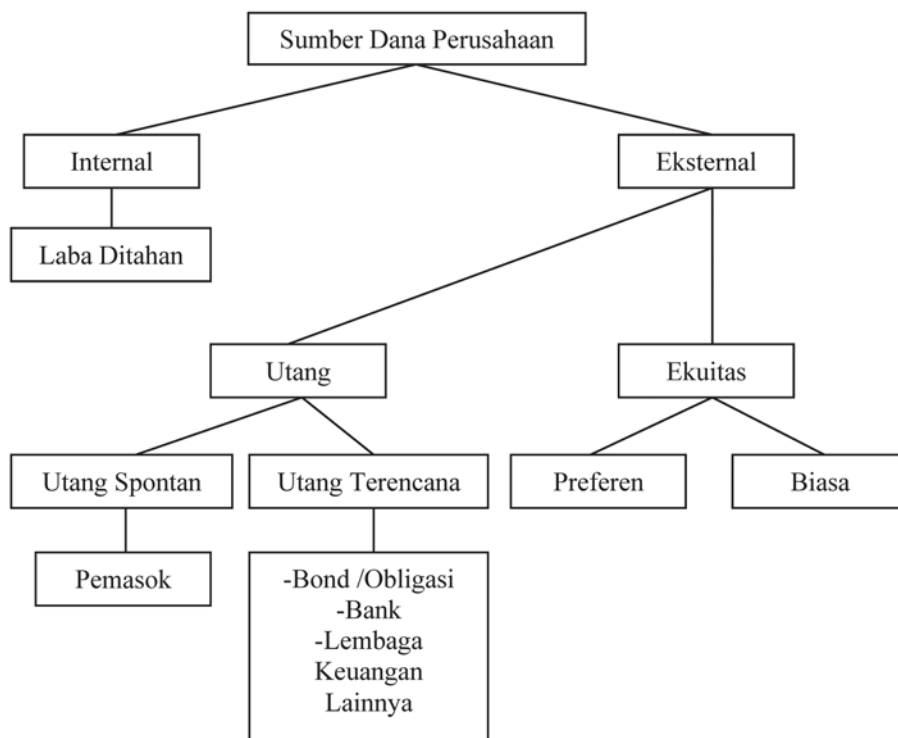
Menurut Hanafi dan Halim (2005) pengertian *leverage* secara harfiah adalah pengungkit. Pengungkit biasanya digunakan untuk membantu mengangkat beban yang berat. Dalam keuangan, *leverage* juga mempunyai maksud serupa. Lebih spesifik lagi, *leverage* dapat digunakan untuk meningkatkan tingkat keuntungan yang diharapkan. Meningkatnya tingkat keuntungan yang diharapkan sama dengan semakin besarnya keuntungan yang

tersedia bagi pemegang saham. Menurut Brigham dan Houston (2006) kebijakan struktur modal melibatkan pertimbangan (*trade-off*) antara risiko dan tingkat pengembalian pengembalian yaitu: (1) menggunakan lebih banyak utang berarti memperbesar risiko yang ditanggung pemegang saham dan (2) menggunakan lebih banyak utang juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan.

Penentuan kebijakan pendanaan perusahaan perlu mempertimbangkan unsur resiko dari sumber dana yang akan digunakan sehingga resiko mampu dikelola dengan baik bagi perusahaan. Pertim-

banan terhadap risiko tersebut kemudian memunculkan suatu perilaku untuk mengurutkan sumber pendanaan dari risiko yang rendah ke risiko yang tinggi. Gambar 1 menjelaskan sumber pendanaan perusahaan. Proporsi penggunaan sumber dana internal dan eksternal dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan yang selanjutnya disebut dengan struktur modal menjadi sangat penting dalam manajemen keuangan perusahaan. Variabel keuangan (*financial variable*) dan variabel ekonomi (*economic variable*) juga mempengaruhi keputusan manajemen dalam menyusun komposisi struktur modal secara signifikan.

Gambar 1 Sumber dana perusahaan



Sumber: Manurung (2012)

Penelitian ini menggunakan emiten di sektor perkebunan kelapa sawit yang tercatat di BEI dengan data triwulan tahun 2009-2013. Metode penelitian yang diguna-

kan adalah *Pooled Least Square* (PLS), *Random Effect Model* (REM) dan *Fixed Effect Model* (FEM) untuk data panel yang tersedia.

