



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR DETERMINAN DAN
HUBUNGAN TIMBAL BALIK ANTARA STRUKTUR MODAL
DAN *RETURN* SAHAM**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister
Manajemen**

**DIAN AMELINA
0906499146**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
JANUARI 2011**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya sendiri, dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Dian Amelina

NPM : 0906499146

Tanda Tangan



Tanggal : Januari 2011

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Dian Amelina
NPM : 0906499146
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Analisis Faktor-faktor Determinan dan Hubungan
Timbal Balik antara Struktur Modal dan *Return*
Saham

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Master Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Ancella Anitawati Hermawan
Penguji : Dr. Muhammad Muslich
Penguji : Imo Gandakusuma, MBA

()
()
()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : Januari 2011

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya, penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Magister Manajemen dengan Konsentrasi Manajemen Keuangan pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan hingga penyusunan tesis ini, maka akan sangat sulit untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Ibu Dr. Ancella Anitawati Hermawan, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan penulis dalam penyusunan tesis ini.
2. Bapak Prof. Rhenald Kasali, PhD, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia.
3. Bapak Edgar Ekaputra, M.M, selaku mentor selama masa belajar di Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah banyak berbagi pengalaman dan memberikan masukan yang sangat bermanfaat terutama untuk hal-hal diluar kegiatan perkuliahan.
4. Bapak Dr. Muhammad Muslich, selaku dosen penguji yang telah memberikan banyak masukan bagi tesis ini.
5. Bapak Imo Gandakusuma, MBA, selaku dosen penguji yang telah memberikan banyak masukan bagi tesis ini.
6. Seluruh staf pengajar Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah bersedia untuk berbagi pengetahuan dan pengalamannya kepada penulis.
7. Seluruh staf pegawai Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah memberikan banyak bantuan selama masa perkuliahan dan penyusunan tesis ini.
8. Mama, Papa, Uni Dewi, Uni Lili, dan Dedek yang selalu memberikan semangat, kasih sayang, dan dukungan yang berlimpah dan tiada hentinya.

9. Seluruh teman-teman Magister Manajemen Universitas Indonesia kelas Pagi 2009, khususnya kelas A091. Terima kasih atas kebersamaan, pengalaman, dan berbagai bantuan selama masa perkuliahan dan penyusunan tesis ini.
10. Sahabat-sahabat penulis, khususnya Gisca, Ima, Tia, Dilla, Arya, Anda, Uti, dan Arief. Terima kasih atas kebersamaan, semangat, dan dukungan yang luar biasa untuk penulis.
11. Seluruh pihak yang telah membantu penulis dalam penyelesaian tesis ini yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Akhir kata, penulis berharap Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Penulis berharap tesis ini dapat memberikan manfaat bagi banyak pihak.

Jakarta, Januari 2011

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS
AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Dian Amelina
NPM : 0906499146
Program Studi : Magister Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Tesis

demikian demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

Analisis Faktor-faktor Determinan dan Hubungan Timbal Balik antara Struktur Modal dan *Return Saham*

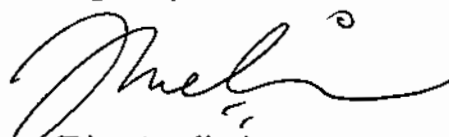
beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/format-kan, mengelola dalam bentuk data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada : Januari 2011

Yang menyatakan


(Dian Amelina)

vi

ABSTRAK

Nama : Dian Amelina
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Analisis Faktor-faktor Determinan dan Hubungan Timbal Balik antara Struktur Modal dan *Return* Saham

Tesis ini menguji hubungan antara struktur modal dan *return* saham, yang ditetapkan sebagai variabel laten endogen, serta faktor-faktor determinan apa saja yang mempengaruhi keduanya. Penentuan faktor-faktor determinan tersebut dilakukan secara simultan dengan menggunakan program LISREL dengan sampel sebanyak 161 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2008. Variabel laten eksogen yang digunakan pada penelitian ini adalah *growth*, *size*, *profitability*, *asset structure*, *uniqueness*, *industry classification*, *value*, dan *liquidity*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor determinan dari struktur modal perusahaan adalah *asset structure* dan *size*. Sedangkan faktor determinan yang berpengaruh terhadap *return* saham adalah *size*, *value*, *liquidity*, dan *industry classification*. Hasil penelitian juga memperlihatkan bahwa struktur modal dan *return* saham tidak berpengaruh satu sama lain secara signifikan.

Kata kunci :

Faktor determinan (*determinants*), struktur modal, *return* saham, LISREL

ABSTRACT

Name : Dian Amelina
Study program : Master of Management
Title : Analysis of Determinants and Reciprocal Relationship
Between Capital Structure and Stock Returns

The focus of this thesis is to examine the relationship between capital structure and stock returns, as two endogenous variables, and find out their determinants as well. Those determinants will be decided simultaneously by using LISREL program with the use of 161 firms listed in Bursa Efek Indonesia (BEI) of year 2008 as sample. This research uses growth, size, profitability, asset structure, uniqueness, industry classification, value, and liquidity as exogenous latent variables. The results show that asset structure and size are the determinants of capital structure. While the determinants of stock returns are size, value, liquidity, and industry classification. The results also indicate that capital structure and stock returns have no significant influence on each other.

Key words:

Determinants, capital structure, stock returns, LISREL

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vi
ABSTRAK	vii
ABSTRACT	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR RUMUS	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	4
1.3 Tujuan Penelitian	4
1.4 Manfaat Penelitian	4
1.5 Sistematika Penulisan	5
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	7
2.1 Struktur Modal (<i>Capital Structure</i>)	7
2.1.1 Teori Modigliani – Miller (MM)	7
2.1.1.1 MM – Model (<i>without taxes</i>)	7
2.1.1.2 MM – Model (<i>with taxes</i>)	8
2.1.1.3 <i>Financial Distress Cost</i>	10
2.1.2 <i>Pecking Order Theory</i>	11
2.1.3 <i>Signaling Theory</i>	11
2.1.4 <i>Market-timing Theory</i>	12
2.1.5 <i>Agency Costs</i>	13
2.1.6 Faktor-faktor Determinan (<i>Determinants</i>) dari Struktur Modal	14
2.2 <i>Return Saham</i>	16
2.2.1 Tingkat Pengembalian (<i>Return</i>)	16
2.2.2 Risiko (<i>Risk</i>)	17
2.2.3 Faktor-faktor Determinan (<i>Determinants</i>) dari Return Saham	18
2.3 Kerangka Penelitian dan Pengembangan Hipotesis	20
2.3.1 Kerangka Penelitian	20
2.3.2 Pengembangan Hipotesis	21
2.4 Penelitian-penelitian Sebelumnya	26
BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN	28
3.1 Diagram Alir Penelitian	28
3.2 Populasi dan Sampel	28
3.3 Pengumpulan Data	30

3.4	Model Penelitian.....	30
3.4.1	Teori <i>Structural Equation Model</i> (SEM).....	30
3.4.2	<i>Linear Structural Relationship</i> (LISREL) <i>Approach</i>	32
3.4.2.1	Model Pengukuran (<i>Measurement Model</i>).....	32
3.4.2.2	Model Struktural (<i>Structural Model</i>).....	32
3.4.2.3	Uji Kecocokan Model.....	34
3.5	Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian.....	37
3.5.1	Variabel Laten.....	37
3.5.1.1	Teori Variabel Laten.....	37
3.5.1.2	Variabel Laten dalam Penelitian.....	38
3.5.2	Variabel Teramati.....	38
3.5.2.1	Teori Variabel Teramati.....	38
3.5.2.2	Variabel Teramati dalam Penelitian.....	39
BAB 4	ANALISIS DAN PEMBAHASAN	45
4.1	Deskripsi Sampel Penelitian.....	45
4.2	Analisis Model Pengukuran.....	46
4.3	Analisis Model Struktural.....	52
3.4.1	Model Struktural : <i>Capital Structure</i> Diukur dengan LT/BVA.....	52
3.4.2	Model Struktural : <i>Capital Structure</i> Diukur dengan LT/MVA.....	55
4.4	Uji Kecocokan Keseluruhan Model.....	58
4.5	Analisis Pengujian Hipotesis.....	60
4.5.1	<i>Growth</i> dan <i>Capital Structure</i>	64
4.5.2	<i>Growth</i> dan <i>Stock Returns</i>	64
4.5.3	<i>Size</i> dan <i>Capital Structure</i>	65
4.5.4	<i>Size</i> dan <i>Stock Returns</i>	65
4.5.5	<i>Profitability</i> dan <i>Capital Structure</i>	66
4.5.6	<i>Profitability</i> dan <i>Stock Returns</i>	67
4.5.7	<i>Asset Structure</i> dan <i>Capital Structure</i>	67
4.5.8	<i>Uniqueness</i> dan <i>Capital Structure</i>	68
4.5.9	<i>Industry Classification</i> dan <i>Capital Structure</i>	69
4.5.10	<i>Value</i> dan <i>Stock Returns</i>	69
4.5.11	<i>Liquidity</i> dan <i>Stock Returns</i>	70
4.5.12	<i>Capital Structure</i> dan <i>Stock Returns</i>	71
4.6	Pengujian Tambahan.....	73
BAB 5	KESIMPULAN DAN SARAN	77
5.1	Kesimpulan.....	77
5.2	Keterbatasan Penelitian.....	79
5.3	Saran.....	79
5.3.1	Bagi Akademisi dan Peneliti.....	79
5.3.1	Bagi Perusahaan.....	80
5.3.2	Bagi Investor.....	81
	DAFTAR PUSTAKA	82
	LAMPIRAN	85

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Penelitian-penelitian Terkait	27
Tabel 3.1	Ukuran-ukuran <i>Goodness of Fit</i> (GOF)	34
Tabel 3.2	Variabel-variabel Laten dalam Penelitian	38
Tabel 3.3	Variabel-variabel Teramati dalam Penelitian	39
Tabel 4.1	Rincian Perhitungan Sampel Penelitian.....	45
Tabel 4.2	Perusahaan Sampel Berdasarkan Klasifikasi Industri.....	46
Tabel 4.3	Evaluasi Validitas Model Pengukuran.....	48
Tabel 4.4	Evaluasi Reliabilitas Model Pengukuran	50
Tabel 4.5	Persamaan Model Pengukuran.....	52
Tabel 4.6	Estimasi Koefisien Struktural (<i>Capital structure</i> diukur dengan indikator LT/BVA).....	54
Tabel 4.7	Estimasi Koefisien Struktural (<i>Capital structure</i> diukur dengan indikator LT/MVA).....	57
Tabel 4.8	Hasil Uji Kecocokan Keseluruhan Model (<i>Capital structure</i> diukur dengan indikator LT/BVA).....	58
Tabel 4.9	Hasil Uji Kecocokan Keseluruhan Model (<i>Capital structure</i> diukur dengan indikator LT/MVA).....	59
Tabel 4.10	Evaluasi Terhadap Model Struktural dan Kaitannya dengan Hipotesis Penelitian (<i>Capital structure</i> diukur dengan indikator LT/BVA).....	61
Tabel 4.11	Evaluasi Terhadap Model Struktural dan Kaitannya dengan Hipotesis Penelitian (<i>Capital structure</i> diukur dengan indikator LT/BVA).....	62
Tabel 4.12	Estimasi untuk Variabel <i>Capital Structure</i> dengan Model SEM Hubungan Kausal Satu Arah	74
Tabel 4.13	Estimasi untuk Variabel <i>Stock Returns</i> dengan Model SEM Hubungan Kausal Satu Arah.....	75

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Penelitian.....	20
Gambar 3.1 Diagram Alir Penelitian.....	29
Gambar 3.2 Model Pengukuran.....	32
Gambar 3.3 Model Struktural Penelitian.....	33
Gambar 3.4 Variabel Laten Eksogen dan Endogen.....	37
Gambar 3.5 Simbol Variabel Teramati.....	39
Gambar 4.1 Muatan Faktor Standar Model Pengukuran.....	47
Gambar 4.2 Koefisien Bobot Faktor Model Pengukuran.....	51
Gambar 4.3 Diagram Jalur Model Struktural (<i>Capital Structure</i> Diukur dengan LT/BVA).....	53
Gambar 4.4 Diagram Jalur Model Struktural (<i>Capital Structure</i> Diukur dengan LT/MVA).....	56

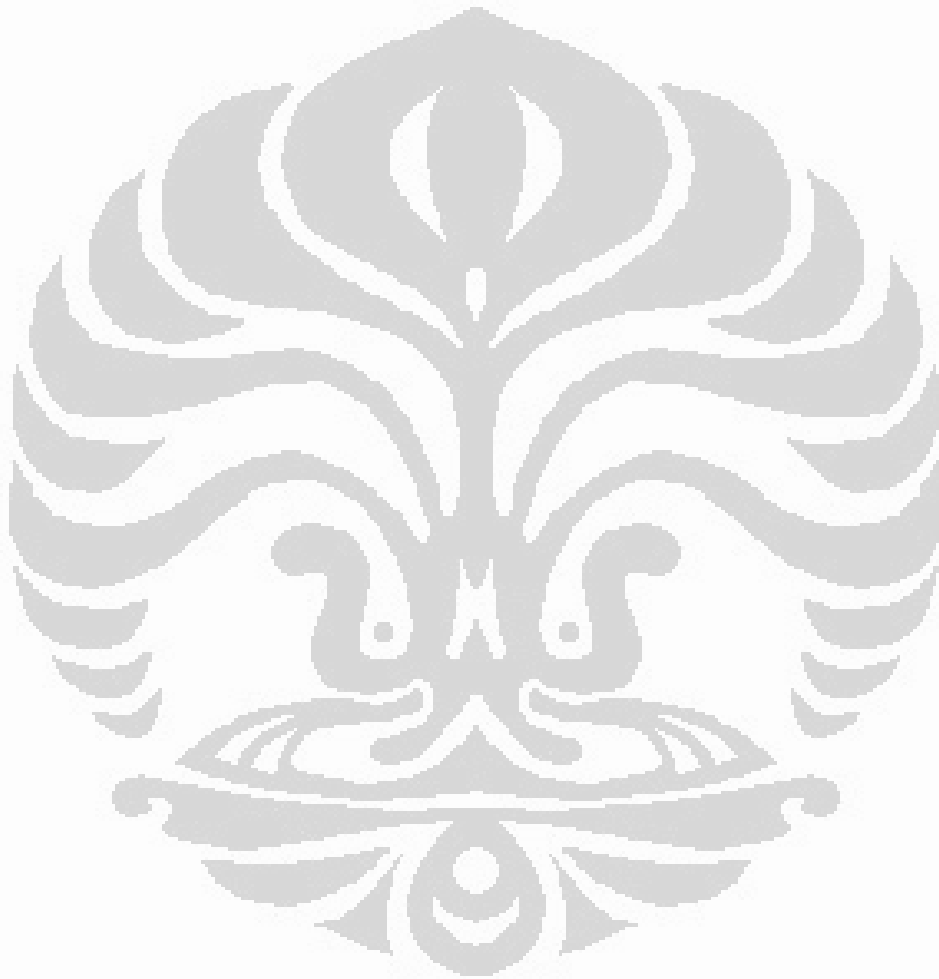


DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1	Nilai Perusahaan Jika Menggunakan Utang pada MM-Model (<i>with taxes</i>).....	9
Rumus 3.1	Persamaan Matematis Model Struktural untuk <i>Capital Structure</i>	33
Rumus 3.2	Persamaan Matematis Model Struktural untuk <i>Stock Returns</i>	33
Rumus 3.3	<i>Construct Reliability</i>	36
Rumus 3.4	<i>Variance Extracted</i>	36
Rumus 3.5	<i>Book Debt Ratio</i>	41
Rumus 3.6	<i>Market Debt Ratio</i>	41
Rumus 3.7	<i>Annual Return</i>	41
Rumus 3.8	<i>Growth of Total Assets</i>	41
Rumus 3.9	<i>Selling Expenses per Sale</i>	42
Rumus 3.10	<i>Fixed Assets per Total Assets</i>	42
Rumus 3.11	<i>Operating Income per Sales</i>	43
Rumus 3.12	<i>Operating Income per Total Assets</i>	43
Rumus 3.13	<i>CFO per Total Assets</i>	43
Rumus 3.14	<i>Book Value per Market Equity</i>	43
Rumus 3.15	<i>EPS per Price</i>	43
Rumus 3.16	<i>Q ratio</i>	43
Rumus 3.17	<i>Turnover Rate</i>	44

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 : Daftar Perusahaan yang Digunakan Sebagai Sampel Penelitian.....	85
Lampiran 2 : Estimasi Korelasi Antar Atribut (<i>Capital Structure</i> Diukur dengan Indikator LT/BVA).....	92
Lampiran 3 : Estimasi Korelasi Antar Atribut (<i>Capital Structure</i> Diukur dengan Indikator LT/MVA).....	93



BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Struktur modal dan *return* saham merupakan dua hal yang banyak dibahas dalam bidang manajemen keuangan. Struktur modal merupakan salah satu faktor penting bagi perusahaan dalam mengembangkan usahanya dimana struktur modal yang efektif dapat menurunkan biaya modal (*cost of capital*) yang kemudian dapat meningkatkan nilai perusahaan. Struktur modal menggambarkan pilihan pendanaan antara utang dan ekuitas. Sementara itu tingkat pengembalian saham dapat menggambarkan apakah suatu perusahaan menunjukkan peningkatan kinerja atau tidak, jika kinerja suatu perusahaan meningkat maka tingkat pengembalian saham akan mengalami peningkatan dan begitu pula sebaliknya.

Seperti yang telah disebutkan sebelumnya bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan yaitu peningkatan penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun demikian, peningkatan utang tersebut tidak terlepas dari adanya peningkatan risiko yang selanjutnya berdampak pada harga saham karena *shareholders* mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas peningkatan risiko yang terjadi. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal memiliki kaitan yang erat dengan tingkat pengembalian saham, dimana pemilihan struktur modal yang optimal akan menghasilkan tingkat pengembalian saham yang optimal. Kayhan dan Titman (2007) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham. Muradoglu dan Sivaprasad (2008) juga membuktikan bahwa struktur modal memiliki peranan penting dalam menjelaskan tingkat pengembalian saham.

Penentuan atau perubahan struktur modal tidak lepas dari adanya pengaruh dari berbagai faktor. Kayhan dan Titman (2007) menyebutkan dalam penelitiannya bahwa variabel-variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal adalah *cash flows*, *investment expenditures*, dan *stock price changes*. Sementara itu, Chen Yang

et al. (2010) menunjukkan bahwa faktor-faktor determinan (*determinants*) dari struktur modal meliputi *stock returns, expected growth, uniqueness, collateral value of assets (asset structure), size, profitability, volatility, dan industry classification*. Huang dan Song (2006) juga melakukan suatu penelitian yang menguraikan beberapa faktor determinan dari struktur modal yaitu *profitability, tangibility, tax, size, non-debt tax shields, growth opportunities, volatility, ownership structure and managerial shareholdings*. Seperti halnya struktur modal yang dipengaruhi oleh berbagai faktor, tingkat pengembalian saham juga dipengaruhi oleh berbagai variabel. Chen Yang *et al.* (2010) menunjukkan faktor-faktor determinan untuk tingkat pengembalian saham meliputi *leverage, expected growth, size, profitability, long-term reversal, momentum, value, dan liquidity*.

Interpretasi lebih lanjut dari penelitian Kayhan dan Titman (2007) menunjukkan bahwa tidak hanya struktur modal yang berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham, tetapi tingkat pengembalian saham juga memiliki dampak terhadap struktur modal. Salah satu dari variabel yang memiliki pengaruh mendasar pada perubahan struktur modal adalah tingkat pengembalian saham. Chen Yang *et al.* (2010) juga menegaskan dalam penelitiannya bahwa salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah tingkat pengembalian saham yaitu ketika tingkat pengembalian saham mengalami peningkatan maka kegiatan pendanaan perusahaan akan lebih banyak menggunakan ekuitas dibandingkan dengan utang, dengan demikian *debt ratio* atau *leverage* perusahaan akan menurun. Selain itu, dalam penelitian Welch (2004) juga ditunjukkan bahwa sebagian besar variasi dari *leverage* ditentukan oleh pergerakan harga saham. Beberapa penjelasan tersebut menunjukkan bahwa struktur modal dan tingkat pengembalian saham memiliki sifat saling mempengaruhi satu sama lain.