Variabel yang digunakan dalam penelitian yaitu variabel independen internal perusahaan berupa *Financing Defisit* (DEF), *Tangible Asset* (TAN), *Size of Firm* (LNSIZE), *Return on Asset* (ROA), *Sales Growth* (SG), *Market to Book Value* (MBV) dan variabel makroekonomi diantaranya inflasi (INF), Produk Domestik Bruto (PDB), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), suku bunga (SB), dan nilai tukar (NT). Variabel dependen yang digunakan adalah *Debt Equity Ratio* (DER). Selain itu juga dilakukan regresi pengaruh *leverage* perusahaan terhadap nilai perusahaan (harga saham).

Analisis dan Pembahasan

Pemilihan model yang tepat perlu dilakukan untuk memilih model yang terbaik. Model regresi data panel terhadap kesesuaian 3 alternatif model regresi yang digunakan yaitu PLS, REM dan FEM. Hasil regresi vektor X_{it} karakteristik perusahaan yang mempengaruhi *leverage* (DER) perusahaan. Model regresi data panel struktur modal mengikuti persamaan 1 berikut:

$$DER_{i,t} = C + \alpha X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Dimana DER adalah debt/equity ratio. "X" merupakan vektor variabel internal perusahaan terdiri dari:

- DEF_{it} : selisih antara perubahan total asset (TA) dengan perubahan *retained Earning* (RE) perusahaan i pada waktu t
 TAN_{it} : rasio asset tetap (FA) terhadap total asset (TA) perusahaan i pada t
 Ln SIZE_{it} : ukuran perusahaan yang diukur logaritma asset perusahaan i pada waktu t
 Ln Size MC_{it} : ukuran perusahaan yang diukur logaritma *market capitalization* perusahaan i pada waktu t
 ROA_{it} : rasio EBIT terhadap total asset perusahaan i pada waktu t
 SG_{it} : pertumbuhan penjualan perusahaan I pada waktu t
 MBV_{it} : perbandingan *market price* dengan *book value* saham perusahaan i pada waktu t

Tabel 1. Hasil model struktur modal perusahaan dengan variabel internal

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	PLS	REM	FEM	PLS	REM	FEM
C	1.059 [1.128]	1.059** [1.805]	-2.767 [-1.726]	5.335* [7.503]	5.335* [11.119]	4.235* [4.784]
DEF	0.053* [2.535]	0.053* [4.058]	0.036* [2.565]	0.087* [4.732]	0.012* [7.013]	0.061* [4.708]
TAN	0.333 [1.084]	0.333** [1.735]	0.161 [0.514]	0.974* [4.092]	0.974* [6.064]	0.591* [2.480]
Ln Size	-0.009 [-0.271]	-0.009 [-0.434]	0.109** [1.951]			
Ln Size MC				-0.169* [-6.398]	-0.170* [-9.482]	-0.135* [-4.411]
ROA	-0.921* [-2.921]	-0.092* [-4.677]	-0.716* [-3.543]	-0.461 [-1.621]	-0.461* [-2.403]	-0.403* [-2.007]
SG	-0.024 [0.639]	0.023 [1.023]	0.026 [1.143]	0.0129 [0.403]	0.012 [0.597]	0.018 [0.798]
MBV	-0.167* [-8.401]	-0.166* [-13.45]	0.012 [0.456]	-0.071* [-3.120]	-0.071* [-4.624]	0.012 [0.507]
R ²	0.626	0.626	0.861	0.714	0.714	0.875

Keterangan: *) Signifikan pada taraf nyata 5%, **) Signifikan pada taraf nyata 10%
 [] t-statistik

Determinan struktur modal perusahaan perkebunan kelapa sawit pada kolom (1), (2), (3), (4), (5) dan (6) konsisten menunjukkan *deficit financing* (DEF) berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan. DEF yang digunakan mengacu pada Seifert dan Gonec (2008). Pada penelitian ini menunjukkan ketika DEF meningkat maka tingkat rasio utang terhadap ekuitas perusahaan perkebunan meningkat pula. Perusahaan publik akan berupaya mendanai *financing deficit* dengan proporsi yang lebih besar dari total ekuitas eksternal ketika premi risiko pasar dari ekuitas yang diharapkan lebih rendah daripada pengembalian penawaran publik (Huang, 2004). Perusahaan publik perkebunan kelapa sawit dapat juga berupaya mendanai defisitnya dengan utang atau obligasi yang dikeluarkan.