Berdasarkan dari penelitian-penelitian mengenai struktur modal dan *return* saham yang telah ada seperti yang telah disebutkan sebelumnya, dapat dilihat bahwa hubungan sebab akibat yang terjadi antara struktur modal dan tingkat pengembalian

saham tidak hanya bersifat satu arah (*one-way causality*) yaitu apakah hanya struktur modal yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham ataukah hanya tingkat pengembalian saham yang mempengaruhi struktur modal. Pada kenyataannya, kedua variabel tersebut memiliki hubungan timbal balik atau saling mempengaruhi. Chen Yang *et al.* (2010) mencoba mengembangkan penelitian dari Titman dan Wessels (1998), yang hanya melibatkan variabel struktur modal sebagai variabel endogen, yaitu dengan menambah variabel tingkat pengembalian saham sebagai variabel endogen yang kemudian secara bersamaan akan dilihat hubungan yang terjadi di antara keduanya. Selain itu dilibatkan juga variabel-variabel eksogen yang masing-masing memiliki pengaruh terhadap struktur modal ataupun terhadap tingkat pengembalian saham. Penelitian yang dilakukan pada pasar saham di Taiwan tersebut melibatkan 11 variabel laten eksogen untuk menjelaskan kedua variabel endogen yang ada yaitu struktur modal dan tingkat pengembalian saham.

Terlihat jelas bahwa hubungan kausalitas yang terjadi antara struktur modal dan tingkat pengembalian saham serta penentuan faktor-faktor determinan dari kedua variabel endogen tersebut tidak dapat diselesaikan secara sederhana dimana hubungan sebab akibat antar berbagai variabel yang ada akan dinyatakan dalam suatu rangkaian persamaan linier secara simultan. Salah satu alat yang dapat digunakan untuk menyelesaikan rumitnya permasalahan tersebut adalah dengan menggunakan teknik statistik Structural Equations Model (SEM) yang merupakan gabungan dari analisis faktor (*factor analysis*) dan model persamaan simultan (*simultaneous equation modelling*). Namun pengolahan data dalam SEM yang menggunakan prosedur iteratif akan memakan waktu jika dilakukan secara manual sehingga untuk menyelesaikan permasalahan tersebut dapat digunakan LISREL. LISREL merupakan salah satu program komputer yang dapat menganalisis hubungan antar berbagai variabel dan juga hubungan sebab akibat yang tidak hanya bersifat satu arah. Melalui program LISREL dapat dianalisis lebih jauh mengenai saling ketergantungan antar variabel serta dapat dibangun model pengukuran dan persamaan yang terstruktur untuk menggambarkan suatu hubungan sebab akibat yang bersifat timbal balik secara komprehensif.

Universitas Indonesia

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan pada latar belakang, permasalahan yang ingin dijawab dalam penelitian ini adalah :

1. Apa faktor-faktor determinan yang mempengaruhi struktur modal dan *return* saham?
2. Bagaimana struktur modal dan *return* saham saling mempengaruhi yaitu apakah struktur modal yang mempengaruhi *return* saham atau sebaliknya, ataukah keduanya saling mempengaruhi satu sama lain secara bersamaan (*mutually affected*)?
3. Di antara struktur modal dan *return* saham, manakah yang lebih memiliki *dominant power* yaitu apakah struktur modal memiliki pengaruh yang lebih dominan terhadap *return* saham ataukah sebaliknya?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui faktor-faktor determinan yang mempengaruhi struktur modal dan *return* saham.
2. Untuk mengetahui bagaimana struktur modal dan *return* saham saling mempengaruhi yaitu apakah struktur modal yang mempengaruhi *return* saham atau sebaliknya, ataukah keduanya saling mempengaruhi satu sama lain secara bersamaan (*mutually affected*).
3. Untuk mengetahui di antara struktur modal dan *return* saham, manakah yang lebih memiliki *dominant power* yaitu apakah struktur modal memiliki pengaruh yang lebih dominan terhadap *return* saham ataukah sebaliknya.

1.4 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat penelitian yang diharapkan dari penelitian ini adalah :

- a. Bagi akademisi dan peneliti, hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna sebagai bahan masukan bagi ilmu pengetahuan pada umumnya, khususnya pengetahuan tentang hubungan timbal balik antara *capital structure* dan *stock returns* dengan menggunakan LISREL. Hasil penelitian juga dapat dijadikan

Universitas Indonesia

referensi untuk menambah wawasan dan pengetahuan serta dapat digunakan sebagai pedoman pustaka untuk penelitian selanjutnya.

- b. Bagi perusahaan, sebagai bahan masukan bagi perusahaan dalam memahami hubungan antara struktur modal dan *return* saham serta faktor-faktor apa yang paling mempengaruhi keduanya sehingga dapat dijadikan pertimbangan dalam berbagai pengambilan keputusan.
- c. Bagi investor, sebagai bahan masukan dalam berinvestasi di suatu perusahaan yaitu dengan melihat kaitan antara struktur modal dan *return* saham serta faktor-faktor apa yang paling signifikan berpengaruh terhadap *return* saham yang akan mereka peroleh.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan disusun untuk memberikan gambaran tentang penelitian yang dilakukan. Pada penelitian ini, sistematika penulisan hasil penelitian adalah sebagai berikut :

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini menguraikan latar belakang penulisan, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab 2 Tinjauan Pustaka

Bab ini menguraikan konsep dan teori yang digunakan sebagai landasan dalam menganalisis permasalahan yaitu meliputi teori-teori yang terkait dengan struktur modal (*capital structure*) seperti teori Modigliani-Miller (MM); *pecking order theory*; *signaling theory*; *market-timing theory*; dan *agency costs*, faktor-faktor determinan dari struktur modal dan penjelasan bagaimana faktor-faktor tersebut mempengaruhi struktur modal, hubungan antara tingkat pengembalian (*return*) dan risiko, faktor-faktor determinan dari tingkat pengembalian saham dan penjelasan bagaimana faktor-faktor tersebut mempengaruhi *return* saham. Selain itu

akan dijabarkan juga mengenai kerangka konseptual dan hipotesis-hipotesis penelitian.

Bab 3 Metodologi Penelitian

Bab ini menguraikan diagram alir penelitian, populasi dan sampel yang digunakan, pengumpulan data yang dilakukan, model penelitian, definisi dan pengukuran variabel penelitian yang digunakan.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bagian ini menjabarkan perhitungan atau pengolahan data-data yang digunakan dalam penelitian dan kemudian dilanjutkan dengan uraian analisis dan pembahasan yang merupakan interpretasi dari hasil pengolahan data yang telah dilakukan. Interpretasi hasil penelitian tersebut akan memberikan jawaban atas permasalahan-permasalahan dari penelitian ini.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini merupakan penutup dari karya akhir ini yang menguraikan kesimpulan dari hasil pembahasan yang diuraikan pada bab sebelumnya. Selanjutnya akan diberikan saran-saran yang dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan atas penelitian ini dan juga bagi pengembangan lanjutan dari penelitian ini. Selain itu juga akan diuraikan mengenai keterbatasan penelitian yang ada.

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Struktur Modal (*Capital Structure*)

Struktur modal merupakan salah satu faktor penting bagi perusahaan dalam mengembangkan usahanya dimana struktur modal yang efektif dapat menurunkan biaya modal (*cost of capital*) yang kemudian dapat meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan itu sendiri merupakan penjumlahan dari total ekuitas dan utang yang mereka miliki sehingga kemudian dapat dijelaskan bahwa struktur modal menggambarkan pilihan pendanaan antara utang dan ekuitas dimana perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi disebut sebagai *high-levered firm* sedangkan perusahaan dengan tingkat utang yang rendah disebut sebagai *low-levered firm*. Sementara itu perusahaan yang dalam struktur modalnya tidak terdapat utang atau dengan kata lain sepenuhnya merupakan ekuitas disebut dengan *unlevered firm*. Para pemegang saham perusahaan tentunya menginginkan kebijakan struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Berbagai teori dikemukakan untuk menjabarkan masalah struktur modal ini, dimana beberapa diantaranya akan dijelaskan lebih lanjut pada sub bab-sub bab di bawah ini.

2.1.1 Teori Modigliani – Miller (MM)

2.1.1.1 MM – Model (*without taxes*)

Modigliani dan Miller (1958) dalam Ross *et al.* (2009) mengemukakan teori struktur modal dengan berbagai asumsi yang membantu dalam memahami bagaimana suatu perusahaan menentukan struktur modal yang berasal baik dari hutang ataupun ekuitas secara optimal. Asumsi-asumsi yang digunakan dalam teori MM ini adalah sebagai berikut : (1) Tidak ada pajak, (2) Tidak ada biaya transaksi, dan (3) Baik individu maupun perusahaan memiliki tingkat bunga pinjaman yang sama. Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut, teori ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang (*unlevered firm*) akan sama persis dengan perusahaan yang menggunakan utang (*levered firm*). Hal ini selanjutnya disebut sebagai MM *Proposition 1* (tanpa pajak) dimana jika nilai perusahaan yang menggunakan utang

disebut sebagai V_L dan perusahaan yang tidak menggunakan utang disebut sebagai V_U , maka $V_L = V_U$. Model MM Proposisi 1 tanpa pajak tersebut menunjukkan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh perubahan struktur modal yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan. Nilai perusahaan tidaklah bergantung pada bagaimana pendanaan diperoleh.

Selanjutnya jika dikaitkan dengan biaya modal perusahaan, penggunaan utang tidak akan mengurangi biaya modal (*cost of capital*) meskipun biaya untuk memperoleh utang lebih murah dibandingkan dengan biaya untuk memperoleh pendanaan melalui ekuitas. Hal ini dikarenakan ketika perusahaan meningkatkan penggunaan utang maka ekuitas yang tersisa akan menjadi lebih berisiko sehingga *cost of equity* akan meningkat seiring dengan peningkatan risiko yang terjadi. Hal ini yang selanjutnya disebut sebagai MM Proposisi 2 (tanpa pajak). Peningkatan penggunaan utang biasanya akan diikuti dengan peningkatan beban keuangan seperti biaya bunga. Hal tersebut memperlihatkan adanya peningkatan risiko keuangan, namun pada kenyataannya tidak akan ada peningkatan nilai perusahaan seperti yang dijelaskan dalam MM Proposisi 1. Oleh karena itu, para pemegang saham akan menuntut tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi yang berarti terjadi peningkatan *cost of equity*.

2.1.1.2 MM – Model (*with taxes*)

Seperti yang telah disebutkan sebelumnya bahwa dalam menjelaskan teori mengenai struktur modal, Modigliani dan Miller menggunakan asumsi tidak ada pajak. Pada kondisi nyata, asumsi tersebut menjadi tidak relevan. Oleh karena itu, Modigliani dan Miller kemudian melakukan perbaikan pada model awal yang telah mereka buat. Model perbaikan ini memuat adanya pajak perusahaan (*corporate taxes*) dan selanjutnya disebut sebagai MM-Model (*with corporate taxes*), dimana dengan adanya pajak akan terlihat bahwa nilai perusahaan dan penggunaan utang berkaitan secara positif. Asumsi-asumsi yang digunakan dalam teori MM-Model (*with corporate taxes*) adalah sebagai berikut : (1) Perusahaan-perusahaan dikenakan pajak pada tingkat t_c pada pendapatan setelah bunga (*earnings after interests*), (2) Tidak

ada biaya transaksi, dan (3) Baik individu maupun perusahaan memiliki tingkat bunga pinjaman yang sama (Modigliani dan Miller, 1958 dalam Ross *et al.*, 2009).

Seperti halnya pada MM-Model (*without taxes*), pada MM-Model (*with corporate taxes*) ini juga terdapat dua proposisi. Proposisi 1 menunjukkan bahwa perubahan struktur modal (*capital structure*) berdampak positif bagi nilai perusahaan. Peningkatan penggunaan utang yang berdampak pada peningkatan nilai perusahaan tersebut merupakan manfaat yang ditimbulkan dari adanya pajak. Manfaat pajak tersebut berasal dari beban bunga utang yang dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya yang mengurangi besaran keuntungan atau laba yang terkena pajak karena pada dasarnya beban bunga utang bersifat *tax deductible*. Nilai perusahaan yang menggunakan utang, yang disebut sebagai V_L , akan mengalami peningkatan sebesar nilai perusahaan tersebut ketika tidak menggunakan utang (V_U) ditambah dengan nilai *present value of the tax shield* seperti yang diuraikan dalam formulasi berikut:

$$V_L = V_U + t_c B \text{ (untuk perusahaan dengan } \textit{perpetual debt}) \quad (2.1)$$

Besarnya *tax shield* akan bertambah seiring dengan peningkatan jumlah utang, dengan demikian nilai perusahaan akan semakin meningkat. Selain memberi keuntungan berupa adanya biaya bunga yang menjadi elemen pengurang pajak, manfaat lain dari penggunaan utang dengan kondisi diberlakukannya pajak adalah biaya yang lebih murah dibandingkan dengan biaya pendanaan melalui ekuitas. Biaya utang yang lebih murah ini tentunya akan menurunkan biaya modal secara rata-rata atau yang disebut sebagai *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Dengan kata lain, ketika pajak perusahaan diperhitungkan maka biaya modal rata-rata akan mengalami penurunan seiring dengan peningkatan penggunaan utang. Selanjutnya, hal inilah yang disebut sebagai Proposisi 2 dalam MM-Model (*with corporate taxes*).

2.1.1.3 *Financial Distress Cost*

Seperti yang telah dijelaskan dalam MM-Model (*with taxes*), peningkatan penggunaan memberikan *tax benefits* pada perusahaan. Namun pada kenyataannya, peningkatan utang tersebut juga memberikan tekanan bagi perusahaan karena adanya sejumlah bunga dan *principal* sebagai kewajiban yang harus dibayar. Oplar dan Titman (1994) dan Andrade dan Kaplan (1998) menggunakan *debt-based indicators* untuk menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi memiliki kemungkinan yang lebih tinggi pula untuk mengalami *financial distress*. Jika perusahaan tidak mampu membayar kewajiban-kewajiban yang ada maka perusahaan akan menanggung risiko berupa terjadinya *financial distress*. Kesulitan keuangan yang terutama adalah terjadinya kepailitan dimana nantinya kepemilikan atas aset-aset perusahaan akan berpindah dari *stockholders* kepada *bondholders*. Jika kepailitan tersebut terjadi maka tentunya hal itu akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

Financial distress berdampak pada timbulnya biaya langsung (*direct costs*) dan juga biaya tidak langsung (*indirect costs*). Biaya langsung yang timbul adalah terkait dengan biaya kebutuhan akan proses hukum yang membutuhkan jasa pengacara sebagai pihak yang terlibat baik sebelum dan selama proses kepailitan itu terjadi dan juga terkait dengan biaya administrasi dan proses akuntansi. White (1983), Altman (1984), dan Weiss (1990) dalam Ross *et al.* (2009) menyebutkan bahwa estimasi untuk biaya langsung dari *financial distress* adalah sebesar 3% dari nilai pasar perusahaan (*market value of the firm*). Sementara itu, untuk biaya tidak langsung yang timbul seiring dengan terjadinya *financial distress* adalah biaya yang terkait dengan penurunan penjualan karena adanya ketakutan pelanggan atas buruknya pelayanan dari perusahaan yang disertai juga dengan hilangnya kepercayaan dari para pelanggan tersebut. Meskipun jenis biaya tidak langsung tersebut nyata keberadaannya, namun pada kenyataannya biaya tersebut sulit untuk diukur.

2.1.2 *Pecking Order Theory*

Pecking order theory dikemukakan oleh Myers (1984). Pada intinya, teori ini menjelaskan bahwa perusahaan akan lebih mengutamakan pendanaan yang berasal dari ekuitas internal daripada pendanaan eksternal. Dua aturan utama yang tercakup dalam *pecking order theory* adalah (1) *Use internal financing* dan (2) *Issue safe securities first*. Pendanaan ekuitas internal yaitu berupa penggunaan laba ditahan melibatkan biaya transaksi yang sedikit dan tentunya akan lebih murah dibandingkan dengan menggunakan pendanaan secara eksternal, selain itu perusahaan juga tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi perusahaan yang biasanya harus diungkapkan dalam prospektus ketika menerbitkan suatu obligasi atau saham baru.

Ketika tercipta suatu kondisi dimana dibutuhkan pendanaan eksternal maka yang akan dikeluarkan terlebih dahulu adalah yang paling aman dan lebih murah yaitu utang, selanjutnya yang terakhir adalah dengan ekuitas. Penerbitan saham baru merupakan pilihan terakhir karena hal tersebut akan memberikan sinyal bagi para pemegang saham dan calon investor bahwa kondisi perusahaan saat ini sedang mengalami penurunan. Perusahaan juga dapat dinilai tidak memiliki prospek yang baik di masa yang akan datang.

2.1.3 *Signaling Theory*

Signaling theory dikemukakan oleh Leland dan Pyle (1977). Teori ini menjelaskan suatu kondisi dimana terjadi informasi yang asimetris baik antara manajer dengan investor maupun antara investor lama dengan investor baru. Informasi yang asimetris tersebut dapat terjadi karena manajer dan investor memiliki akses informasi yang berbeda. Ada beberapa informasi yang diketahui oleh satu pihak namun disisi lain informasi tersebut tidak diketahui oleh pihak lainnya. Kondisi ini berdampak saat perusahaan mengambil keputusan untuk melakukan perubahan pada struktur modal yang ada, dimana hal tersebut dianggap oleh para investor atau pemegang saham sebagai tanda (*signal*) bahwa akan terjadi perubahan pada nilai perusahaan.

Ross *et al.* (2009) menguraikan bagaimana reaksi investor terhadap peningkatan utang. Investor yang rasional akan menilai bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat seiring dengan adanya peningkatan penggunaan utang. Dasar pertimbangan para investor tersebut adalah bahwa perusahaan berada dalam kondisi arus kas yang terbatas dan memiliki beban keuangan lainnya juga meningkat, sehingga manajer hanya akan menerbitkan utang baru yang lebih banyak jika mereka yakin perusahaan dapat memenuhi kewajibannya di waktu yang akan datang. Hal tersebut menunjukkan bahwa manajer memang yakin bahwa nilai perusahaan akan mengalami peningkatan.

Pada kondisi nyata, fakta bahwa peningkatan utang akan dinilai oleh investor sebagai suatu tanda nilai perusahaan akan meningkat disalahartikan oleh manajer yaitu mereka dengan sengaja meningkatkan penggunaan utang dengan tujuan mengelabui investor yaitu membuat mereka berpikir bahwa perusahaan memiliki nilai lebih tinggi daripada nilai sebenarnya. Namun pada dasarnya, peningkatan utang tersebut tetap memiliki batas yaitu manajer akhirnya harus memperhatikan agar jangan sampai terjadi kondisi dimana *debt level* sampai melebihi *optimal level* yang ditentukan. Titik optimal yang dimaksud adalah ketika *marginal tax benefit of debt* sama dengan *marginal distress costs of debt*.

2.1.4 *Market-timing Theory*

Dalam manajemen keuangan, *equity market timing* merupakan tindakan menerbitkan *shares* pada saat harga tinggi dan melakukan pembelian kembali (*repurchasing*) pada saat harga rendah dengan tujuan memanfaatkan fluktuasi sementara yang terjadi pada biaya ekuitas (*cost of equity*) relatif terhadap biaya dari sumber modal lainnya (Barker dan Wurgler, 2002). Penjelasan penting lainnya yang diungkapkan dalam teori ini adalah bahwa perusahaan dengan tingkat utang yang rendah akan mengumpulkan dana ketika *market valuations* mereka tinggi, dimana hal ini dapat diukur dengan *market-to-book ratio*. Sementara itu, perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan mengumpulkan dana ketika *market valuations* perusahaan berada pada posisi rendah.

Beberapa penelitian lain seperti yang dilakukan oleh Hovakimian *et al.* (2001) dan Frank dan Goyal (2007) juga menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan memiliki kecenderungan untuk mengeluarkan ekuitas ketika terjadi peningkatan harga saham. Pada dasarnya para manajer akan melihat pada kondisi yang terjadi saat ini baik itu di pasar utang ataupun di pasar ekuitas. Ketika perusahaan membutuhkan pendanaan, maka manajer akan mengambil keputusan untuk menggunakan pasar yang dianggap lebih menguntungkan pada saat itu. Sementara itu, jika yang terjadi adalah tidak ada pasar yang terlihat menguntungkan maka perusahaan dapat menanggukhan pengeluaran utang ataupun ekuitas.

2.1.5 Agency Costs

Permasalahan *agency costs* terjadi ketika perusahaan menjalankan keputusan untuk menggunakan utang maka akan terjadi konflik kepentingan antara *stockholders* dan *bondholders* (Myers, 1977). Konflik ini didasari suatu kondisi dimana jika perusahaan bangkrut maka yang mendapat prioritas utama dalam menerima pembayaran adalah *bondholders*, sedangkan *stockholders* akan menerima sisanya atau bahkan seringkali tidak mendapatkan apa-apa karena sudah tidak ada yang tersisa dari perusahaan tersebut. Konflik tersebut mendorong timbulnya *agency costs* pada perusahaan. Ross *et al.* (2009) menguraikan bahwa dalam permasalahan yang terjadi antara *bondholders* dan *stockholders* tersebut mendorong *stockholders* untuk dapat melakukan 3 jenis *selfish investment strategy* yaitu (1) *Incentive to take large risks*, (2) *Incentive toward underinvestment*, dan (3) *Milking the property*.

Strategi pertama, *incentive to take large risks*, merupakan strategi dimana *stockholders* lebih memilih proyek-proyek berisiko tinggi karena *expected value* dari saham akan meningkat pada kondisi *boom* sehingga mereka akan mendapatkan keuntungan. Lagipula pada saat *recession*, *stockholders* tidak akan menerima apapun baik itu dengan memilih proyek berisiko tinggi ataupun proyek berisiko rendah jadi pada akhirnya lebih menguntungkan dengan memilih proyek dengan risiko tinggi. Selanjutnya strategi kedua, *incentive toward underinvestment*, merupakan strategi dimana pihak manajer yang bertindak atas kepentingan pemegang saham akan

menolak proyek yang sebetulnya memiliki NPV positif. Hal tersebut dilakukan karena sebagian besar nilai dari proyek tersebut akan dinikmati oleh *bondholders* sementara yang berkontribusi penuh pada proyek tersebut adalah *stockholders*.

Sedangkan strategi ketiga, *milking the property*, merupakan strategi dimana pada saat terjadi *financial distress* dilakukan pembayaran *extra dividends* atau jenis distribusi lainnya sehingga menyisakan nilai yang sedikit untuk dinikmati oleh *bondholders*. Pada dasarnya strategi-strategi yang dilakukan oleh *stockholders* tersebut bertujuan untuk merugikan *bondholders* sehingga *stockholders* dapat memperoleh keuntungan. Namun pada kenyataannya, untuk menjalankan strategi-strategi itu dibutuhkan biaya yang tidak sedikit sehingga pada akhirnya dapat berdampak pada penurunan nilai perusahaan secara keseluruhan di pasar. Selain itu perlu diingat bahwa ketiga strategi tersebut dapat dilakukan ketika terdapat kemungkinan perusahaan akan mengalami *bankruptcy* atau *financial distress*.

2.1.6 Faktor-faktor Determinan (*Determinants*) dari Struktur Modal

a. *Stock returns*

Dalam kaitannya dengan struktur modal, dijelaskan bahwa jika suatu perusahaan memiliki kinerja yang baik maka *stock returns* akan mengalami peningkatan dan dalam kegiatan pendanaan perusahaan akan lebih banyak menggunakan ekuitas dibandingkan dengan utang (Chen Yang *et al.*, 2010). Dengan demikian *debt ratio* atau *leverage* perusahaan akan menurun. Hal ini menunjukkan bahwa *stock returns* dan *capital structure (leverage level)* memiliki hubungan negatif.

b. *Growth*

Chen Yang *et al.* (2010) menguraikan bahwa dilihat dari perspektif struktur modal, perusahaan dengan tingkat harapan pertumbuhan yang tinggi dimungkinkan atau cenderung memiliki *agency cost (underinvestment problem)* yang lebih besar pula. Dalam meminimasi *agency cost* tersebut, perusahaan dengan tingkat *growth* yang lebih tinggi diharapkan memiliki *debt ratio* yang lebih rendah. Hal tersebut menunjukkan bahwa *growth* dan struktur modal memiliki hubungan negatif.

c. *Uniqueness*

Perusahaan-perusahaan dengan produk-produk yang unik dan spesifik memiliki pekerja dan pemasok dengan keahlian dan modal yang spesifik sehingga tidak mudah bagi perusahaan untuk melakukan *cash out* ataupun berpindah pada berbagai aktivitas operasi lainnya (Titman dan Wessels, 1988). Dengan demikian dapat disebutkan bahwa *uniqueness* dan struktur modal (*debt ratio*) memiliki hubungan negatif.

d. *Collateral value of assets (asset structure)*

Perusahaan dengan *tangible assets* (yang dapat digunakan sebagai *collateral*) yang lebih besar memiliki *bankruptcy cost* yang lebih rendah, hal ini akan memberikan kepercayaan yang lebih besar kepada pihak pemberi pinjaman untuk memberikan pinjamannya. Dengan masuknya pinjaman tersebut maka akan meningkatkan proporsi utang perusahaan yang berarti meningkatkan *leverage*. Hal tersebut menunjukkan bahwa *collateral value of assets (asset structure)* dan struktur modal (*leverage level*) memiliki hubungan positif.

e. *Size*

Chen Yang *et al.* (2010) menguraikan bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung lebih terdiversifikasi dan memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk mengalami kebangkrutan sehingga cenderung memiliki tingkat *leverage* yang lebih tinggi. Selain itu perusahaan-perusahaan ini juga memiliki *credit rating* yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang lebih kecil sehingga lebih memudahkan mereka untuk memperoleh *debt-financing* (Bevan *et al.*, 2002 dalam Chen Yang *et al.*, 2010). Dengan demikian hal ini menunjukkan bahwa *size* (ukuran perusahaan) dan struktur modal (*leverage level*) memiliki hubungan positif.

f. *Profitability*

Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan akan lebih memilih pendanaan internal dan jika tercipta suatu kondisi dimana dibutuhkan pendanaan eksternal maka yang akan dikeluarkan terlebih dahulu adalah yang paling aman yaitu utang baru

Universitas Indonesia

yang terakhir adalah dengan ekuitas. Hal tersebut menjelaskan bahwa perusahaan dengan tingkat keuntungan yang tinggi memiliki *leverage* yang lebih rendah, dimana hal ini bukan disebabkan oleh perusahaan menetapkan *target debt ratio* yang rendah tetapi dikarenakan tidak dibutuhkannya pendanaan eksternal. Hal ini menunjukkan bahwa *profitability* dan struktur modal memiliki hubungan negatif. Namun berdasarkan *agency cost of free cash flow theory* (Jensen, 1986), disebutkan sebaliknya yaitu bahwa *profitability* dan struktur modal memiliki hubungan positif.

g. Industry classification

Titman dan Wessels (1988) menguraikan bahwa dalam kaitannya dengan klasifikasi industri, perusahaan-perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur merupakan jenis perusahaan yang memiliki kecenderungan untuk memiliki spesialisasi produk dan jasa. Perusahaan dengan kategori tersebut membutuhkan biaya yang tidak sedikit untuk melakukan likuidasi sehingga mereka akan menggunakan lebih sedikit utang. Dari hal tersebut diharapkan hasil bahwa *industry classification* dan struktur modal memiliki hubungan negatif.

2.2 Return Saham

2.2.1 Tingkat Pengembalian (Return)

Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi para investor untuk berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor untuk menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya (Tandelilin, 2010). *Expected return* adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh seseorang atas suatu saham pada waktu yang akan datang. Pada kenyataannya, tingkat pengembalian aktual dapat lebih tinggi atau lebih rendah dari yang diharapkan. *Return* dari suatu investasi bersumber dari dua komponen utama yaitu *yield* dan *capital gain/loss*. *Yield* mencerminkan aliran kas yang diperoleh secara periodik dari investasi yang dilakukan. Jika investor berinvestasi pada saham maka *yield* yang diperoleh adalah berupa besarnya deviden yang akan dibayarkan oleh perusahaan. Sedangkan untuk komponen kedua dari *return* yaitu *capital gain/loss* merupakan kenaikan atau penurunan dari suatu sekuritas yang dapat memberikan keuntungan ataupun kerugian

bagi investor. Total *return* yang diperoleh oleh investor adalah berupa gabungan dari *yield* dan *capital gain/loss*.

2.2.2 Risiko (*Risk*)

Risiko merupakan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan (Tandelilin, 2010). Tingkat pengembalian (*returns*) tidak dapat dipisahkan dengan risiko (*risks*). Semakin tinggi *expected return* maka akan semakin tinggi pula risikonya. Tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan *return* yang dapat diperoleh. Namun disamping memperhitungkan *return*, dalam membuat keputusan investasi investor juga perlu mempertimbangkan tingkat risiko yang akan dihadapi dari investasi yang mereka lakukan tersebut. Risiko dari suatu investasi dapat bersumber dari berbagai hal yaitu antara lain risiko pasar, risiko inflasi, risiko likuiditas, risiko bisnis, dan sebagainya.

Dalam teori portofolio modern, risiko dibagi menjadi dua jenis yaitu risiko sistematis (*systematic risk/ nondiversifiable risk*) dan risiko tidak sistematis (*nonsystematic risk/ diversifiable risk/ unique risk/ firm-specific risk*) (Bodie, Kane, dan Marcus, 2009). Risiko sistematis atau yang sering disebut sebagai risiko pasar merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Perubahan tersebut akan berdampak pada variabilitas *return* suatu investasi. Risiko sistematis ini merupakan jenis risiko yang tidak dapat didiversifikasi. Sementara itu, risiko tidak sistematis atau yang dikenal sebagai risiko spesifik (risiko perusahaan) merupakan risiko yang terkait pada perubahan yang terjadi pada kondisi mikro perusahaan. Risiko spesifik ini tidak terkait dengan perubahan kondisi pasar secara keseluruhan dan jenis risiko ini dapat diminimalkan dengan melakukan diversifikasi aset.

Jika dikaitkan dengan struktur modal suatu perusahaan, penggunaan utang akan menguntungkan investor dimana semakin tinggi penggunaan utang tersebut maka *return* yang diharapkan akan meningkat. Namun peningkatan *return* tersebut diiringi pula dengan adanya peningkatan risiko. Saat kondisi ekonomi sedang bagus maka

Universitas Indonesia

levered stockholders akan memperoleh tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang diperoleh oleh *unlevered stockholders*, namun saat kondisi ekonomi sedang buruk maka *levered stockholders* akan memperoleh tingkat pengembalian saham yang lebih buruk dibandingkan dengan yang diperoleh oleh *unlevered stockholders* (Ross *et al.*, 2009).

2.2.2 Faktor-faktor Determinan (*Determinants*) dari Return Saham

a. *Leverage*

Leverage merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi *expected stock returns*. Bhandari (2008) menyebutkan bahwa *expected stock returns* berhubungan secara positif dengan *debt/equity ratio*. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang lebih tinggi memiliki risiko yang lebih besar pada *common equity* yang dimilikinya. Hal ini kemudian membuat para investor meningkatkan tingkat pengembalian saham yang mereka harapkan.

b. *Growth*

Haugen dan Baker (1996) menyebutkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan tingkat harapan pertumbuhan yang lebih tinggi memiliki *stock returns* yang lebih tinggi. Keduanya juga menunjukkan bahwa potensi pertumbuhan dan tingkat keuntungan memiliki dampak positif terhadap *stock returns* di masa yang akan datang.

c. *Size*

Berdasarkan observasi yang dilakukan oleh Fama dan French, *firm size* merupakan salah satu faktor yang dapat mewakili atau menjelaskan sumber dari risiko sistemik yang berdampak pada *return premiums*, dimana kedua faktor tersebut sebelumnya tidak tertangkap oleh model-model yang telah ada (Bodie, Kane, dan Marcus, 2009). Pada intinya dalam *Fama-French Three Factor Model* ini dijelaskan bahwa ukuran suatu perusahaan (*firm size*) akan memberikan tingkat pengembalian saham/portofolio yang berbeda dimana selanjutnya faktor ini disebut sebagai SMB (untuk "*small minus big*"). Dari penelitian lain yang telah ada sebelumnya juga

diketahui bahwa perusahaan kecil (*small firms*) cenderung memperoleh rata-rata tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang diperoleh oleh perusahaan besar (Banz, 1981). Perusahaan-perusahaan kecil menjalankan atau memiliki risiko yang lebih tinggi sehingga *stock returns* yang diharapkan akan lebih tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa *size* dan *stock returns* memiliki hubungan negatif (Fama dan French, 1992).

d. *Profitability*

Perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan yang lebih tinggi memiliki potensi pertumbuhan yang lebih besar yang menyebabkan *stock returns* menjadi lebih tinggi (Haugen dan Baker, 1996). Hal ini sejalan dengan apa yang telah dijelaskan sebelumnya pada variabel *growth*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *profitability* dan *stock returns* memiliki hubungan positif.

e. *Value*

Rosenberg, Kenneth, dan Ronald (1985) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki *book-to-market-equity* (BE/ME) yang lebih tinggi (atau dapat dikatakan memiliki nilai *market-to-book* yang lebih rendah) maka akan memiliki rata-rata *stock returns* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki BE/ME lebih rendah. Fama dan French (1992) mengkombinasikan faktor-faktor *firm size*, *book-to-market ratio*, dan *market index* untuk menjelaskan variasi dari *stock market returns*. Pada intinya model ini menjelaskan bahwa *book-to-market ratio* merupakan salah satu faktor yang juga memberikan perbedaan pada tingkat pengembalian saham/portofolio dimana selanjutnya faktor ini disebut sebagai HML (untuk "*high minus low*"). Saham dengan *price/book* yang rendah lebih berisiko karena perusahaan tersebut dinilai lebih rendah di pasar saham yaitu memiliki tingkat *distress* yang lebih tinggi sehingga *stock returns* yang diharapkan akan lebih tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *value* dan *stock returns*.

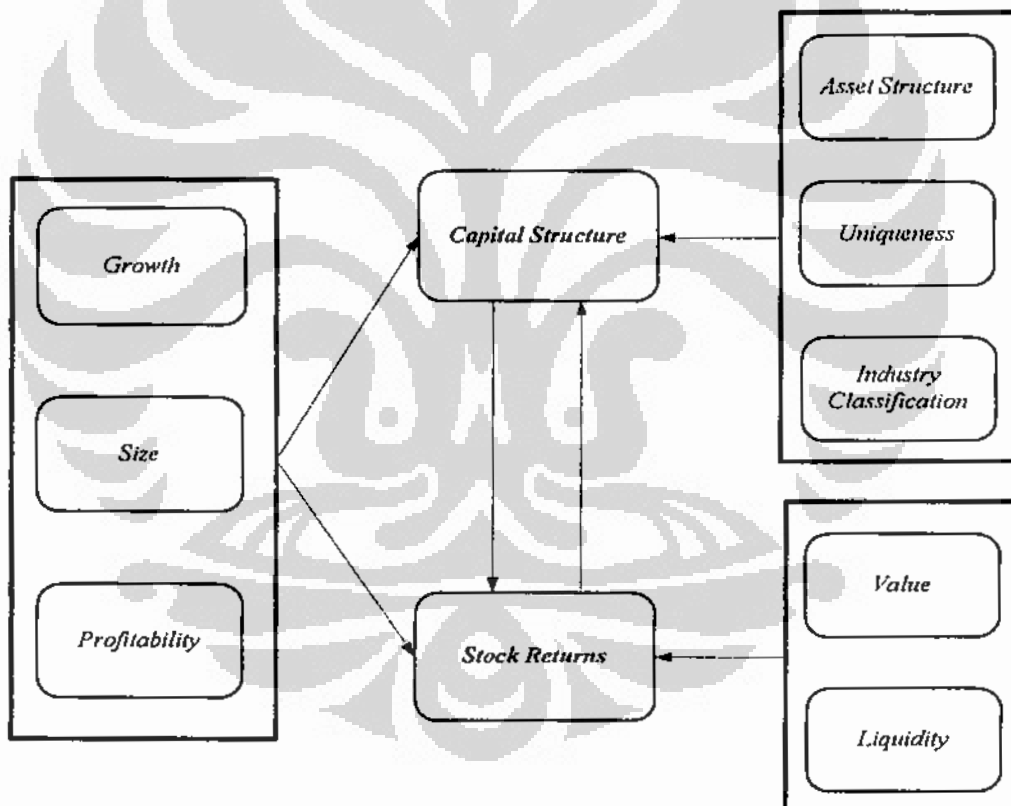
f. *Liquidity*

Saham-saham dengan likuiditas yang lebih rendah akan memperoleh tingkat pengembalian yang lebih tinggi dimana hal tersebut merupakan suatu bentuk kompensasi dari risiko likuiditas (Haugen & Baker, 1996 ; Pastor & Stambaugh, 2003). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *liquidity* dan *stock returns*.

2.3 Kerangka Penelitian dan Pengembangan Hipotesis

2.3.1 Kerangka Penelitian

Kerangka konseptual dari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 2.1 : Kerangka Penelitian

Sumber : Chen Yang *et al.* (2010) , telah diolah kembali oleh penulis

2.3.2 Pengembangan Hipotesis

Secara umum hipotesis-hipotesis pada penelitian ini meliputi keingintahuan untuk membuktikan apakah faktor-faktor determinan yang ditentukan memiliki pengaruh yaitu masing-masing terhadap variabel struktur modal (*capital structure*) dan variabel tingkat pengembalian saham (*stock returns*), apakah struktur modal dan tingkat pengembalian saham saling mempengaruhi secara bersamaan, dan juga ingin membuktikan bahwa diantara struktur modal dan tingkat pengembalian saham ada yang memiliki pengaruh yang lebih dominan.

Hipotesis-hipotesis tersebut didukung oleh penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Mengenai pengaruh dari salah satu faktor determinan yaitu *growth*, Chen Yang *et al.* (2010) membuktikan bahwa tingkat pertumbuhan memiliki pengaruh baik itu terhadap *capital structure* maupun terhadap *stock returns*. Namun pengaruh terhadap *capital structure* bersifat negatif, sedangkan pengaruh terhadap *stock returns* bersifat positif. Penelitian sebelumnya dari Haugen dan Baker (1996) membuktikan bahwa *growth* berpengaruh positif terhadap *stock returns*. Dengan demikian hal-hal tersebut dapat dituangkan dalam dua hipotesis pertama dalam penelitiann ini yaitu sebagai berikut :

- Hipotesis 1
 - H_0 : *Growth* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.
 - H_a : *Growth* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*.

- Hipotesis 2
 - H_0 : *Growth* tidak berpengaruh terhadap *stock returns*.
 - H_a : *Growth* berpengaruh positif terhadap *stock returns*.