Kolom (2), (4), (5) dan (6) menunjukkan struktur aktiva (*tangibility*) berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan perkebunan kelapa sawit. Hasil kajian ini sejalan dengan kajian Wahidahwati (2002); Fidyati (2003); Frank dan Goyal (2003); Leary dan Robert (2010); Joni dan Lina (2010); Furi dan Saefudin (2012). Kajian ini berbeda dengan Yusraini *et al.* (2010) pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI dan Wahyuni (2012) menyatakan struktur aset tidak berpengaruh terhadap struktur modal berdasarkan DER. Perbedaan jenis aktiva tetap di perkebunan berbeda jauh dengan aktiva tetap di industri manufaktur dan sejenisnya yang memberikan pengaruh yang berbeda dalam *leverage* perusahaan.

Perbedaan yang cukup menarik pada kolom (1), (2), dan (3) dengan kolom (4), (5) dan (6) yang memiliki perbedaan signifikan pada taraf 5% bila perhitungan ukuran perusahaan dengan total asset dengan *market capitalization*. Ini menunjukkan perusahaan perkebunan kelapa sawit lebih dilihat prospek perkebunan di masa mendatang (investasi jangka panjang)

dibandingkan dari total asset yang dimiliki saat ini. Hasil kajian ini menarik karena berbeda pengaruh dengan kajian terdahulu yang dilakukan Lopez-Gracia dan Sogorb-Mira (2008); Gurcharan (2010); Su dan Vo (2010); Kumar *et al.* (2012) yang menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap tingkat utang perusahaan. Penelitian ini juga berbeda pengaruh dengan penelitian yang ada di Indonesia yaitu penelitian Mayangsari (2001); Euis dan Taswan (2002); Fidyati (2003); Sujoko dan Soebiantoro (2007); Joni dan Lina (2010); Yusraini *et al.* (2010); Sari dan Wulandari (2012); Furi dan Saefudin (2012) dimana semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi pula nilai *leverage* perusahaan. Perusahaan perkebunan kelapa sawit yang memiliki asset yang besar akan mengurangi tingkat utang yang dimiliki. Hal ini dimungkinkan karena kemampuan asset yang dimiliki untuk menghasilkan pendapatan sudah dapat mencukupi untuk operasional maupun investasi mendatang. Salah satu contoh emiten Astra Agro Lestari (AALI) yang memiliki tingkat utang yang rendah karena asset yang dimiliki mampu menghasilkan pendapatan yang memadai.

Pada kolom (1), (2), (3), (5) dan (6) menunjukkan profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif terhadap tingkat utang yang dimiliki perusahaan perkebunan. Hasil kajian ini konsisten dengan yang menunjukkan total asset perusahaan perkebunan kelapa sawit juga berpengaruh negatif. Asset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut yang digunakan untuk menciptakan laba bagi perusahaan perkebunan. Kajian ini juga sejalan penelitian terdahulu yang mengkonfirmasi bahwa faktor internal profitabilitas (Brigham dan Daves, 2002; Hutagaol, 2002; Malintan, 2010; Joni dan Lina, 2010; Yusraini *et al.*, 2010; Kalia dan Suwitho, 2013).

Pada emiten perkebunan kelapa sawit

menunjukkan secara konsisten pertumbuhan penjualan (SG) tidak berpengaruh terhadap tingkat utang yang dimiliki terlihat pada kolom (1) hingga (6). Hasil kajian ini berbeda dengan kajian terdahulu yang dilakukan oleh Thies dan Klock (1992); Sari dan Wulandari (2012); Furi dan Saefudin (2012); Hidayat dan Sudarno (2013) yang mengkonfirmasi bahwa faktor pertumbuhan penjualan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Berbeda dengan variabel MBV memiliki hasil yang bervariasi yaitu signifikan negatif pada kolom (1), (2), (4) dan (5) sedangkan pada kolom (3) dan (6) tidak signifikan dengan metode FEM. Hal dimungkinkan di perkebunan yang merupakan aset utamanya tanaman perkebunan yang sulit dicatatkan dalam akuntansi tradisional karena merupakan makhluk hidup yang harus tetap di pelihara. *Book value* perusahaan perkebunan mudah berubah dengan signifikan bila ada tanaman yang mati atau bencana kekeringan/kebakaran.