Ukuran perusahaan (*size*) merupakan salah satu faktor determinan yang memiliki pengaruh baik itu terhadap struktur modal maupun terhadap tingkat pengembalian saham. (Bevan *et al.*, 2002 dalam Chen Yang *et al.*, 2010) membuktikan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal yang

ditetapkan oleh perusahaan tersebut. Sedangkan mengenai kaitannya dengan tingkat pengembalian saham, Banz (1981) serta Fama dan French (1992) menunjukkan bahwa *size* berpengaruh negatif terhadap *stock returns*. Kedua hal tersebut dapat dituangkan dalam dua hipotesis selanjutnya yaitu sebagai berikut :

- Hipotesis 3

H_0 : *Size* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.

H_a : *Size* berpengaruh positif terhadap *capital structure*.

- Hipotesis 4

H_0 : *Size* tidak berpengaruh terhadap *stock returns*.

H_a : *Size* berpengaruh negatif terhadap *stock returns*.

Faktor determinan yang dilihat selanjutnya adalah *profitability* atau tingkat keuntungan. Dalam penelitiannya, Chen Yang *et al.* (2010) membuktikan bahwa *profitability* juga memiliki pengaruh baik itu terhadap struktur modal maupun terhadap tingkat pengembalian saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengaruh terhadap *capital structure* bersifat negatif, sedangkan pengaruh terhadap *stock returns* bersifat positif. Dalam kaitannya dengan struktur modal, *pecking order theory* menunjukkan bahwa *profitability* dan struktur modal memiliki hubungan negatif sedangkan *agency cost of free cash flow theory* menjelaskan bahwa *profitability* dan struktur modal memiliki hubungan positif. Dalam penelitian ini akan dilihat pengaruh seperti apakah yang akan terjadi. Hal-hal tersebut selanjutnya dapat dituangkan dalam dua hipotesis penelitian sebagai berikut :

- Hipotesis 5

H_0 : *Profitability* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.

H_a : *Profitability* berpengaruh terhadap *capital structure*.

- Hipotesis 6

H_0 : *Profitability* tidak berpengaruh terhadap *stock returns*.

H_a : *Profitability* berpengaruh positif terhadap *stock returns*.

Struktur aset (*asset structure*) merupakan salah satu faktor determinan dari struktur modal. Chen Yang *et al.* (2010) membuktikan bahwa struktur aset perusahaan hanya berpengaruh terhadap struktur modal, dimana struktur aset tersebut berpengaruh positif terhadap struktur modal yang ditetapkan oleh perusahaan. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan berbagai teori yang terkait dengan struktur modal (*financial distress cost* dan *agency cost*) dimana dinyatakan bahwa perusahaan dengan lebih banyak aset yang dapat digunakan sebagai jaminan memiliki tingkat utang yang lebih tinggi. Hal tersebut selanjutnya dapat dituangkan dalam hipotesis penelitian sebagai berikut :

- Hipotesis 7

H_0 : *Asset structure* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.

H_a : *Asset structure* berpengaruh positif terhadap *capital structure*.

Uniqueness juga merupakan faktor determinan dari struktur modal. Chen Yang *et al.* (2010) dalam penelitiannya membuktikan bahwa *uniqueness* hanya berpengaruh terhadap struktur modal, dimana variabel tersebut berpengaruh negatif terhadap struktur modal yang ditetapkan oleh perusahaan. Dalam penelitian yang telah ada sebelumnya, Titman dan Wessels (1988) juga membuktikan bahwa *uniqueness* dan struktur modal (*debt ratio*) memiliki hubungan negatif. Dengan demikian, hipotesis penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut :

- Hipotesis 8

H_0 : *Uniqueness* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.

H_a : *Uniqueness* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*.

Faktor determinan selanjutnya dari struktur modal adalah *industry classification*. Titman dan Wessels (1988) serta Chen Yang *et al.* (2010) membuktikan bahwa *industry classification* berpengaruh terhadap struktur modal, dimana perusahaan-perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur memiliki *leverage* yang lebih rendah terkait dengan kemungkinan terjadinya *financial distress cost* yang lebih tinggi dibandingkan dengan industri-industri lainnya. Namun begitu, dari penelitian tersebut ditunjukkan bahwa pengaruh yang terjadi tidak besar sehingga dapat dikatakan *industry classification* bukanlah faktor determinan utama dari struktur modal. Hal tersebut selanjutnya dapat dituangkan dalam hipotesis penelitian sebagai berikut :

- Hipotesis 9

H_0 : *Industry classification* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.

H_a : *Industry classification* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*.

Value merupakan faktor determinan dari *stock returns*. Chen Yang *et al.* (2010) membuktikan bahwa nilai perusahaan merupakan faktor penting yang berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham, dimana dengan menggunakan indikator *book-to-market* maka variabel tersebut memberikan pengaruh positif secara signifikan terhadap tingkat pengembalian saham dari suatu perusahaan. Dalam penelitian yang telah ada sebelumnya, Fama dan French (1992) juga membuktikan bahwa perusahaan dengan BE/ME dan E/P yang lebih tinggi akan memiliki tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi pula. Namun jika dilihat dari sisi *market-to-book* maka yang terjadi adalah hubungan negatif yaitu semakin rendah nilai *market-to-book* nya maka tingkat pengembalian saham akan semakin tinggi. Hal ini selanjutnya dituangkan dalam hipotesis penelitian sebagai berikut :

- Hipotesis 10

H_0 : *Value* tidak berpengaruh terhadap *stock returns*.

H_a : *Value* berpengaruh negatif terhadap *stock returns*.

Liquidity juga merupakan faktor determinan dari *stock returns*. Dalam penelitiannya, Chen Yang *et al.* (2010) membuktikan bahwa likuiditas perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat pengembalian saham. Saham-saham yang *liquid* akan memberikan tingkat pengembalian yang lebih rendah, sementara itu untuk saham-saham yang *illiquid* akan memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Pastor dan Stambaugh (2003) serta Haugen dan Baker (1996) juga menunjukkan hasil yang sama. Dengan demikian, hipotesis penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut :

- Hipotesis 11

H_0 : *Liquidity* tidak berpengaruh terhadap *stock returns*.

H_a : *Liquidity* berpengaruh negatif terhadap *stock returns*.

Hipotesis selanjutnya berkaitan dengan bagaimana struktur modal dan tingkat pengembalian saham saling mempengaruhi satu sama lain yaitu apakah struktur modal yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham atau sebaliknya, ataukah keduanya saling mempengaruhi secara bersamaan (*mutually affected*). Chen Yang *et al.* (2010) membuktikan bahwa struktur modal dan tingkat pengembalian saham memiliki pengaruh yang berkebalikan satu sama lainnya, dimana *stock returns* berpengaruh negatif terhadap *capital structure* sedangkan *capital structure* berpengaruh positif terhadap *stock returns*. Hasil yang saling bertentangan tersebut dapat mengarah pada terciptanya kondisi yang seimbang antara tingkat utang dengan tingkat pengembalian saham. Ketika tingkat pengembalian saham tinggi maka perusahaan akan menurunkan tingkat utangnya, hal ini akhirnya berdampak pada penurunan tingkat pengembalian saham sehingga kemudian perusahaan meningkatkan penggunaan utang. Hal tersebut selanjutnya dapat dituangkan dalam hipotesis penelitian sebagai berikut :

- Hipotesis 12

H_0 : *Capital structure* dan *stock returns* tidak saling mempengaruhi secara bersamaan.

Universitas Indonesia

H_a : *Capital structure* dan *stock returns* saling mempengaruhi secara bersamaan.

Berdasarkan pengaruh satu sama lain yang terjadi antara struktur modal dan tingkat pengembalian saham maka selanjutnya ingin dibuktikan pengaruh manakah yang lebih dominan, yaitu apakah struktur modal memiliki pengaruh yang lebih dominan terhadap tingkat pengembalian saham ataukah justru sebaliknya. Chen Yang *et al.* (2010) membuktikan bahwa pengaruh negatif yang diberikan oleh *stock returns* terhadap *capital structure* lebih dominan dibandingkan dengan pengaruh positif dari *capital structure* terhadap *stock returns*. Hal ini dituangkan dalam hipotesis penelitian selanjutnya yaitu sebagai berikut :

- Hipotesis 13

H_0 : Pengaruh negatif *stock returns* terhadap *capital structure* tidak lebih dominan dibandingkan pengaruh positif *capital structure* terhadap *stock returns*.

H_a : Pengaruh negatif *stock returns* terhadap *capital structure* lebih dominan dibandingkan pengaruh positif *capital structure* terhadap *stock returns*.

2.4 Penelitian- penelitian Sebelumnya

Penelitian ini jika dibandingkan dengan penelitian-penelitian terkait lainnya yang telah ada sebelumnya maka akan terlihat beberapa perbedaan seperti variabel-variabel dan model penelitian yang digunakan. Penelitian-penelitian lainnya yang dapat dibandingkan dengan penelitian ini dapat dilihat pada tabel 2.1.

Tabel 2.1 : Penelitian-penelitian Terkait

No.	Materi Penelitian		Peneliti
	Judul Penelitian	Metode Penelitian	
1.	<i>Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach, An empirical test of Taiwan stock markets</i>	LISREL	Chen Yang, <i>et al.</i> (2010)
2.	<i>Determinants of capital structure choice : A structural equation modeling approach.</i>	SEM	Chang, Chingfu, <i>et al.</i> (2009)
3.	<i>The determinants of capital structure : Evidence from China.</i>	OLS (Ordinary Least Square)	Huang dan Song (2006)
4.	Faktor Determinasi <i>Capital Structure</i> Perusahaan-perusahaan di Indonesia.	Regresi berganda	Marpaung (2001)
5.	Analisis Faktor-faktor Determinan dalam Kebijakan Struktur Modal Perusahaan.	<i>Multiple regression</i>	Simanjuntak (2001)

Sumber : Hasil olahan penulis

Penelitian-penelitian tersebut menunjukkan bahwa untuk menyelesaikan persoalan penentuan faktor-faktor determinan dapat digunakan berbagai metode. Penelitian ini sendiri, yang mengacu pada penelitian dari Chen Yang, *et al.* (2010), akan menggunakan program LISREL karena yang akan dianalisis tidak hanya hubungan antar berbagai variabel tetapi yang paling penting adalah analisis lebih lanjut mengenai hubungan sebab akibat yang tidak hanya bersifat satu arah (hubungan timbal balik). Penjelasan lebih lanjut mengenai metode LISREL ini akan diuraikan pada bagian metodologi penelitian yang terdapat pada Bab 3.

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

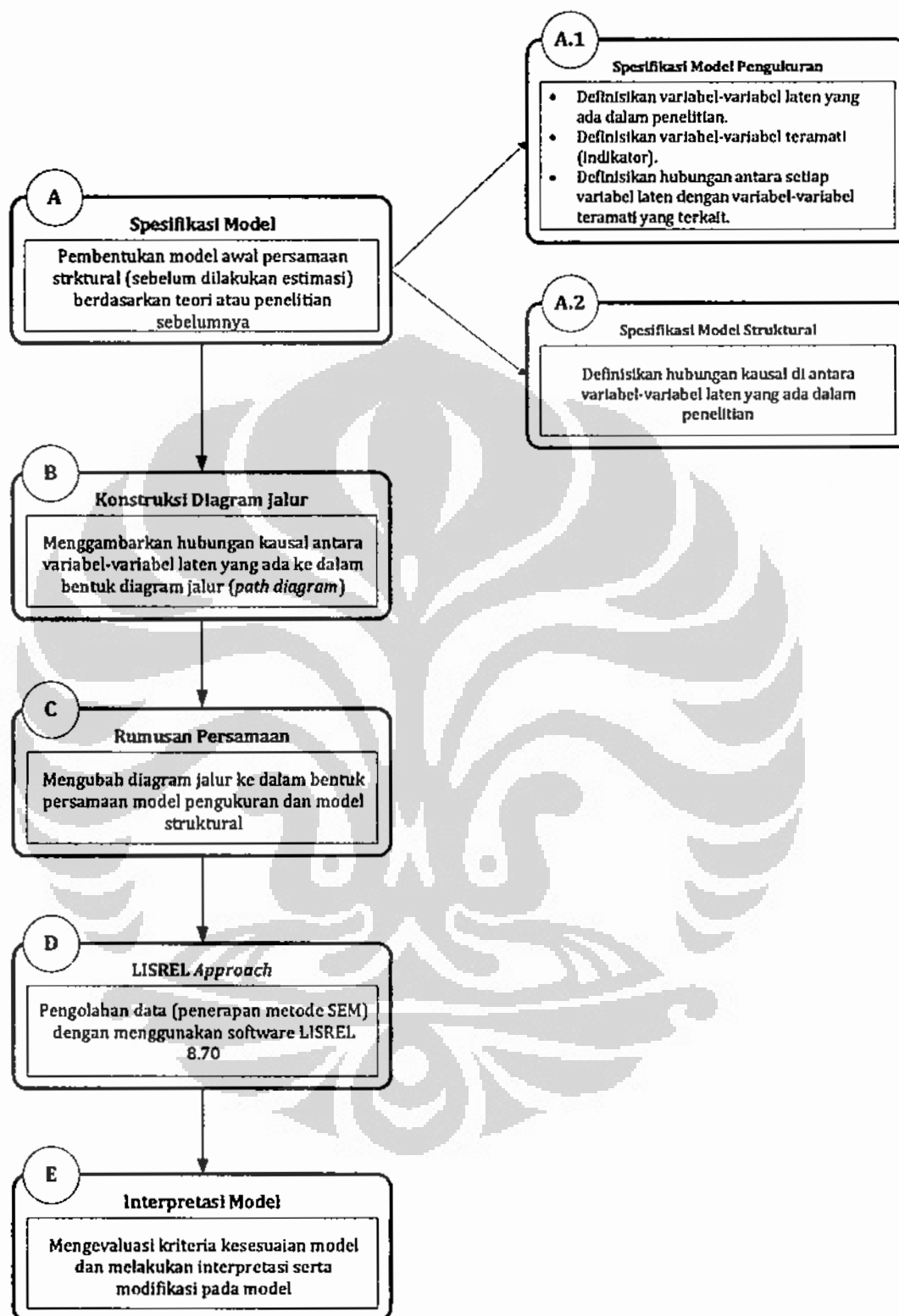
3.1 Diagram Alir Penelitian

Tahapan penelitian ini dibagi ke dalam 5 bagian utama dimana setiap bagian menggambarkan langkah tertentu yang harus dilakukan untuk dapat menyelesaikan permasalahan penelitian secara keseluruhan. Bagian A merupakan spesifikasi model berdasarkan teori yang selanjutnya dibagi menjadi dua bagian yaitu spesifikasi model pengukuran (A.1) dan spesifikasi model struktural (A.2). Bagian B adalah konstruksi diagram jalur dan selanjutnya pada bagian C dibuat rumusan persamaan. Bagian D merupakan bagian perhitungan yang dilakukan dengan menggunakan LISREL dan kemudian bagian E adalah bagian terakhir dari alur penyelesaian penelitian yaitu interpretasi terhadap model yang diperoleh dari perhitungan. Selanjutnya tahapan-tahapan ini lebih jelasnya diuraikan pada gambar 3.1.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi perusahaan yang digunakan pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode penelitian adalah tahun 2008, namun dibutuhkan juga data-data pada tahun 2007 dan 2009 terkait dengan variabel yang digunakan dalam penelitian. Penetapan sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut :

- a. Perusahaan tidak termasuk dalam kategori institusi dan lembaga keuangan dimana yang termasuk di dalamnya adalah perbankan, jasa keuangan, dan asuransi. Hal ini dilakukan atas dasar kategori industri tersebut memiliki format dan standar laporan keuangan yang berbeda dengan kategori industri lainnya dan juga bersifat *highly regulated*, sehingga dapat menimbulkan *bias* pada hasil penelitian jika dimasukkan sebagai sampel.
- b. Perusahaan memiliki laporan keuangan yang berakhir pada tanggal 31 Desember.
- c. Perusahaan memiliki data transaksi saham yang lengkap pada bulan Desember.



Gambar 3.1 : Diagram Alir Penelitian

Sumber : Hasil Olahan Penulis

3.3 Pengumpulan Data

Data yang digunakan untuk keperluan penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dengan cara sebagai berikut :

- a. Laporan keuangan perusahaan tahun 2007, 2008, dan 2009 diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI), situs resmi perusahaan, dan buku Indonesian Capital Market Directory.
- b. Data transaksi saham tahun 2007 dan 2008 diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI), situs Yahoo Finance, dan buku Indonesian Capital Market Directory.

3.4 Model Penelitian

3.4.1 Teori *Structural Equation Model* (SEM)

Structural Equation Model (SEM) merupakan suatu teknik statistik yang mampu menganalisis variabel laten, variabel indikator, dan kesalahan pengukuran secara langsung (Sitinjak dan Sugiarto, 2006). Melalui SEM dapat dilakukan analisis terhadap hubungan antara variabel indikator dengan variabel latennya, hubungan antara variabel laten yang satu dengan variabel laten yang lainnya, serta dapat diketahui juga besarnya kesalahan pengukuran yang terjadi. Wijanto (2008) menyebutkan bahwa berdasarkan kombinasi dari model Jöreskog (1973) serta model dari Keesling (1973) dan Wiley (1973), SEM terdiri dari 2 bagian yaitu model variabel laten dan model pengukuran. Model variabel laten (*latent variable model*) merupakan model dengan variabel-variabel yang tidak dapat diukur secara langsung. Sedangkan model pengukuran (*measurement model*) merupakan model yang menggambarkan variabel-variabel terukur yang mewakili variabel latennya. Pada intinya, model SEM terdiri dari komponen-komponen sebagai berikut :

a) Variabel

SEM meliputi dua jenis variabel yaitu variabel laten (*latent variable*) dan variabel teramati (*observed variable*).

b) Model

SEM meliputi dua jenis model yaitu model struktural (*structural model*) dan model pengukuran (*measurement model*).

Universitas Indonesia

c) Kesalahan

Dua jenis kesalahan yang ada dalam SEM kesalahan struktural (*structural error*) dan kesalahan pengukuran (*measurement error*).

Wijanto (2008) menjabarkan bahwa prosedur SEM secara umum mengandung tahap-tahap sebagai berikut : (1) Spesifikasi model yaitu membentuk model awal persamaan struktural sebelum dilakukan estimasi, (2) Identifikasi, (3) Estimasi terhadap model, (4) Uji kecocokan antara model dengan data, dan (5) Respesifikasi model berdasarkan hasil uji kecocokan pada tahap sebelumnya. Sementara itu Kusnendi (2008) menguraikan tahapan-tahapan SEM sebagai berikut : (1) Merumuskan model berbasis teori, (2) Menterjemahkan model menjadi diagram jalur, (3) Mengkonversi diagram jalur menjadi persamaan, (4) Identifikasi model, (5) Estimasi parameter model, (6) Menguji model, dan (7) Melakukan perbaikan model dan melakukan interpretasi hasil.

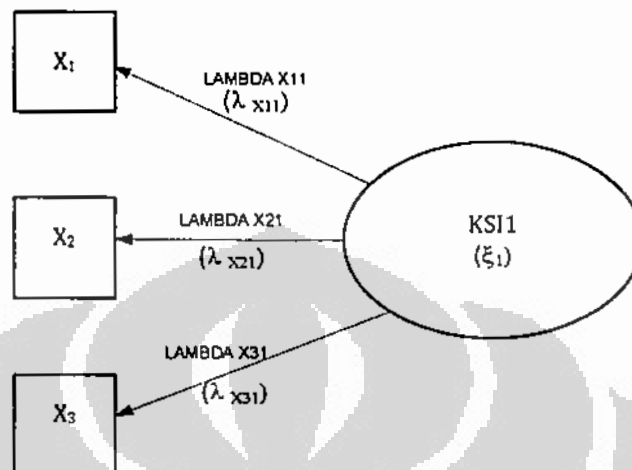
3.4.2 *Linear Structural Relationship (LISREL) Approach*

Secara umum analisis dalam LISREL dapat dipilah menjadi dua bagian yaitu yang pertama terkait dengan model pengukuran (*measurement model*) dan model struktural (*structural model*) (Sitinjau dan Sugiarto, 2006). Dengan menggunakan LISREL dapat dianalisis struktur kovarians yang rumit, variabel laten, hubungan saling ketergantungan antar variabel, dan hubungan sebab akibat yang timbal balik secara menyeluruh melalui model serta persamaan yang terstruktur.