Berbagai model PLS, REM dan FEM telah dilakukan uji *redundant fixed effect test* dan *correlated random effects-hausman test* tersebut digunakan untuk membandingkan

antara *fixed effect model* (FEM) dan *random effect model* (REM). Pada uji diperoleh model regresi yang digunakan adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Selain itu juga dilakukan uji *chow test* untuk mengetahui metode analisis regresi mana yang lebih sesuai dalam menjelaskan model penelitian yaitu antara model efek tetap dan *pooled least square*. Dengan menggunakan rumus menghitung Chow didapatkan atas penetapan model terbaik pada penelitian ini adalah *Fixed Effect Model*

Model regresi berikutnya dengan memasukan variabel internal (X_{it}) dan makroekonomi (Y_{it}) untuk melihat determinan perusahaan perkebunan kelapa sawit. Model yang digunakan PLS dan FEM sedangkan REM tidak dapat dilakukan karena persyaratan jumlah *cross section* harus lebih banyak daripada jumlah variabel independen yang diteliti tidak dipenuhi. Model regresi data panel struktur modal mengikuti persamaan 2 berikut:

$$DER_{it} = C + \alpha X_{it} + \beta Y_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Dimana DER adalah debt/equity ratio. "X" merupakan vektor variabel internal perusahaan dan Y_{it} merupakan vektor variabel makroekonomi terdiri dari:

- DEF_{it} : selisih antara perubahan *total asset* (TA) dengan perubahan *retained Earning* (RE) perusahaan i pada waktu t
- TAN_{it} : rasio asset tetap (FA) terhadap total asset (TA) perusahaan i pada t
- Ln SIZE_{it} : ukuran perusahaan yang diukur logaritma asset perusahaan i pada waktu t
- Ln Size MC_{it} : ukuran perusahaan yang diukur logaritma *market capitalization* perusahaan i pada waktu t
- ROA_{it} : rasio EBIT terhadap total asset perusahaan i pada waktu t
- SG_{it} : pertumbuhan penjualan perusahaan i pada waktu t
- MBV_{it} : perbandingan *market price* dengan *book value* saham perusahaan i pada waktu t
- SB_{it} : nilai suku bunga Bank Indonesia i pada waktu t
- INF_{it} : Tingkat inflasi i pada waktu t
- Ln NTit : Logaritma natural Nilai tukar i pada waktu t
- Ln PDB Abs_{it} : Logaritma natural Produk Domestik Bruto absolut i pada waktu t
- PDB Growth_{it} : Pertumbuhan Produk Domestik Bruto i pada waktu t
- Ln IHSGAbs_{it} : Logaritma natural Indeks Harga Saham Gabungan i pada waktu t
- IHSG Growth_{it} : Pertumbuhan Indeks Harga Saham Gabungan i pada waktu t

Tabel 2. Hasil model struktur modal dengan variabel internal dan makroekonomi

Variabel	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
	PLS	FEM	PLS	FEM	PLS	FEM	PLS	FEM
C	-7.210 [-1.493]	-16.406* [-4.306]	3.297 [1.249]	-9.357* [-3.669]	-1.532 [-0.367]	-5.126** [-1.827]	8.748* [3.793]	1.690 [0.757]
DEF	0.051* [2.458]	0.030* [2.358]	0.058* [2.785]	0.034* [2.665]	0.087* [4.786]	0.057* [4.847]	0.092* [4.960]	0.057* [4.508]
TAN	0.360 [1.143]	-0.141 [-0.479]	0.429 [1.365]	-0.092 [-0.314]	0.982 [3.952]	0.051 [0.215]	1.049* [4.197]	0.345 [1.389]
Ln SIZE	-0.0003 [-0.011]	0.166** [1.937]	-0.0002 [-0.065]	0.186* [2.811]				
Ln Size MC					-0.174 [-6.35]	-0.171* [-4.979]	-0.166* [-6.063]	-0.114* [-3.292]
ROA	-0.844* [-2.490]	-0.464* [-2.312]	-1.003* [-2.789]	-0.589* [-2.730]	-0.533** [-1.780]	-0.322** [-1.717]	-0.680* [-2.115]	-0.459* [-2.123]
SG	0.005 [0.135]	0.005 [0.228]	0.014 [0.372]	0.012 [0.582]	0.002 [0.049]	-0.001 [-0.057]	0.015 [0.450]	0.018 [0.827]
MBV	-0.175* [-8.533]	0.027 [1.053]	-0.170* [-8.036]	0.034 [1.320]	-0.067* [-2.749]	0.041** [1.752]	-0.069* [-2.801]	0.033 [1.284]
Ln NT	0.613 [1.329]	1.129* [4.116]	-0.326 [-1.118]	0.452* [2.561]	0.437 [1.089]	0.781* [3.099]	-0.414** [-1.702]	0.233 [1.252]
INF	-2.252 [-1.129]	-2.247** [-1.936]	0.480 [0.281]	-0.633 [-0.577]	-2.814 [-1.616]	-2.402* [-2.245]	-0.749 [0.499]	1.135 [1.128]
SB	13.162* [2.036]a	6.512** [1.726]	8.395** [1.088]	3.362 [1.049]	12.562* [2.229]	8.153* [2.327]	4.013 [1.011]	-3.018 [-1.072]
Ln PDB Abs	-1.731** [-1.884]	-1.275* [-2.241]			-1.488** [-1.860]	-0.968** [-1.952]		
PDB Growth			-2.397* [-2.091]	-1.543* [-2.294]			-2.338* [-2.315]	-1.722* [-2.588]
Ln IHSG Abs	0.590* [2.143]	0.448* [2.794]			0.616* [2.568]	0.577* [3.834]		
IHSG Growth			0.196* [2.091]	0.073 [0.591]			0.135 [0.772]	-0.036 [-0.310]
R ²	0.651	0.889	0.651	0.886	0.734	0.905	0.729	0.889

Keterangan: *) Signifikan pada taraf nyata 5%, **) Signifikan pada taraf nyata 10%
[] t-statistik

Pada persamaan 2 terdapat perbedaan signifikan pada variabel TAN kolom (2), (4), (5) dan (6) dengan kolom (7) hingga (14). Ini mungkin dipengaruhi penggunaan jumlah *cross section* kurang banyak daripada jumlah variabel independen sehingga hasil yang diperoleh kurang *robust*. Pada kajian ini *cross section* yang digunakan seluruh emiten perkebunan kelapa sawit yang di Indonesia yang memenuhi data triwulan dari tahun 2009 hingga 2013 sebanyak 7 emiten perkebunan. Hal senada juga terlihat pada variabel nilai tukar (Ln NT), inflasi (INF) dan suku bunga (SB) yang memperlihatkan perbedaan signifikan yang cukup beragam.

Variabel makroekonomi PDB secara konsisten signifikan negatif terhadap tingkat

utang perusahaan baik pada PDB absolut kolom (7), (8), (11) dan (12) maupun pertumbuhan PDB kolom (9), (10), (13) dan (14). Hasil ini sejalan dengan yang dilakukan Drobotz *et al.* (2007); Bokpin (2009); Utama dan Haziqo (2009); Rivai (2011) juga menyatakan ada pengaruh yang signifikan dan berlawanan dengan struktur modal perusahaan.

Kolom (7), (8), (11) dan (12) menunjukkan variabel IHSG absolut berpengaruh positif signifikan dengan *leverage* perusahaan. Berbeda dengan kolom (10), (13) dan (14) menyatakan pertumbuhan IHSG tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage* perusahaan perkebunan. Ini dimungkinkan karena perusahaan perkebunan

kelapa sawit merupakan investasi jangka panjang yang kurang memperhatikan perubahan jangka pendek berupa pertumbuhan IHSG tersebut. Kajian juga sesuai dengan penelitian terdahulu bahwa variabel indeks harga saham mempengaruhi struktur modal perusahaan (Darminto dan Manurung, 2008; Bokpin, 2009; Rivai, 2011). Analisis regresi persamaan 2 yang dapat diperbandingkan tingkat kesesuaiannya adalah antara model efek tetap dan *pooled least square* dengan uji *Chow test* yang menunjukkan bahwa F hitung lebih besar dari F tabel maka model estimasi yang tepat untuk model 1b adalah Model Efek Tetap

Model regresi data panel berikutnya

dengan melihat pengaruh *leverage* perusahaan dengan nilai perusahaan. Model regresi data panel yang digunakan adalah PLS, REM dan FEM dengan dummy kepemilikan emiten perusahaan perkebunan. Model regresi data panel struktur modal mengikuti persamaan 3 sebagai berikut:

$$\text{Ln HS}_{it} = C + \alpha \text{DER}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Dimana Ln HS merupakan nilai harga saham emiten perkebunan yang merupakan proksi dari nilai perusahaan sedangkan DER adalah rasio utang jangka panjang perusahaan dengan ekuitas perusahaan. Pada persamaan menggunakan *dummy* = 0 emiten yang kepemilikan lokal dan *dummy* = 1 untuk emiten kepemilikan asing lebih dari 20%.