3.4.2.1 *Model Pengukuran (Measurement Model)*

Model pengukuran merupakan model dalam SEM yang menggambarkan variabel teramati atau indikator sebagai refleksi dari suatu variabel laten. Dalam SEM, setiap variabel laten diwakili oleh satu atau lebih indikator. Model pengukuran yang banyak digunakan untuk menghubungkan variabel-variabel laten dengan indikator-indikatornya adalah berupa analisis faktor. Untuk muatan faktor (*factor loadings*) yang menghubungkan variabel laten dengan variabel teramati dilambangkan dengan λ (lambda), dimana matrik lambda untuk sisi X memiliki simbol λ_x dan matrik

lambda untuk sisi Y memiliki simbol λ_y . Model pengukuran dapat digambarkan sebagai berikut ini :

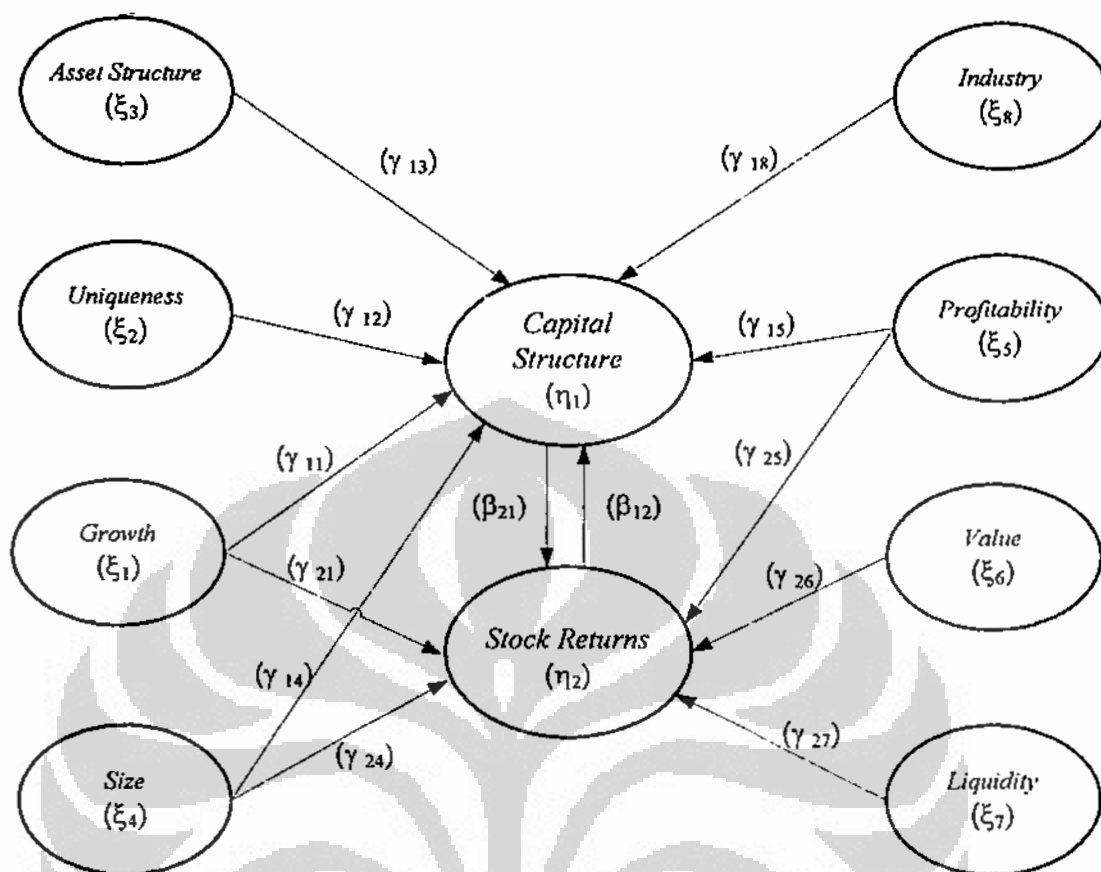


Gambar 3.2 : Model pengukuran

Sumber : Wijanto (2008)

3.4.2.2 Model Struktural (*Structural Model*)

Model struktural merupakan model dalam SEM yang menjelaskan hubungan yang terjadi di antara variabel-variabel laten yang ada. Hubungan antara variabel-variabel laten tersebut pada dasarnya serupa dengan suatu persamaan regresi linier. Dalam model struktural ini, regresi variabel laten endogen terhadap variabel laten eksogen disimbolkan dengan γ (gamma), sedangkan parameter yang menunjukkan regresi variabel laten endogen pada variabel laten endogen lainnya dilambangkan dengan β (beta). Model struktural dalam penelitian ini dapat dilihat pada gambar 3.3.



Gambar 3.3 : Model Struktural Penelitian

Sumber : Chen Yang *et al.* (2010) , telah diolah kembali oleh penulis

Sedangkan bentuk persamaan secara matematis dari model struktural tersebut dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$\eta_1 = \beta_{12}\eta_2 + \gamma_{11}\xi_1 + \gamma_{12}\xi_2 + \gamma_{13}\xi_3 + \gamma_{14}\xi_4 + \gamma_{15}\xi_5 + \gamma_{18}\xi_8 \quad (3.1)$$

$$\eta_2 = \beta_{21}\eta_1 + \gamma_{21}\xi_1 + \gamma_{24}\xi_4 + \gamma_{25}\xi_5 + \gamma_{26}\xi_6 + \gamma_{27}\xi_7 \quad (3.2)$$

Keterangan :

η = Variabel laten endogen

β = Koefisien atau parameter antara variabel laten endogen dengan variabel laten endogen lainnya

- γ = Koefisien atau parameter antara variabel laten eksogen dengan variabel laten eksogen lainnya
- ξ = Variabel laten eksogen

3.4.2.3 Uji Kecocokan Model

a. Uji Kecocokan Keseluruhan Model

Uji kecocokan keseluruhan model (*overall model fit*) ini berkaitan dengan analisis terhadap GOF (*Goodness of Fit*) statistik yang dihasilkan oleh program yang dijalankan. Ukuran-ukuran GOF dibagi ke dalam 3 kelompok yaitu (Wijanto, 2008) : (1) *absolute fit measures* (ukuran kecocokan absolut) yang menentukan derajat prediksi model keseluruhan (model struktural dan pengukuran) terhadap matrik korelasi dan kovarian, (2) *incremental fit measures* (ukuran kecocokan inkremental) yaitu ukuran yang membandingkan model yang diusulkan dengan model dasar atau sering disebut sebagai *null model* (model dimana semua variabel di dalam model bebas satu sama lain), dan (3) *parsimonious fit measures* (ukuran kecocokan parsimoni) yaitu ukuran yang mengaitkan GOF model dengan jumlah parameter yang diestimasi yakni yang diperlukan untuk mencapai kecocokan pada tingkat tersebut. Dari sekian banyak ukuran GOF yang tergolong dalam ketiga kelompok tersebut, beberapa ukuran yang biasa digunakan dalam penelitian antara lain :

Tabel 3.1 : Ukuran-ukuran *Goodness of Fit* (GOF)

Ukuran GOF	Tingkat Kecocokan yang Bisa Diterima
<i>Absolute-fit measures</i>	
<i>Statistic Chi-square</i>	Mengikuti uji statistik yang berkaitan dengan persyaratan signifikan. <i>Semakin kecil semakin baik.</i>
<i>Goodness-of-Fit Index</i> (GFI)	Nilai berkisar antara 0-1, dengan nilai lebih tinggi adalah lebih baik. <i>GFI ≥ 0.90 adalah good-fit, sedangkan $0.80 \leq GFI \leq 0.90$ adalah marginal-fit.</i>

Tabel 3.1 : (Lanjutan)

<i>Root Mean Square Residuan (RMR)</i>	Residual rata-rata antara matrik (korelasi atau kovarian) teramati dan hasil estimasi. <i>Standardized RMR ≤ 0.05 adalah good fit.</i>
<i>Root Mean Square Error of Approximation (RMSEA)</i>	Rata-rata perbedaan per <i>degree of freedom</i> yang diharapkan terjadi dalam populasi dan bukan sampel. <i>RMSEA ≤ 0.08 adalah good fit, sedangkan RMSEA ≤ 0.05 adalah close fit.</i>
Incremental-fit measures	
<i>Non-Normed Fit Index (NNFI)</i>	Nilai berkisar antara 0-1, dengan nilai lebih tinggi adalah lebih baik. <i>NNFI ≥ 0.90 adalah good-fit, sedangkan $0.80 \leq NNFI \leq 0.90$ adalah marginal-fit.</i>
<i>Normed Fit Index (NFI)</i>	Nilai berkisar antara 0-1, dengan nilai lebih tinggi adalah lebih baik. <i>NFI ≥ 0.90 adalah good-fit, sedangkan $0.80 \leq NFI \leq 0.90$ adalah marginal-fit.</i>
<i>Adjusted Goodness of Fit Index (AGFI)</i>	Nilai berkisar antara 0-1, dengan nilai lebih tinggi adalah lebih baik. <i>AGFI ≥ 0.90 adalah good-fit, sedangkan $0.80 \leq AGFI \leq 0.90$ adalah marginal-fit.</i>
<i>Comparative Fit Index (CFI)</i>	Nilai berkisar antara 0-1, dengan nilai lebih tinggi adalah lebih baik. <i>CFI ≥ 0.90 adalah good-fit, sedangkan $0.80 \leq CFI \leq 0.90$ adalah marginal-fit.</i>

Sumber : Wijanto (2008)

b. Evaluasi Model Pengukuran

Evaluasi terhadap setiap model pengukuran terdiri atas dua bagian yaitu evaluasi terhadap validitas (*validity*) dari model pengukuran dan evaluasi terhadap reliabilitas (*reliability*) dari model pengukuran. Wijanto (2008) menguraikan kedua jenis evaluasi tersebut sebagai berikut ini :

- Evaluasi terhadap validitas dari model pengukuran

Suatu variabel dikatakan memiliki validitas yang baik terhadap konstruk atau variabel latennya jika :

Universitas Indonesia

- Nilai-t muatan faktornya (*factor loadings*) lebih besar dari nilai kritis (≥ 1.96 atau ≥ 2 untuk praktisnya)
- Muatan faktor standarnya (*standardized factor loadings*) ≥ 0.70 atau ≥ 0.50 (Igrabia *et al.*, 1997 dalam Wijanto, 2008).
- Evaluasi terhadap reliabilitas dari model pengukuran

Sementara itu untuk mengukur reliabilitas dari model pengukuran dapat digunakan *composite reliability measure* (ukuran reliabilitas komposit) yang dapat dihitung sebagai berikut :

$$\text{Construct Reliability} = \frac{(\sum \text{std. loading})^2}{(\sum \text{std. loading})^2 + \sum e_j} \quad (3.3)$$

Dimana *std.loading* (*standardized loading*) dapat diperoleh secara langsung dari keluaran program LISREL dan e_j merupakan *measurement error* untuk setiap indikator atau variabel teramati. Selain itu untuk mengukur reliabilitas dari model pengukuran ini dapat juga digunakan *variance extracted measure* (ukuran ekstrak varian) yang mencerminkan jumlah varian secara keseluruhan dalam indikator-indikator yang dijelaskan oleh variabel laten. Ukuran ekstrak varian dapat dihitung sebagai berikut :

$$\text{Variance Extracted} = \frac{\sum \text{std. loading}^2}{\sum \text{std. loading}^2 + \sum e_j} \quad (3.4)$$

Hair *et al.* (1998) dalam Wijanto (2007) menjelaskan bahwa sebuah konstruk mempunyai reliabilitas yang baik jika :

- Nilai *Construct Reliability* (CR)-nya ≥ 0.70 , dan
- Nilai *Variance Extracted* (VE)-nya ≥ 0.50 .

c. Evaluasi Model Struktural

Bagian ini berkaitan dengan evaluasi terhadap koefisien-koefisien atau parameter-parameter yang menunjukkan hubungan kausal atau pengaruh satu variabel laten

Universitas Indonesia

terhadap variabel laten lainnya yang dapat dievaluasi dengan cara sebagai berikut (Wijanto, 2008) :

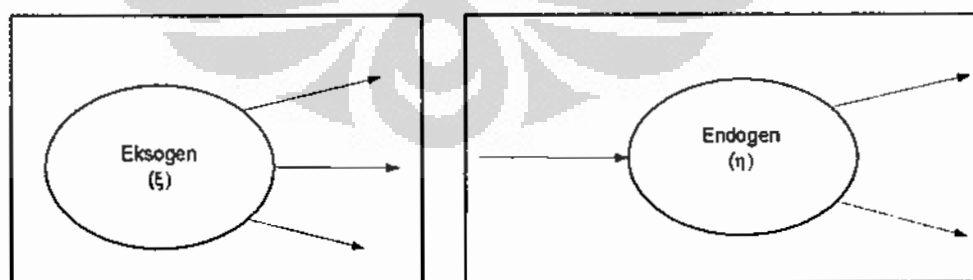
- *T-value* dari koefisien atau parameter
- Nilai koefisien atau parameter
- Koefisien determinasi (R^2)

3.5 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

3.5.1 Variabel Laten

3.5.1.1 Teori Variabel Laten

Variabel laten merupakan variabel yang tidak dapat diamati secara langsung yaitu hanya dapat dilihat melalui efeknya pada variabel teramati (Wijanto, 2008). Variabel laten ini dibagi menjadi 2 bagian yaitu variabel laten endogen dan variabel laten eksogen dimana pembagian tersebut didasarkan atas keikutsertaan mereka sebagai variabel terikat pada persamaan-persamaan dalam model. Variabel laten endogen yang dilambangkan dengan η (eta) merupakan suatu variabel terikat yang terdapat setidaknya pada satu persamaan dalam model dimana pada persamaan-persamaan lain yang tersisa variabel ini dapat berperan sebagai variabel bebas. Sedangkan variabel laten eksogen yang dilambangkan dengan ξ (ksi) merupakan suatu variabel bebas yang muncul pada persamaan-persamaan yang ada di dalam model. Gambaran mengenai variabel laten endogen dan variabel laten eksogen dapat dilihat sebagai berikut :



Gambar 3.4 : Variabel Laten Eksogen dan Endogen

Sumber : Wijanto (2008)

Simbol lingkaran atau elips yang ditunjukkan pada gambar di atas merupakan simbol untuk variabel laten, sedangkan anak panah merupakan simbol dari hubungan kausal.

3.5.1.2 Variabel Laten dalam Penelitian

Variabel-variabel laten, yang dibedakan menjadi variabel laten endogen dan variabel laten eksogen, yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

Tabel 3.2 : Variabel-variabel Laten dalam Penelitian

Variabel Laten	Notasi	Tahun Pengukuran yang Digunakan
Endogen		
1. <i>Capital structure</i> (struktur modal)	η_1	T
2. <i>Stock returns</i>	η_2	T
Eksogen		
1. <i>Growth</i>	ξ_1	T + 1
2. <i>Uniqueness</i>	ξ_2	T
3. <i>Asset structure</i>	ξ_3	T
4. <i>Size</i>	ξ_4	T - 1
5. <i>Profitability</i>	ξ_5	T - 1
6. <i>Value</i>	ξ_6	T - 1
7. <i>Liquidity</i>	ξ_7	T - 1
8. <i>Industry classification</i>	ξ_8	T

Sumber : Chen Yang *et al.* (2010), telah diolah kembali oleh penulis

3.5.2 Variabel Teramati

3.5.2.1 Teori Variabel Teramati

Variabel teramati atau yang disebut sebagai indikator merupakan variabel yang dapat diukur atau diamati secara langsung dimana variabel ini digunakan sebagai ukuran dari suatu variabel laten. Variabel teramati yang berkaitan dengan variabel laten

endogen (η /eta) dilambangkan dengan notasi Y, sedangkan untuk variabel teramati yang berkaitan dengan variabel laten eksogen (ξ /ksi) dilambangkan dengan notasi X. Jika variabel laten disimbolkan dengan lingkaran atau elips, maka variabel teramati disimbolkan dengan bujur sangkar atau kotak seperti yang dapat dilihat berikut ini :



Gambar 3.5 : Simbol Variabel Teramati

Sumber : Wijanto (2008)

3.5.2.2 Variabel Teramati dalam Penelitian

Setiap variabel laten akan diwakili oleh satu atau lebih variabel teramati (indikator). Indikator-indikator yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Tabel 3.3 : Variabel-variabel Teramati dalam Penelitian

Variabel Laten	Variabel Teramati (Indikator)	Notasi
Endogen		
1. <i>Capital structure</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ LT/BVA ▪ LT/MVA 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Y₁ ▪ Y₂
2. <i>Stock returns</i>	<i>Annual return</i>	Y ₃
Eksogen		
1. <i>Growth</i>	GTA	X ₁
2. <i>Uniqueness</i>	SE/Sales	X ₂
3. <i>Asset structure</i>	FA/TA	X ₃
4. <i>Size</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ LnS ▪ LnTA ▪ LnME 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ X₄ ▪ X₅ ▪ X₆

Tabel 3.3 (Lanjutan)

5. <i>Profitability</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ OI/S ▪ OI/TA ▪ CFO/TA 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ X₇ ▪ X₈ ▪ X₉
6. <i>Value</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ BE/ME ▪ EPS/P ▪ Q ratio 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ X₁₀ ▪ X₁₁ ▪ X₁₂
7. <i>Liquidity</i>	<i>Turnover rate</i>	X ₁₃
8. <i>Industry classification</i>	<i>Dummy variable</i> dengan kode 1 untuk industri manufaktur dan kode 0 untuk industri lainnya	X ₁₄