Tabel 3. Hasil pengaruh DER terhadap nilai perusahaan

Variabel	Emiten lokal (dummy=0)			Emiten asing (dummy=1)			Emiten all (dummy=all)		
	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)
	PLS	REM	FEM	PLS	REM	FEM	PLS	REM	FEM
C	9.383* [60.831]	8.318* [20.359]	8.203* [51.275]	8.514* [56.869]	8.514* [73.547]	7.080* [23.481]	9.100* [65.811]	7.996* [22.417]	7.896* [57.789]
DER	-3.726* [-14.506]	-1.427* [-4.578]	-1.179* [-3.633]	-4.203* [-14.749]	-4.203* [-19.074]	-1.012* [-1.540]	-3.782* [-15.867]	-1.381* [-5.062]	-1.162* [-4.110]
R ²	0.682	0.167	0.906	0.851	0.851	0.913	0.645	0.149	0.914

Keterangan: *) Signifikan pada taraf nyata 5%, **) Signifikan pada taraf nyata 10%
[] t-statistik

Tabel 3 kolom (15), (16), (17), (18), (19), (20), (21), (22) dan (23) menunjukkan secara konsisten *leverage* perusahaan perkebunan kelapa sawit berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Adanya pengaruh DER terhadap harga saham pada perusahaan perkebunan kelapa sawit di Indonesia sama dengan hasil penelitian dari Stella (2009) pada saham LQ 45 pada kurun waktu 2002 hingga 2006. Selain itu penelitian lainnya yang juga berbeda dengan hasil penelitian kali ini adalah Yuyetta (2009) menemukan bahwa DER tidak berpengaruh pada nilai perusahaan manufaktur. Hal tersebut dapat disebabkan karena karakteristik perusahaan perkebunan yang merupakan investasi jangka panjang

sehingga DER merupakan pertimbangan utama bagi investor ketika akan membeli saham. Hasil kajian juga menyatakan tidak ada perbedaan pengaruh bila saham yang dimiliki asing ataupun lokal.

Kesimpulan

Faktor yang mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan perkebunan di Indonesia antara lain *financing deficit* perusahaan, stuktur aktiva, tingkat profitabilitas dan ukuran perusahaan sehingga menyebabkan variasi kebijakan *leverage* yang digunakan perusahaan perkebunan kelapa sawit di Indonesia. Variabel makroekonomi yang signifikan mempengaruhi adalah PDB dan IHSG. Variabel marko-

ekonomi lainnya seperti nilai tukar, suku bunga dan inflasi menunjukkan signifikansi yang beragam sehingga perlu menambah jumlah emiten yang dianalisis sehingga hasil analisis lebih *robust*.

Saran

Variabel-variabel tersebut perlu diperhatikan baik investor, regulator maupun emiten dalam memilih atau mengelola emiten perkebunan kelapa sawit. Kajian selanjutnya dapat menggunakan variabel internal lain seperti *tax benefit*, volatilitas arus kas bersih, *return on equity*, dan likuiditas. Selain itu dapat juga dilakukan penelitian membandingkan dengan perusahaan perkebunan yang berada di Malaysia yang telah terdaftar di bursa saham Malaysia. Negara Malaysia merupakan produsen nomor kedua perkebunan kelapa sawit dan merupakan investor yang paling banyak di perkebunan kelapa sawit di Indonesia. Hasil kajian juga menunjukkan nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit dipengaruhi oleh *leverage* perusahaan sehingga emiten perlu memperhatikan utang jangka panjang untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T. dan Hussain, A. (2011). Determinants of Capital Structure: A Case Study of Automobile Sector of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. Vol 1, No.12. 254-262.
- Akhtar, S. (2005). The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations. *Australian Journal of Management*. Vol 30, No.2. 321-341.
- Bokpin, GA. (2009). Macroeconomic Development and Capital Structure Decisions of Firms: Evidence from Emerging Market Economies. *Studies in Economics and Finance*. Vol 26, No.2. 129-142.
- Brigham, EF. dan Daves, PR. (2002). *Intermediate Financial Management Seventh Edition*. South-Western: Thomson Learning.
- Brigham, EF. dan Houston, JF. (2006). *Fundamentals of Financial Management 10th Edition*. Singapore: Thomson South-Western.
- [BEI] Bursa Efek Indonesia. 2014. Laporan Tahunan Emiten Perkebunan di Indonesia. Tersedia pada www.idx.go.id. [Diakses pada 8 September 2014]
- Chadegani, A. Nadem, A. Noroozi, M. dan Madine, SM. (2011). The Effect of Economic and Accounting Variables on Capital Structure: Empirical Evidence from Iranian Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*. Vol 71. 105-111.
- Calisir, F. Gumussoy, CA. Bayraktaroglu, AE. dan Deniz, E. (2010). Intellectual Capital in The Quoted Turkish ITC Sector. *Journal of Intellectual Capital*. Vol 2, No. 4. 537-553.
- Darminto, dan Manurung, AH. (2008). Pengujian Teori Trade-Off dan Pecking Order dengan Satu Model Dinamis pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Journal Manajemen Bisnis*. Vol 1, No.1. 35-52.
- Darminto. 2010. Pengaruh Eksternal dan Berbagai Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Journal Aplikasi Manajemen*. Vol 8, No.1. 138-150
- [Ditjenbun] Direktorat Jendral Perkebunan. 2014. Statistika Perkebunan di Indonesia. Tersedia pada <http://ditjenbun.pertanian.go.id/>. [Diakses pada 28 Desember 2014]
- Drobotz, W. Pensa, P. dan Wanzenried, G. (2007). Firm Characteristics, Economic Conditions and Capital Structure Adjustments. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.92417999 :235-261
- Ebimobowei, A. Okay, OE. dan Binaebi, B. (2013). Capital Structure and The Oper-