Sumber : Chen Yang *et al.* (2010) , telah diolah kembali oleh penulis

Adapun persamaan-persamaan yang digunakan untuk memperoleh indikator-indikator untuk setiap variabel laten yang ada adalah sebagai berikut :

a. **Variabel laten *capital structure***

Penelitian dari Chen Yang *et al.* (2010) menggunakan 2 indikator untuk mengukur *leverage* yaitu dengan *long term debt to book value of total assets* (LT/BVA) dan *long term debt to market value of total assets* (LT/MVA). Kedua indikator tersebut tidak digunakan secara bersama-sama, melainkan digunakan secara terpisah yang kemudian akan dibandingkan bagaimana hasil yang diperoleh jika struktur modal diukur dengan rasio utang jangka panjang terhadap nilai buku dari total aset perusahaan (*book debt ratio*) atau terhadap nilai pasar dari total aset perusahaan (*market debt ratio*). Hal tersebut dikarenakan nilai pasar dari total aset perusahaan dinilai dapat mencerminkan perbedaan dalam *growth opportunities* yang tidak tertangkap jika menggunakan nilai buku dari total aset perusahaan. Data-data yang digunakan pada perhitungan ini merupakan data pada akhir tahun. Perhitungan kedua indikator tersebut dapat dilihat sebagai berikut :

$$\frac{LT}{BVA} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Book Value of Asset}} \quad (3.5)$$

$$\frac{LT}{MVA} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Market Value of Equity} + \text{Book Value of Total Debt}} \quad (3.6)$$

b. Variabel laten *stock returns*

Penelitian dari Chen Yang *et al.* (2010) menggunakan indikator *annual return* untuk mengukur variabel laten tingkat pengembalian saham. Harga acuan yang digunakan untuk menghitung tingkat pengembalian saham adalah harga penutupan yang telah disesuaikan (*adjusted closing price*) pada akhir tahun. Perhitungan indikator ini dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$\text{Annual return} = \frac{\text{Adjusted Closing Price}_{\tau} - \text{Adjusted Closing Price}_{\tau-1}}{\text{Adjusted Closing Price}_{\tau-1}} \quad (3.7)$$

c. Variabel laten *growth*

Penelitian dari Chen Yang *et al.* (2010) menggunakan indikator persentase perubahan total aset perusahaan untuk mengukur variabel laten tingkat pertumbuhan. Nilai total aset yang digunakan dalam perhitungan adalah berdasarkan nilai pada akhir tahun. Perhitungan indikator ini selanjutnya dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$GTA = \frac{\text{Total Assets}_{\tau+1} - \text{Total Assets}_{\tau}}{\text{Total Assets}_{\tau}} \quad (3.8)$$

d. Variabel laten *uniqueness*

Penelitian dari Chen Yang *et al.* (2010) serta Titman dan Wessels (1988) menggunakan indikator *selling expenses per sales* (SE/S) untuk mengukur variabel *uniqueness*. Nilai beban penjualan dan penjualan yang digunakan dalam perhitungan adalah berdasarkan nilai pada akhir tahun. Perhitungan indikator ini selanjutnya dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$\frac{SE}{Sales} = \frac{Selling\ Expenses}{Sales} \quad (3.9)$$

e. **Variabel laten *asset structure***

Penelitian dari Chen Yang *et al.* (2010) dan Bevan *et al.* (2002) dalam Chen Yang *et al.* (2010) menggunakan indikator *fixed assets to total assets (FA/TA)* untuk mengukur variabel *asset structure (collateral value of assets)*. Nilai aset tetap dan total aset yang digunakan dalam perhitungan adalah berdasarkan nilai pada akhir tahun. Perhitungan indikator ini selanjutnya dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$\frac{FA}{TA} = \frac{Fixed\ Assets}{Total\ Assets} \quad (3.10)$$

f. **Variabel laten *size***

Indikator-indikator yang digunakan untuk mengukur variabel *size* adalah logaritma natural dari penjualan (LnS) dan logaritma natural dari total aset (LnTA) (Titman dan Wessels, 1988), serta logaritma natural nilai pasar dari ekuitas perusahaan (LnME) (Chen Yang *et al.*, 2010). Nilai penjualan, total aset, dan nilai pasar dari ekuitas perusahaan yang digunakan dalam perhitungan adalah berdasarkan nilai pada akhir tahun.

g. **Variabel laten *profitability***

Indikator-indikator yang digunakan untuk mengukur variabel *profitability* ini adalah rasio pendapatan operasional terhadap terhadap penjualan (OI/S) dan rasio pendapatan operasional terhadap terhadap total aset (OI/TA) (Titman dan Wessels, 1988), serta arus kas dari aktivitas operasional perusahaan terhadap total aset (CFO/TA) (Rajan dan Zingales, 1995). Nilai pendapatan operasional, penjualan, total aset dan arus kas dari aktivitas operasional perusahaan yang digunakan dalam perhitungan adalah berdasarkan nilai pada akhir tahun. Perhitungan indikator-indikator tersebut dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$\frac{OI}{S} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Sales}} \quad (3.11)$$

$$\frac{OI}{TA} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Total Assets}} \quad (3.12)$$

$$\frac{CFO}{TA} = \frac{\text{Cash Flow from Operating Activities}}{\text{Total Assets}} \quad (3.13)$$

h. Variabel laten *value*

Penelitian dari Chen Yang *et al.* (2010) menggunakan indikator rasio *book value* terhadap *market equity* perusahaan (BE/ME) dan *earnings per share to price* (E/P) untuk mengukur variabel laten *value*. Nilai *book value*, *market equity*, *earnings per share*, dan *price* yang digunakan dalam perhitungan adalah berdasarkan nilai pada akhir tahun. Perhitungan indikator-indikator tersebut dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$\frac{BE}{ME} = \frac{\text{Book Value}}{\text{Market Equity}} \quad (3.14)$$

$$\frac{EPS}{P} = \frac{\text{Earnings per Share}}{\text{Price}} \quad (3.15)$$

Selain itu dalam penelitian ini untuk variabel *value* akan digunakan juga indikator *Q ratio* yang dapat dihitung dengan persamaan sebagai berikut :

$$Q \text{ ratio} = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Liabilities}}{\text{Total Assets}} \quad (3.16)$$

i. Variabel laten *liquidity*

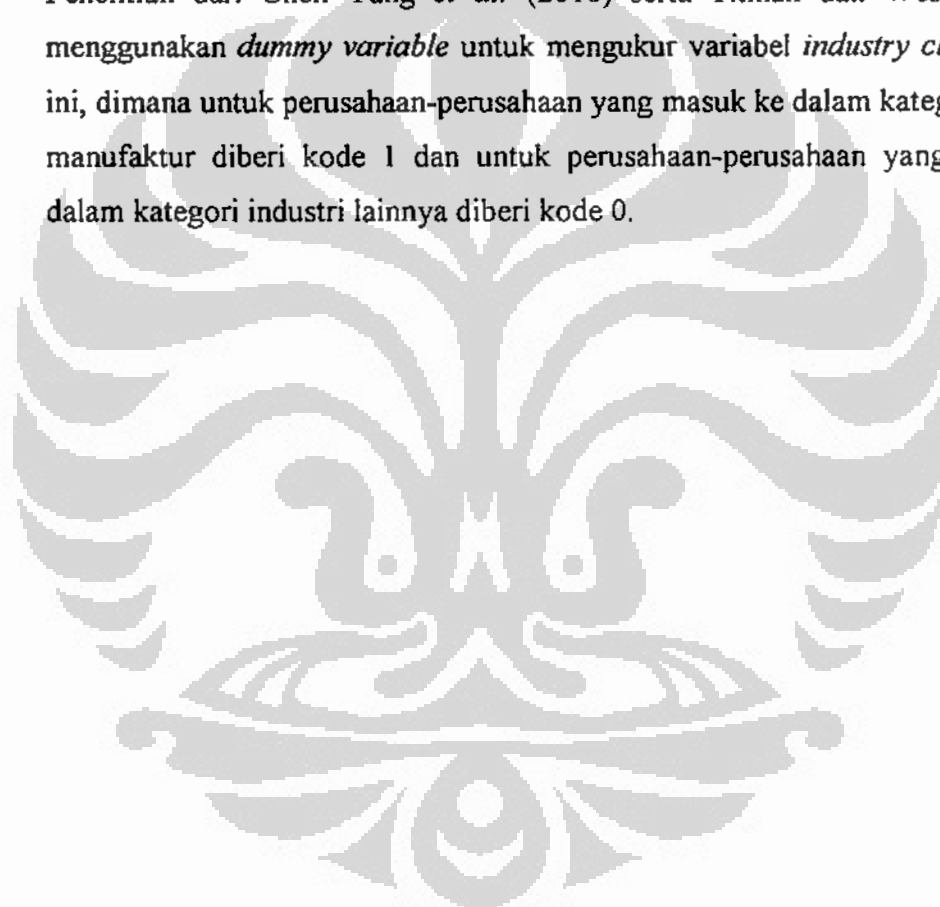
Penelitian dari Chen Yang *et al.* (2010) menggunakan indikator rasio volume perdagangan terhadap *outstanding shares* yang selanjutnya disebut sebagai *turnover rate* untuk mengukur variabel laten *liquidity*. Nilai volume perdagangan

dan *outstanding shares* yang digunakan dalam perhitungan adalah berdasarkan nilai pada akhir tahun. Perhitungan indikator tersebut dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$\text{Turnover rate} = \frac{\text{Trading Volume}}{\text{Outstanding Shares}} \quad (3.17)$$

j. Variabel laten *industry classification*

Penelitian dari Chen Yang *et al.* (2010) serta Titman dan Wessels (1988) menggunakan *dummy variable* untuk mengukur variabel *industry classification* ini, dimana untuk perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam kategori industri manufaktur diberi kode 1 dan untuk perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam kategori industri lainnya diberi kode 0.



BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Sampel Penelitian

Populasi perusahaan yang digunakan pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk tahun 2008. Penetapan sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah berdasarkan kriteria-kriteria (1) perusahaan tidak termasuk dalam kategori institusi dan lembaga keuangan dimana yang termasuk di dalamnya adalah perbankan, jasa keuangan, dan asuransi, (2) Perusahaan memiliki laporan keuangan yang berakhir pada tanggal 31 Desember untuk tahun 2007, 2008, dan 2009, dan (3) perusahaan memiliki data transaksi saham yang lengkap pada bulan Desember untuk tahun 2007 dan 2008. Berdasarkan keterpenuhan akan kriteria-kriteria tersebut maka diperoleh sampel sebanyak 161 perusahaan dengan rincian perhitungan sebagai berikut :

Tabel 4.1 : Rincian Perhitungan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2008	393
Perusahaan dalam kategori institusi dan lembaga keuangan	(72)
Perusahaan dalam kategori bukan institusi dan bukan keuangan	321
Perusahaan yang datanya tidak lengkap	160
Total sampel	161

Sumber : Indonesian Capital Market Directory, telah diolah kembali oleh penulis

Perusahaan yang dijadikan sampel tersebut tentunya berasal dari kategori industri yang berbeda-beda. Rincian atau uraian 161 sampel perusahaan berdasarkan klasifikasi industrinya dapat dilihat pada tabel 4.2.

Tabel 4.2 : Perusahaan Sampel Berdasarkan Klasifikasi Industri

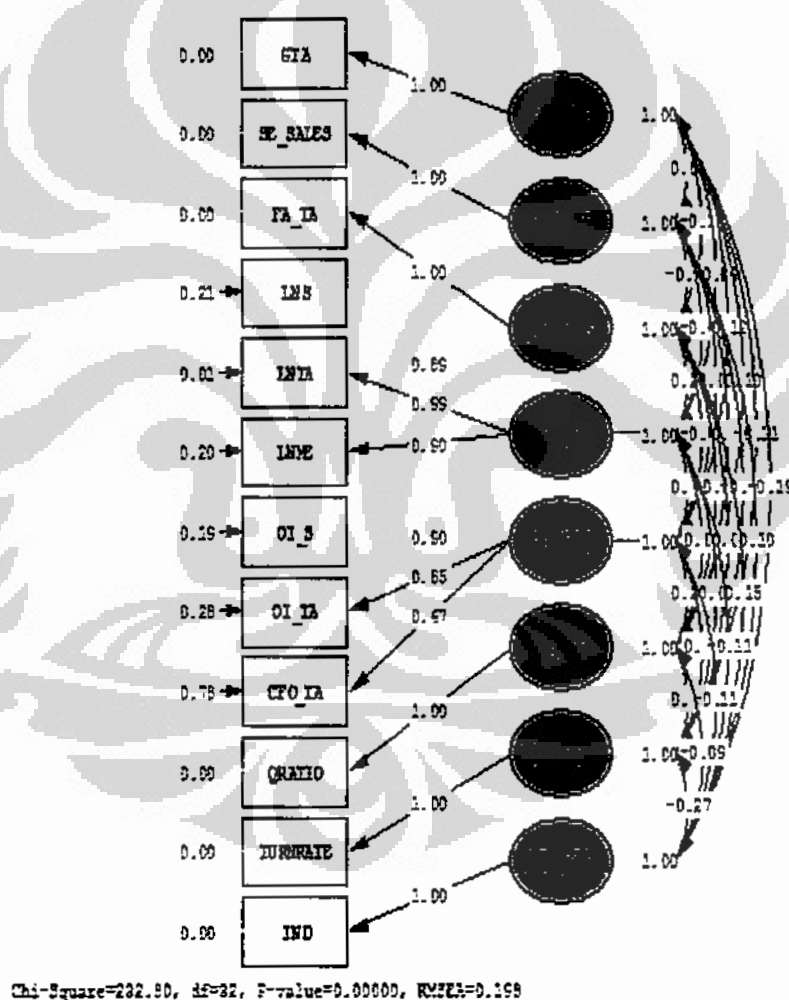
Kategori Industri	Jumlah	Persentase
<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>	6	3,73%
<i>Animan Feed and Husbandry</i>	3	1,86%
<i>Mining and Mining Services</i>	11	6,83%
<i>Constructions</i>	6	3,73%
<i>Manufacturing</i>	78	48,44%
<i>Transportation Services</i>	7	4,35%
<i>Telecommunication</i>	5	3,1%
<i>Wholesale and Retail Trade</i>	10	6,21%
<i>Real Estate and Property</i>	19	11,8%
<i>Hotel and Travel Services</i>	4	2,48%
<i>Holding and Other Investment Companies</i>	3	1,86%
<i>Others</i>	9	5,61%
Total	161	100%

Sumber : Indonesian Capital Market Directory, telah diolah kembali oleh penulis

4.2 Analisis Model Pengukuran

Estimasi parameter model dalam penelitian ini dilakukan dalam dua tahap secara terpisah atau disebut dengan *two-step approach*. Melalui pendekatan *two-step* ini maka yang diestimasi pertama kali adalah parameter model pengukuran dan setelah itu baru dilakukan estimasi terhadap parameter model struktural. Dengan demikian sejak awal sudah dilakukan identifikasi validitas dan reliabilitas model pengukuran yang diusulkan, sehingga jika dalam model pengukuran tersebut terdapat indikator atau variabel teramati yang tidak valid maka dapat dilakukan perbaikan model pengukuran sebelum masuk dalam pengujian model struktural. Pendekatan *two-step* tersebut diawali dengan penentuan data input yang akan digunakan dimana dalam penelitian ini digunakan data input berupa matriks kovariansi dan metode estimasi *maximum likelihood* (ML) sebagai basis untuk mengestimasi parameter model.

Pada intinya model pengukuran berusaha untuk mengkonfirmasi apakah variabel-variabel teramati yang digunakan memang merupakan ukuran atau refleksi dari sebuah variabel laten. Analisis model pengukuran ini disebut juga sebagai *Confirmatory Factor Analysis* (CFA). Model CFA yang baik, yaitu yang memiliki validitas dan reliabilitas yang baik, akan menentukan bisa atau tidaknya tahap ke dua (menambahkan model struktural) untuk dilaksanakan. Dengan menggunakan data-data dari keseluruhan 161 sampel yang digunakan maka diperoleh hasil model pengukuran seperti yang tersaji dalam gambar di bawah ini :



Gambar 4.1 : Muatan Faktor Standar Model Pengukuran

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

Universitas Indonesia

Selanjutnya terhasil hasil model pengukuran tersebut dilakukan dua evaluasi yaitu evaluasi terhadap validitas (*validity*) dari model pengukuran dan evaluasi terhadap reliabilitas (*reliability*) dari model pengukuran. Evaluasi terhadap validitas dari model pengukuran akan dilihat dari nilai-t muatan faktornya (*factor loadings*) dan juga dari muatan faktor standarnya (*standardized factor loadings*). Sedangkan evaluasi terhadap reliabilitas dari model pengukuran akan dilihat dari ukuran reliabilitas komposit (*construct reliability*) dan ukuran ekstrak varian (*variance extracted measure*). Validitas berhubungan dengan apakah suatu variabel mengukur apa yang seharusnya diukur. Sementara itu, reliabilitas menggambarkan konsistensi suatu pengukuran dimana reliabilitas yang tinggi menunjukkan bahwa indikator-indikator yang digunakan memiliki konsistensi tinggi dalam mengukur *construct* latennya.

Tabel 4.3 : Evaluasi Validitas Model Pengukuran

Variabel Laten Eksogen	Indikator	Nilai t - hitung	Muatan Faktor Standar	Validitas
<i>Growth</i>	<i>Growth (TA)</i>	17,8885	1,00	Terpenuhi
<i>Uniqueness</i>	SE/SALES	17,8885	1,00	Terpenuhi
<i>Asset Structure</i>	FA/TA	17,8885	1,00	Terpenuhi
<i>Size</i>	LnS		0,89	Terpenuhi
	LnTA	21,7960	0,99	Terpenuhi
	LnME	17,6148	0,90	Terpenuhi
<i>Profitability</i>	OI/S		0,90	Terpenuhi
	OI/TA	10,8056	0,85	Terpenuhi
	CFO/TA	5,9055	0,47	Tidak Terpenuhi
<i>Value</i>	<i>Q ratio</i>	17,8885	1,00	Terpenuhi
<i>Liquidity</i>	<i>Turnover rate</i>	17,8885	1,00	Terpenuhi
<i>Industry Classification</i>	<i>Dummy variable (0,1)</i>	17,8885	1,00	Terpenuhi

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

Dapat dilihat pada Tabel 4.1 bahwa terdapat beberapa variabel laten eksogen yang hanya memiliki satu indikator (variabel teramati) yaitu : *growth*, *uniqueness*, *asset structure*, *value*, *liquidity*, dan *industry*. Sebenarnya pada awalnya variabel *value* memiliki tiga variabel teramati yaitu BE/ME, EPS/P, dan Q ratio, namun akhirnya indikator BE/ME dan EPS/P dikeluarkan dari model karena tidak mampu menghasilkan model yang baik sehingga dilakukan perbaikan dengan hanya melibatkan indikator Q ratio pada *construct value*. Keseluruhan indikator dari masing-masing variabel yang hanya memiliki satu variabel teramati tersebut memiliki muatan faktor standar sebesar 1. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa indikator-indikator tersebut memiliki validitas yang baik terhadap *construct* atau variabel latennya karena memiliki muatan faktor standar $\geq 0,70$ atau $\geq 0,50$. Selain itu jika dilihat dari nilai-t muatan faktornya, indikator-indikator tersebut juga memiliki nilai t-hitung yang lebih besar dari nilai kritis 1.96 dimana ini menunjukkan bahwa variabel-variabel teramati yang ada memiliki validitas yang baik terhadap variabel latennya.

Sementara itu variabel laten eksogen yang memiliki indikator atau variabel teramati lebih dari satu adalah *size* dan *value*. Dari indikator-indikator yang ada untuk kedua variabel laten eksogen tersebut akan dilihat keterpenuhannya akan kriteria validitas. Jika ada indikator yang tidak mampu memenuhi kriteria validitas yang ditentukan maka indikator itu akan dikeluarkan dari model. Dari keseluruhan indikator kedua variabel laten eksogen tersebut terlihat bahwa hanya satu indikator, yaitu CFO/TA (merupakan salah satu indikator dari *profitability*), yang memiliki nilai muatan faktor standar sebesar 0.47 dimana nilai ini $\leq 0,70$ atau $\leq 0,50$. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa CFO/TA tidak memiliki validitas yang baik terhadap *profitability* dan selanjutnya indikator CFO/TA akan dikeluarkan dari model penelitian ini. Sementara itu indikator LnS, LnTA, LnME, OI/S, dan OI/TA mampu memenuhi kriteria muatan faktor standar $\geq 0,70$ atau $\geq 0,50$ dan nilai t-hitung yang lebih besar dari 1.96, sehingga indikator-indikator ini dapat dikatakan memiliki validitas yang baik terhadap variabel latennya.