- ating Performance of Quoted Firms in the Nigerian Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol 4, No.5. 6-22.
- Euis, S. dan Taswan. (2002). Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol 4, No 5. 6-22.
- Fadhilah, A. (2011). Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan: Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia 2005-2009. [Tesis]. Bogor: Institut Pertanian Bogor.
- Fidyati N. (2003). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Akuntansi*. Vol 1, No. 1. 17-34.
- Frank, MZ dan Goyal, VK. (2003). Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 67. 217-248.
- Furi, VR dan Saifudin. (2012). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2009-2010. *Juraksi*. ISSN 2301-9328. www.journal.usm.ac.id.
- Gitman, LJ. dan Zutter, CJ. (2010). *Principles of Managerial Finance*. New York: Pearson Education.
- Gurcharan, S. (2010). A Review of Optimal Capital Structure Determinant of Selected ASEAN Countries. *International Research Journal of Finance and Economics*. Vol. 47. 30-41.
- Hanafi, MM dan Halim, A. (2005). *Analisis Laporan Keuangan*. UPP AMP YKPN: Yogyakarta
- Hidayat, F dan Sudarno. (2013). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011. *Diponegoro Journal of Accounting*. 2(2).
- Hovakimin, A. Opler, T dan Titman, S. (2001). The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 36. 1-24.
- Huang, R. (2004). Testing the Windows-of-opportunity Theory of Capital Structure. [Disertasi]. Florida: University of Florida.
- Hutagaol, RU. (2002). Pengujian Teori Pecking Order dan Teori Static Tradeoff terhadap Struktur Modal Emiten di Bursa Efek Jakarta. [Tesis]. Depok: Universitas Indonesia.
- Joni dan Lina. (2010). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.12, No. 2. 81-96.
- Kalia, NS dan Suwitho. (2013). Pengaruh Penggunaan Hutang terhadap Profitabilitas: Studi pada PT Semen Gresik Tbk. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*. Vol 1, No.1. 119-133.
- Karadeniz, E. Kandir, SY. Balcilar, M. dan Onal, YB. (2009). Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Contemporary Hospitality*. Vol 21, No.5. 214-229.
- Kim, Y. (2005). FDI and Determinants of Capital Structure. [Disertasi]. Columbia: University of Missouri.
- Kouki, M dan Said, HB. (2012). Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data. *International Journal of Business and Management*. Vol 7, No.1. 214-229.
- Kumar, MA. Dhanasekaran, M. Sandhya, S. dan Saravanan, R. (2012). Determination Financial Capital Structure on Insurance Sector Firms in India. *European Journal of Social Sciences*. Vol 29, No.2. 228-294.
- Leary, MT. dan Roberts, MR. (2010). The Pecking order, debt capacity, and in-