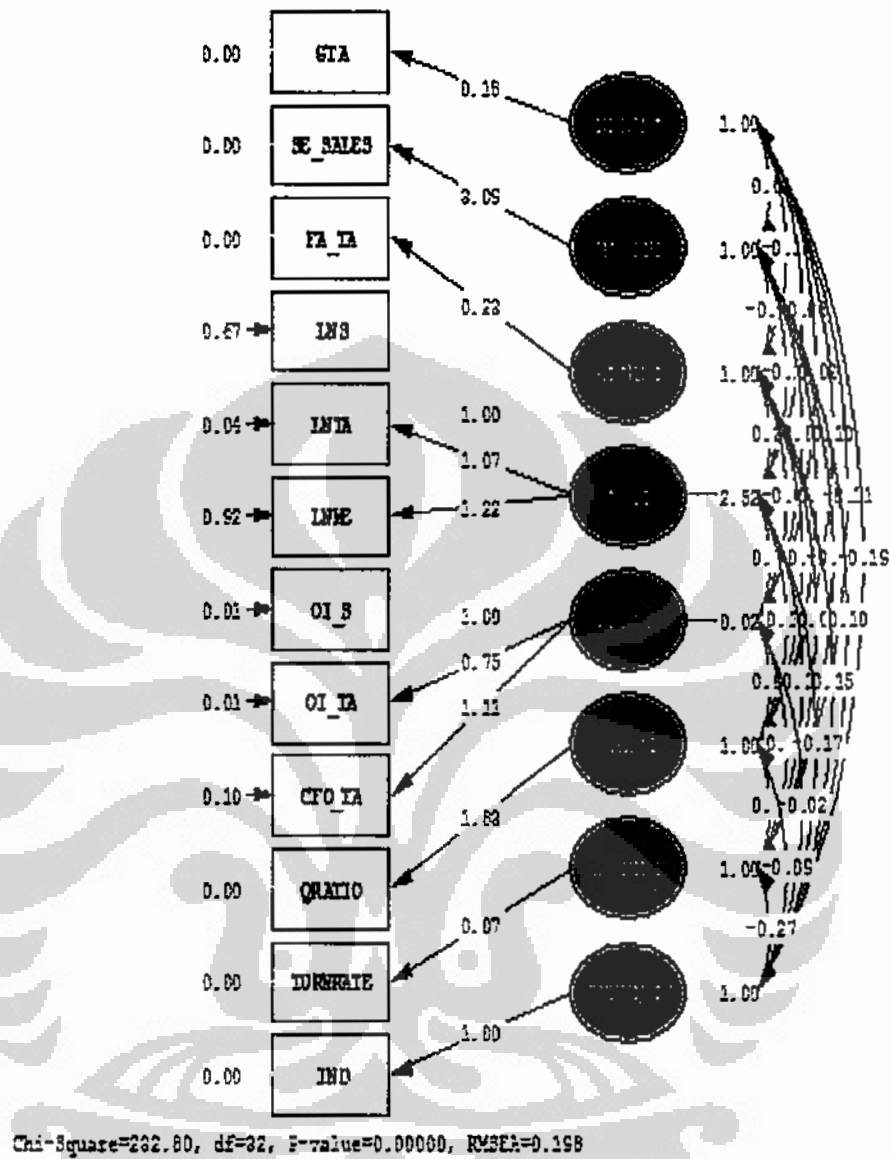
Evaluasi selanjutnya adalah terhadap reliabilitas dari model pengukuran yang akan dilihat dari ukuran reliabilitas komposit (*construct reliability*) dan juga ukuran ekstrak varian (*variance extracted measure*). Kriteria yang harus dipenuhi dalam evaluasi reliabilitas model pengukuran ini adalah bahwa sebuah *construct* mempunyai nilai *Construct Reliability* (CR)-nya $\geq 0,70$ dan *Variance Extracted* (VE) $\geq 0,50$ sehingga dapat dikatakan *construct* tersebut memiliki reliabilitas yang baik. Evaluasi reliabilitas ini dapat dilihat dalam tabel sebagai berikut :

Tabel 4.4 : Evaluasi Reliabilitas Model Pengukuran

Variabel Laten Eksogen	Construct Reliability (CR)	Variance Extracted (VE)	Reliabilitas
<i>Growth</i>	1,00 \geq 0,70	1,00 \geq 0,50	Terpenuhi
<i>Uniqueness</i>	1,00 \geq 0,70	1,00 \geq 0,50	Terpenuhi
<i>Asset Structure</i>	1,00 \geq 0,70	1,00 \geq 0,50	Terpenuhi
<i>Size</i>	0,94846 \geq 0,70	0,8601 \geq 0,50	Terpenuhi
<i>Profitability</i>	0,86695 \geq 0,70	0,7653 \geq 0,50	Terpenuhi
<i>Value</i>	1,00 \geq 0,70	1,00 \geq 0,50	Terpenuhi
<i>Liquidity</i>	1,00 \geq 0,70	1,00 \geq 0,50	Terpenuhi
<i>Industry Classification</i>	1,00 \geq 0,70	1,00 \geq 0,50	Terpenuhi

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

Terlihat pada Tabel 4.2 bahwa keseluruhan *construct* memiliki reliabilitas yang baik yaitu mampu memenuhi kriteria $CR \geq 0,70$ dan $VE \geq 0,50$ sehingga dapat dikatakan bahwa indikator-indikator yang digunakan memiliki konsistensi tinggi dalam mengukur *construct* latennya. Selanjutnya model pengukuran dapat dituangkan dalam bentuk persamaan dimana dasar dari persamaan tersebut adalah koefisien bobot faktor dari masing-masing indikator. Koefisien bobot faktor yang diperoleh dari hasil perhitungan dapat dilihat pada gambar 4.2.



Gambar 4.2 : Koefisien Bobot Faktor Model Pengukuran

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

Untuk lebih jelasnya persamaan model pengukuran untuk setiap indikator dari *construct-construct* yang ada dapat dilihat pada tabel 4.5.

Tabel 4.5 : Persamaan Model Pengukuran

Construct	Indikator	Persamaan Pengukuran
<i>Growth</i>	X_1	$X_1 = 0,1805\xi_1 + 0$
<i>Uniqueness</i>	X_2	$X_2 = 3,0911 \xi_2 + 0$
<i>Asset Structure</i>	X_3	$X_3 = 0,2326\xi_3 + 0$
<i>Size</i>	X_4	$X_4 = 1,00\xi_4 + 0,67$
	X_5	$X_5 = 1,0718\xi_4 + 0,04$
	X_6	$X_6 = 1,2253\xi_4 + 0,92$
<i>Profitability</i>	X_7	$X_7 = 1,00\xi_5 + 0,005$
	X_8	$X_8 = 0,7549\xi_5 + 0,005$
<i>Value</i>	X_{12}	$X_{12} = 1,8264\xi_6 + 0$
<i>Liquidity</i>	X_{13}	$X_{13} = 0,06786\xi_7 + 0$
<i>Industry Classification</i>	X_{14}	$X_{14} = 1,00\xi_8 + 0$

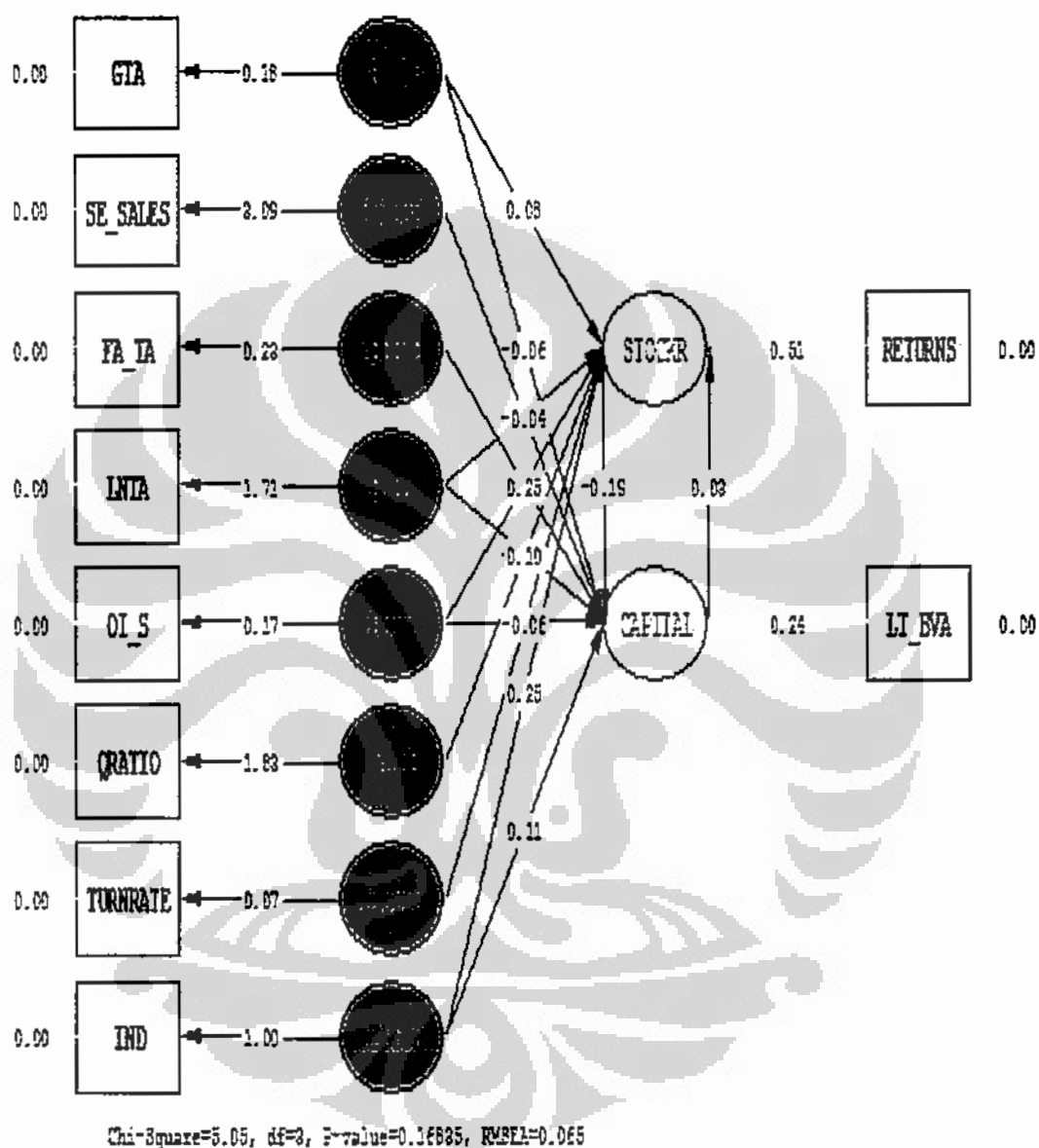
Sumber : Hasil olahan penulis

4.3 Analisis Model Struktural

4.3.1 Model Struktural : *Capital Structure* Diukur dengan LT/BVA

Setelah tahap pertama dari *two-step approach* menghasilkan model CFA yang memiliki kecocokan data model, validitas, serta reliabilitas yang baik maka dapat dilaksanakan tahap ke dua yaitu menambahkan model struktural pada model CFA hasil tahap pertama untuk menghasilkan model *hybrid*. Seperti yang telah disebutkan dalam Bab 3 bahwa dalam penelitian ini akan digunakan 2 indikator untuk mengukur *leverage* yaitu dengan *long-term debt to book value of total assets (LT/BVA)* dan *long-term debt to market value of total assets (LT/MVA)*. Hal tersebut dikarenakan nilai pasar dari total aset perusahaan dinilai dapat mencerminkan perbedaan dalam *growth opportunities* yang tidak tertangkap jika menggunakan nilai buku dari total aset perusahaan. Analisis model struktural yang pertama kali dijelaskan di bagian ini adalah yang menggunakan indikator LT/BVA untuk mengukur variabel *capital*

structure. Setelah dilakukan perhitungan maka diperoleh hasil model struktural sebagai berikut :



Gambar 4.3 :

Diagram Jalur Model Struktural (*Capital Structure* Diukur dengan LT/BVA)

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

Universitas Indonesia

Seperti halnya model pengukuran yang dievaluasi atas dasar kriteria-kriteria tertentu, model struktural ini juga akan dievaluasi. Evaluasi model struktural ini berhubungan dengan evaluasi terhadap koefisien-koefisien atau parameter-parameter yang menunjukkan hubungan kausal atau pengaruh satu variabel laten terhadap variabel laten yang lain. Evaluasi tersebut meliputi analisis *t-value* dari koefisien atau parameter, nilai koefisien atau parameter, dan koefisien determinasi (R^2). Untuk mempermudah analisis yang akan dilakukan maka diagram jalur tersebut akan dituangkan dalam bentuk tabel yang memuat persamaan model struktural serta koefisien atau parameter yang diperlukan, yaitu sebagai berikut :

**Tabel 4.6 : Estimasi Koefisien Struktural
(Capital structure diukur dengan indikator LT/BVA)**

Dependent Variables	Attribut									
	Capital Structure	Stock Returns	Growth	Uniqueness	Asset Structure	Size	Profitability	Value	Industry	Liquidity
Capital Structure (LT/BVA)		-0,19180 (-0,7028)	-0,06061 (-0,7643)	-0,04092 (-0,5515)	** 0,2504 (3,18480)	0,10220 (0,76140)	0,05825 (-0,6310)		0,10880 (0,98520)	
R-square = 0,1322										
Stock Returns	0,03463 (-0,1405)		0,08017 (1,0339)			** -0,3757 (-3,6351)	0,14270 (1,6183)	-0,11690 (-1,6300)	** 0,2481 (3,0923)	-0,10840 (-1,4621)
R-square = 0,2274										
* Signifikan pada 0.1 level										
** Signifikan pada 0.05 level										

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

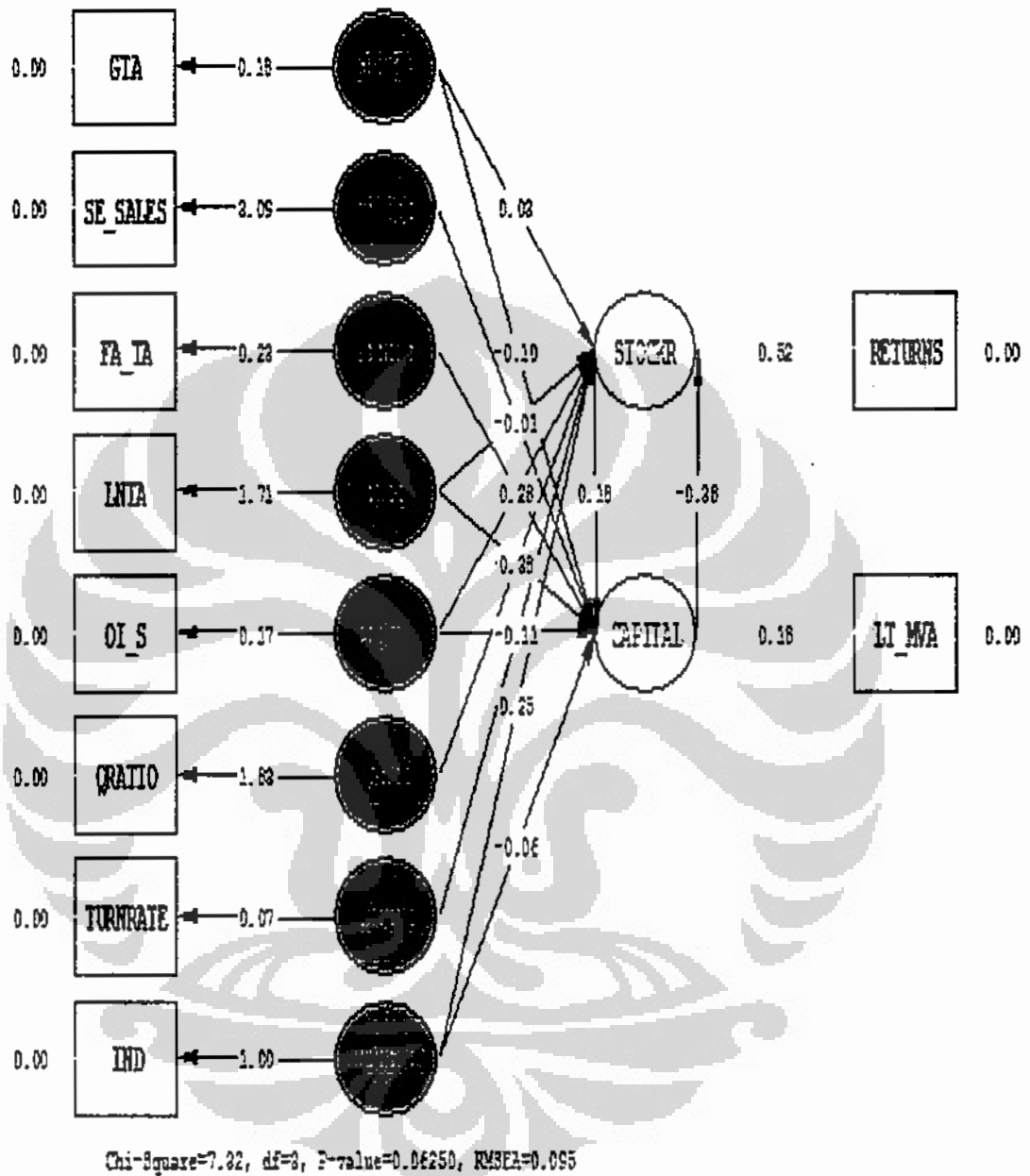
Jika dilihat dari hasil yang tersaji dalam Tabel 4.4 tidak banyak atribut yang berpengaruh secara signifikan terhadap *dependent variables* yang ada (*capital structure* dan *stock returns*). Atribut tersebut dikatakan signifikan terhadap *dependent variable* jika nilai absolut *t-value* dari koefisien atau parameter lebih besar dari 1,96 atau dikatakan *marginally significant* jika nilai absolut *t-value* dari koefisien atau parameter lebih besar dari 1,645. Hasil tersebut menunjukkan bahwa

untuk *capital structure* atribut yang berpengaruh signifikan hanyalah *asset structure*. Sedangkan untuk variabel *stock returns*, atribut yang berpengaruh signifikan adalah *size* dan *industry*. Untuk analisis hasil evaluasi signifikansi ini nantinya akan dijabarkan lebih jelas dalam kaitannya dengan asumsi hipotesis-hipotesis dari model penelitian pada bagian analisis pengujian hipotesis.

Sementara itu berkaitan dengan koefisien determinasi (R^2) yang dihasilkan oleh model, perlu diperhatikan bahwa R^2 pada *structural equations* tidak mempunyai interpretasi yang jelas dan untuk menginterpretasikan R^2 seperti pada persamaan regresi maka nilai R^2 akan diambil dari *reduced from equation*. Nilai R^2 yang tertera pada Tabel 4.4 di atas sudah merupakan nilai yang diambil dari *reduced from equation*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa untuk persamaan variabel laten endogen *capital structure*, nilai R^2 adalah sebesar 0,1322 yang berarti 13,22% dari variasi pada *capital structure* dapat dijelaskan oleh variasi atribut-atribut yang ada. Sedangkan untuk persamaan variabel laten endogen *stock returns*, nilai R^2 adalah sebesar 0,2274 yang berarti 22,74% dari variasi pada *stock returns* dapat dijelaskan oleh variasi atribut-atribut yang ada.

4.3.2 Model Struktural : *Capital Structure* Diukur dengan LT/MVA

Analisis model struktural selanjutnya adalah untuk model yang menggunakan indikator LT/MVA untuk mengukur variabel *capital structure*. Setelah dilakukan perhitungan maka diperoleh hasil model struktural seperti yang tertera dalam gambar 4.4.