- formation asymmetry. *Journal of Financial Economics*. Vol 95. 332-355.
- Lim, TC. (2012). Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China. *International Journal of Economics and Finance*. Vol 4, No.3. 191-203.
- Lin, KL. (2006). Study on Related Party Transaction with Mainland China in Taiwan Enterprises. [Disertasi]: Universitas Guo Li Cheng Gong.
- Lopez-Gracia, J. dan Sogorb-Mira, F. (2008). Testing Trade-Off and Pecking Order Theories Financing SMEs. *Small Business Economics*. Vol 31, 117-136.
- Malintan, R. (2010). Pengaruh *current ratio* (CR), *debt to equity ratio* (DER), *price earning ratio* (PER), dan *return on asset* (ROA) terhadap return saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2005-2010. [Tesis]: Universitas Brajajaya.
- Manurung, AH. (2012). *Teori Keuangan Perusahaan*. Jakarta: PT Adler Manurung Press.
- _____. (2012). Struktur Kapital Optimal Perusahaan Manufaktur di BEI. *Journal of Capital Market and Banking*. Vol 1, No.2. 2-17.
- _____. (2012). *Determinan Struktur Kapital Bank. Perbankan Indonesia: Teori dan Empiris*. Jakarta: PT Adler Manurung Press.
- Mayangsari, S. (2001). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypothesis. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*. Vol 1, No.3. 1-26.
- McGuigan, JR. Kretlow, WJ. dan Moyer, RC. (2009). *Contemporary Financial Management Edition 11st*: South-Western Cengage Learning.
- Munawar, A. (2012). Struktur Kapital Perusahaan Perkebunan di Indonesia, Kebijakan, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi dan Dampaknya Terhadap Kinerja Perusahaan. [Tesis]. Bogor: Institut Pertanian Bogor.
- Musyafikin. (2005). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Leverage Operasi, Tingkat Pertumbuhan dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal Perusahaan Industri Properti yang *Go Public* di BES. *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Sosial*. Vol 6, No.1. 42-61.
- Myers, SC. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*. Vol 39, No.3. 76-85.
- _____. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspective*. Vol 15, No.2. 81-100.
- Myers, SC. dan Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Don't Have. *Journal of Financial Economics*. Vol 13, 187-221.
- Niu, X. (2008). Theoretical and Practical Review of Capital Structure and Its Determinants. *International Journal of Business and Management*. 133-139.
- Pratheepkanth, P. (2011). Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Selected Business Companies in Colombo Stock Exchange Sri Lanka. *International Resfereed Research Journal*. Vol 2, No.2. 171-183.
- Ramaratman, MS dan Jayaraman, R. (2013). Impact of Financial Strength on Leverage: A Study with Special Reference to Select Companies in India. *International Montly Refereed Journal of Research in Management and Technology*. Vol 2, 34-38.
- Rao, NV. Al-Yahyaee, dan Syed, LAM. (2007). Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Oman. *Indian Journal of Economics and Business*. Vol 6, No.7.
- Rivai, CW. (2011). Analisis Pengaruh Tingkat Inflasi, Perubahan Produk Domestik

- Bruto dan Indeks Harga Saham Gabungan terhadap Struktur Modal Perusahaan di Indonesia. [Tesis]. Depok: Universitas Indonesia.
- Sari, I dan Wulandari, N. (2012). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. [Tesis]. Yogyakarta: Universitas Negeri Yogyakarta.
- Seifert, B dan Gonenc, H. (2008). The International Evidence on The Pecking Order Hypothesis. *Journal of Multinational Financial Management*. 8.
- _____. (2010). Pecking Order Behavior in Emerging Markets. *Journal of International Financial Management and Accounting*. Vol 21, 1-31.
- Short, H. Keasey, K. dan Duxbury, D. (2002). Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: U Analysis. *International Journal of the Economics of Business*. Vol 9, 375-399.
- Shyam-Sunder, L. dan Myers, SC. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*. Vol 51, 219-244.
- Stella. (2009). Pengaruh Price to Earnings Ratio, Debt to Equity Ratio, Return on Asset, dan Price to Book Value terhadap Harga Pasar Saham. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol 11, No.2. 97-106.
- Sujoko, dan Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Ekonomi Manajemen*. Vol 8, No.1. 41-48.
- Su, G. dan Vo, HT. (2010). The Relationship between Corporate Strategy, Capital structure and Firm Performance: An Empirical Study of The Listed Companies in Vietnam. *International Research Journal of Finance and Economics*. Vol 50, 62-71.
- Thies, CF. Klock, MS. (1992). Determinants of Capital Structure. *Review of Financial Economics*. Vol 1, 40-53.
- Titman, S. dan Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. Vol 13, No.1.
- Utama, CA dan Haziqo, A. (2009). Pengaruh karakteristik industri, negara dan faktor Makroekoni terhadap tingkat utang. *JRAI*. Vol 12, No.1.
- Wahidahwati. (2002). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 5, No.1. 1-6.
- Wahyuni, S. (2012). Efek Struktur Modal terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Management Analysis Journal*. Vol 1, No.1.
- Yuyetta, EN. (2009). Pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan pada masa krisis: pengujian empiris di Indonesia. *Jurnal Akuntansi & Auditing*. Vol 5, No.2. 148-163.
- Yusraini, H. dan Dwiani, S. (2010). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi*. Vol 18, No.3.