Gambar 4.4 :

Diagram Jalur Model Struktural (*Capital Structure* Diukur dengan LT/MVA)

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

Evaluasi terhadap model struktural ini juga akan meliputi analisis *t-value* dari koefisien atau parameter, nilai koefisien atau parameter, dan koefisien determinasi (R^2). Selanjutnya untuk mempermudah analisis yang akan dilakukan maka diagram jalur tersebut akan dituangkan dalam bentuk tabel yang memuat persamaan model struktural serta koefisien atau parameter yang diperlukan, yaitu sebagai berikut :

**Tabel 4.7 : Estimasi Koefisien Struktural
(Capital structure diukur dengan indikator LT/MVA)**

Dependent Variables	Atribut									
	Capital Structure	Stock Returns	Growth	Uniqueness	Asset Structure	Size	Profitability	Value	Industry	Liquidity
Capital Structure (LT/MVA) R-square = 0,2046	.	0,18110 (0,70530)	-0,09649 (-1,2124)	-0,01174 (-0,1550)	**0,2778 (3,28900)	**0,3759 (2,98140)	-0,11360 (-1,2345)	.	-0,06234 (-0,5652)	.
Stock Returns R-square = 0,2482	*-0,3843 (-1,8343)	.	0,02948 (0,3952)	.	.	*-0,2124 (-1,0687)	0,09363 (1,1129)	** -0,1665 (-2,3807)	**0,2454 (3,2897)	** -0,1438 (-2,0036)
* Signifikan pada 0.1 level ** Signifikan pada 0.05 level										

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

Jika dilihat dari hasil yang tersaji dalam Tabel 4.5, jumlah atribut yang berpengaruh secara signifikan terhadap *dependent variables* lebih banyak dibandingkan dengan yang dihasilkan pada model yang menggunakan indikator LT/BVA untuk mengukur variabel *capital structure*. Hasil yang ada menunjukkan bahwa untuk *capital structure* atribut yang berpengaruh signifikan hanyalah *asset structure* dan *size*. Sedangkan untuk variabel *stock returns*, atribut yang berpengaruh signifikan adalah *value*, *liquidity*, dan *industry*. Sementara itu untuk yang berpengaruh secara *marginally significant* adalah *capital structure* dan *size*. Selanjutnya analisis signifikansi ini akan dijabarkan lebih jelas dalam kaitannya dengan asumsi hipotesis-hipotesis dari model penelitian pada bagian analisis pengujian hipotesis.

Universitas Indonesia

Sementara itu berkaitan dengan koefisien determinasi (R^2) yang dihasilkan oleh model, nilai R^2 yang tertera pada Tabel 4.5 di atas menunjukkan bahwa untuk persamaan variabel laten endogen *capital structure* adalah sebesar 0,2046 yang berarti 20,46% dari variasi pada *capital structure* dapat dijelaskan oleh variasi atribut-atribut yang ada. Sedangkan untuk persamaan variabel laten endogen *stock returns*, nilai R^2 adalah sebesar 0,2482 yang berarti 24,82% dari variasi pada *stock returns* dapat dijelaskan oleh variasi atribut-atribut yang ada. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai R^2 yang diperoleh dari model yang menggunakan indikator LT/MVA untuk mengukur variabel *capital structure* lebih besar dibandingkan dengan nilai R^2 yang diperoleh dari model yang menggunakan indikator LT/BVA untuk mengukur variabel *capital structure*. Nilai R^2 yang lebih besar tersebut menunjukkan bahwa pada model itu variasi atribut-atribut yang ada lebih mampu menjelaskan variasi dari *dependent variables*-nya.

4.4 Uji Kecocokan Keseluruhan Model

Uji kecocokan keseluruhan model (*overall model fit*) berkaitan dengan analisis terhadap GOF statistik yang dihasilkan oleh program. Terdapat berbagai ukuran GOF yang dapat digunakan sebagai acuan dimana setiap ukuran tersebut memiliki kriteria masing-masing. Terdapat dua kondisi (hasil) perhitungan uji kecocokan keseluruhan model dimana masing-masing adalah untuk model yang indikator *capital structure*-nya menggunakan LT/BVA dan juga untuk model yang indikator *capital structure*-nya menggunakan LT/MVA.

Tabel 4.8
Hasil Uji Kecocokan Keseluruhan Model
(*Capital structure* diukur dengan indikator LT/BVA)

Ukuran GOF	Target Tingkat Kecocokan	Hasil Estimasi	Tingkat Kecocokan
Chi-Square	Nilai yang kecil	$X^2 = 5,0475$	Baik (<i>good fit</i>)
P	$p > 0,05$	($p = 7,3151$)	
RMSEA	$RMSEA \leq 0,08$	0,06531	Baik (<i>good fit</i>)

Universitas Indonesia

Tabel 4.8 (Lanjutan)

RMR	$RMR \leq 0,05$	0,02077	Baik (<i>good fit</i>)
GFI	$GFI \geq 0,90$	0,9937	Baik (<i>good fit</i>)
AGFI	$AGFI \geq 0,90$	0,8851	Kurang baik
NFI	$NFI \geq 0,90$	0,9722	Baik (<i>good fit</i>)
NNFI	$NNFI \geq 0,90$	0,7723	Kurang baik
CFI	$CFI \geq 0,90$	0,9848	Baik (<i>good fit</i>)

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

Tabel 4.6 tersebut menunjukkan hasil uji kecocokan keseluruhan model untuk kondisi variabel *capital structure* yang menggunakan indikator LT/BVA. Dapat dilihat bahwa dari sekian banyak ukuran GOF yang ada, sebagian besar hasil estimasi menunjukkan hasil yang baik. Hanya terdapat dua ukuran yang kurang baik yaitu berdasarkan ukuran AGFI dan NNFI. Pada dasarnya untuk menilai kecocokan keseluruhan model tidak harus menggunakan keseluruhan ukuran yang ada. Jika sebagian besar GOF menunjukkan kecocokan yang baik maka dapat disimpulkan bahwa kecocokan keseluruhan model adalah baik. Sementara itu hasil uji kecocokan keseluruhan model untuk model yang indikator *capital structure*-nya menggunakan LT/MVA adalah sebagai berikut :

Tabel 4.9
Hasil Uji Kecocokan Keseluruhan Model
 (*Capital structure* diukur dengan indikator LT/MVA)

Ukuran GOF	Target Tingkat Kecocokan	Hasil Estimasi	Tingkat Kecocokan
Chi-Square P	Nilai yang kecil $p > 0,05$	$X^2 = 0,1684$ ($p = 0,0625$)	Baik (<i>good fit</i>)
RMSEA	$RMSEA \leq 0,08$	0,09482	Kurang baik
RMR	$RMR \leq 0,05$	0,02397	Baik (<i>good fit</i>)
GFI	$GFI \geq 0,90$	0,9909	Baik (<i>good fit</i>)

Universitas Indonesia

Tabel 4.9 (Lanjutan)

AGFI	AGFI $\geq 0,90$	0,8339	Kurang baik
NFI	NFI $\geq 0,90$	0,9649	Baik (<i>good fit</i>)
NNFI	NNFI $\geq 0,90$	0,6029	Kurang baik
CFI	CFI $\geq 0,90$	0,9735	Baik (<i>good fit</i>)

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

Sama halnya dengan hasil uji kecocokan keseluruhan model untuk kondisi variabel *capital structure* yang menggunakan indikator LT/BVA, dapat dilihat bahwa sebagian besar hasil estimasi yang tertera dalam Tabel 4.7 tersebut menunjukkan tingkat kecocokan keseluruhan model yang baik. Terdapat tiga ukuran yang kurang baik yaitu berdasarkan ukuran RMSEA, AGFI dan NNFI, namun sebagian besar GOF menunjukkan kecocokan yang baik sehingga dapat disimpulkan bahwa kecocokan keseluruhan model adalah baik. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa baik itu model dengan kondisi *capital structure* menggunakan indikator LT/BVA ataupun model dengan kondisi *capital structure* menggunakan indikator LT/MVA, keduanya menunjukkan kecocokan keseluruhan model yang baik.

4.5 Analisis Pengujian Hipotesis

Dalam penelitian ini terdapat sejumlah hipotesis yang meliputi keingintahuan untuk membuktikan apakah faktor-faktor determinan yang ditentukan memiliki pengaruh yaitu masing-masing terhadap variabel struktur modal (*capital structure*) dan variabel tingkat pengembalian saham (*stock returns*), apakah struktur modal dan tingkat pengembalian saham saling mempengaruhi secara bersamaan, dan juga ingin membuktikan bahwa diantara struktur modal dan tingkat pengembalian saham ada yang memiliki pengaruh yang lebih dominan. Melalui hasil model struktural yang menguraikan dengan jelas signifikansi pengaruh setiap atribut terhadap *dependent variable* yang ada, selanjutnya pada bagian ini akan diuraikan analisis terhadap model struktural dan kaitannya dengan hipotesis-hipotesis penelitian. Untuk memudahkan analisis maka dibuat ringkasan mengenai model struktural dan kaitannya dengan hipotesis penelitian dalam tabel sebagai berikut :

Universitas Indonesia

Tabel 4.10
Evaluasi Terhadap Model Struktural dan Kaitannya dengan Hipotesis
Penelitian (*Capital structure* diukur dengan indikator LT/BVA)

Hipotesis	Estimasi	Nilai - t	Kesimpulan
1a : <i>Growth</i> berpengaruh negatif terhadap <i>capital structure</i> .	-0,06061	-0,7643	Tidak signifikan (Hipotesis 1a ditolak)
2a : <i>Growth</i> berpengaruh positif terhadap <i>stock returns</i> .	0,08017	1,0339	Tidak signifikan (Hipotesis 2a ditolak)
3a : <i>Size</i> berpengaruh positif terhadap <i>capital structure</i> .	0,10220	0,76140	Tidak signifikan (Hipotesis 3a ditolak)
4a : <i>Size</i> berpengaruh negatif terhadap <i>stock returns</i> .	-0,3757	-3,6351	Signifikan, Hubungan negatif (Hipotesis 4a diterima)
5a : <i>Profitability</i> berpengaruh terhadap <i>capital structure</i> .	0,05825	-0,6310	Tidak signifikan (Hipotesis 5a ditolak)
6a : <i>Profitability</i> berpengaruh positif terhadap <i>stock returns</i> .	0,14270	1,6183	Tidak signifikan (Hipotesis 6a ditolak)
7a : <i>Asset structure</i> berpengaruh positif terhadap <i>capital structure</i> .	0,2504	3,18480	Signifikan, Hubungan positif (Hipotesis 7a diterima)
8a : <i>Uniqueness</i> berpengaruh negatif terhadap <i>capital structure</i> .	-0,04092	-0,5515	Tidak signifikan (Hipotesis 8a ditolak)
9a : <i>Industry classification</i> berpengaruh negatif terhadap <i>capital structure</i> .	0,10880	0,98520	Tidak signifikan (Hipotesis 9a ditolak)
10a : <i>Value</i> berpengaruh negatif terhadap <i>stock returns</i> .	-0,11690	-1,6300	Tidak signifikan (Hipotesis 10a ditolak)
11a : <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif terhadap <i>stock returns</i> .	-0,10840	-1,4621	Tidak signifikan (Hipotesis 11a ditolak)
12a : <i>Capital structure</i> dan <i>stock returns</i> saling mempengaruhi secara bersamaan.			Tidak signifikan (Hipotesis 12a ditolak)

Universitas Indonesia

Tabel 4.10 (Lanjutan)

<i>Stock returns</i> → <i>Capital structure</i>	-0,1980	-0,7028	
<i>Capital structure</i> → <i>Stock returns</i>	0,03463	-0,1405	
13a : Pengaruh negatif <i>stock returns</i> terhadap <i>capital structure</i> lebih dominan dibandingkan pengaruh positif <i>capital structure</i> terhadap <i>stock returns</i> .	Baik pengaruh <i>stock returns</i> terhadap <i>capital structure</i> ataupun pengaruh <i>capital structure</i> terhadap <i>stock returns</i> tidak signifikan (Hipotesis 13a ditolak).		

Sumber : Hasil olahan penulis

Jika tabel sebelumnya menguraikan evaluasi terhadap model struktural dan kaitannya dengan hipotesis penelitian dengan kondisi *capital structure* menggunakan indikator LT/BVA, maka uraian evaluasi terhadap model struktural dan kaitannya dengan hipotesis penelitian dengan kondisi *capital structure* menggunakan indikator LT/MVA akan disajikan dalam tabel sebagai berikut :

Tabel 4.11
Evaluasi Terhadap Model Struktural dan Kaitannya dengan Hipotesis Penelitian (*Capital structure* diukur dengan indikator LT/MVA)

Hipotesis	Estimasi	Nilai - t	Kesimpulan
1a : <i>Growth</i> berpengaruh negatif terhadap <i>capital structure</i> .	-0,09649	-1,2124	Tidak signifikan (Hipotesis 1a ditolak)
2a : <i>Growth</i> berpengaruh positif terhadap <i>stock returns</i> .	0,02948	0,3952	Tidak signifikan (Hipotesis 2a ditolak)
3a : <i>Size</i> berpengaruh positif terhadap <i>capital structure</i> .	0,3759	2,98140	Signifikan, Hubungan positif (Hipotesis 3a diterima)
4a : <i>Size</i> berpengaruh negatif terhadap <i>stock returns</i> .	-0,21240	-1,8687	<i>Marginally significant</i> , Hubungan negatif (Hipotesis 4a diterima)

Universitas Indonesia

Tabel 4.11 (Lanjutan)

5a : <i>Profitability</i> berpengaruh terhadap <i>capital structure</i> .	-0,11360	-1,2345	Tidak signifikan (Hipotesis 5a ditolak)
6a : <i>Profitability</i> berpengaruh positif terhadap <i>stock returns</i> .	0,09363	1,1129	Tidak signifikan (Hipotesis 6a ditolak)
7a : <i>Asset structure</i> berpengaruh positif terhadap <i>capital structure</i> .	0,2778	3,289	Signifikan, Hubungan positif (Hipotesis 7a diterima)
8a : <i>Uniqueness</i> berpengaruh negatif terhadap <i>capital structure</i> .	-0,01174	-0,1550	Tidak signifikan (Hipotesis 8a ditolak)
9a : <i>Industry classification</i> berpengaruh negatif terhadap <i>capital structure</i> .	-0,06234	-0,5652	Tidak signifikan (Hipotesis 9a ditolak)
10a : <i>Value</i> berpengaruh negatif terhadap <i>stock returns</i> .	-0,1665	-2,3807	Signifikan, Hubungan negatif (Hipotesis 10a diterima)
11a : <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif terhadap <i>stock returns</i> .	-0,1438	-2,0036	Signifikan, Hubungan negatif (Hipotesis 11a diterima)
12a : <i>Capital structure</i> dan <i>stock returns</i> saling mempengaruhi secara bersamaan.			Tidak signifikan (Hipotesis 12a ditolak)
<i>Stock returns</i> → <i>Capital structure</i>	0,1811	0,70530	
<i>Capital structure</i> → <i>Stock returns</i>	-0,3843	-1,8343	
13a : Pengaruh negatif <i>stock returns</i> terhadap <i>capital structure</i> lebih dominan dibandingkan pengaruh positif <i>capital structure</i> terhadap <i>stock returns</i> .	Pengaruh <i>stock returns</i> terhadap <i>capital structure</i> tidak signifikan, sedangkan pengaruh <i>capital structure</i> terhadap <i>stock returns</i> <i>marginally significant</i> . Namun tanda hubungan yang diharapkan berbeda. (Hipotesis 13a ditolak).		

Sumber : Hasil olahan penulis

4.5.1 *Growth dan Capital Structure*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa di pasar saham Indonesia, tingkat pertumbuhan perusahaan tidak mempengaruhi struktur modal. Secara teoritis perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi dimungkinkan atau cenderung memiliki *agency cost (underinvestment problem)* yang lebih besar dan perusahaan berusaha meminimasi *agency cost* tersebut dengan menetapkan tingkat *debt ratio* yang lebih rendah. Dengan demikian tingkat pertumbuhan dan struktur modal dinyatakan memiliki hubungan negatif. Namun hasil yang ada tidak menunjukkan hubungan yang signifikan antara keduanya, baik itu dengan menggunakan indikator *book debt ratio (LT/BVA)* ataupun *market debt ratio (LT/MVA)* untuk mengukur struktur modal, yang berarti hal ini tidak mendukung hipotesis yang ada. Hal ini dapat dimungkinkan karena pada pasar saham Indonesia, para kreditor tidak mengutamakan tingkat pertumbuhan perusahaan sebagai faktor yang dipertimbangkan dalam memberikan pinjaman tetapi lebih mengutamakan faktor-faktor lainnya. Sementara itu dalam penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010) di pasar saham Taiwan, ketika menggunakan ukuran *market debt ratio (LT/MVA)* hasil yang diperoleh adalah *growth* berhubungan negatif secara signifikan dengan *capital structure*.

4.5.2 *Growth dan Stock Returns*

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa di pasar saham Indonesia, tingkat pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham. Secara teoritis perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi memiliki *stock returns* yang lebih tinggi, sehingga dapat dinyatakan bahwa tingkat pertumbuhan dan *stock returns* memiliki hubungan positif. Namun hasil yang ada tidak menunjukkan hubungan yang signifikan antara kedua variabel tersebut. Hasil ini dimungkinkan dapat terjadi karena kondisi pasar saham di Indonesia yang belum efisien dibandingkan dengan pasar saham lainnya, dimana hal ini menunjukkan masih terdapat perbedaan informasi antara investor yang satu dengan investor yang lainnya. Pasar yang efisien itu sendiri merupakan suatu kondisi dimana harga saham

yang tercermin di pasar mencerminkan *historical data*, *public information*, dan informasi dari *company insiders* (Bodie, Kane, dan Marcus, 2009)

Sementara itu dalam penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010) di pasar saham Taiwan, diperoleh hasil bahwa *growth* berhubungan positif secara signifikan dengan *stock returns* bahkan tingkat pertumbuhan ini merupakan variabel yang memberikan pengaruh paling besar terhadap tingkat pengembalian saham. Dengan demikian jika di pasar saham Taiwan tingkat pertumbuhan berpengaruh baik itu terhadap *capital structure* ataupun terhadap *stock returns*, namun tidak demikian dengan yang terjadi di pasar saham Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa memang terdapat perbedaan karakteristik dari kedua pasar saham yang berbeda ini.

4.5.3 *Size dan Capital Structure*

Size atau ukuran perusahaan merupakan atribut atau faktor determinan yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Secara teoritis perusahaan-perusahaan besar cenderung lebih terdiversifikasi dan memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk mengalami kebangkrutan sehingga cenderung memiliki tingkat *leverage* yang lebih tinggi. Selain itu perusahaan-perusahaan besar ini juga memiliki *credit rating* yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang lebih kecil sehingga lebih memudahkan mereka untuk memperoleh *debt-financing*. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis yang ada yaitu ukuran perusahaan berhubungan positif dengan struktur modal perusahaan yang artinya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin tinggi *leverage*-nya. Sementara itu dalam penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010) di pasar saham Taiwan, diperoleh hasil bahwa *size* juga berpengaruh positif terhadap struktur modal.

4.5.4 *Size dan Stock Returns*

Size merupakan atribut yang tidak hanya berpengaruh terhadap struktur modal tetapi juga terhadap tingkat pengembalian saham. Dalam hipotesis penelitian mengenai keterkaitan *size* (ukuran perusahaan) dan *stock returns* disebutkan bahwa perusahaan

Universitas Indonesia

kecil (*small firms*) cenderung memperoleh tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang diperoleh oleh perusahaan besar dikarenakan perusahaan-perusahaan kecil ini menjalankan atau memiliki risiko yang lebih tinggi sehingga *stock returns* yang diharapkan oleh para pemegang saham juga lebih tinggi. Hasil dari penelitian yang dilakukan pada pasar saham Indonesia ini mendukung hipotesis yang ada yaitu bahwa *size* berpengaruh negatif terhadap *stock returns* yang artinya perusahaan-perusahaan kecil memperoleh tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi. Dengan demikian di pasar saham Indonesia terbukti bahwa *size* berpengaruh terhadap struktur modal dan juga terhadap tingkat pengembalian saham seperti halnya yang ditunjukkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010) di pasar saham Taiwan.

4.5.5 *Profitability dan Capital Structure*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa di pasar saham Indonesia, *profitability* atau tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Berdasarkan teori yang ada, perusahaan akan lebih memilih pendanaan internal untuk memenuhi kebutuhannya dibandingkan dengan menggunakan pendanaan eksternal. Untuk perusahaan dengan tingkat keuntungan yang tinggi akan memiliki *leverage* yang lebih rendah dikarenakan tidak dibutuhkannya pendanaan eksternal dan hal ini menunjukkan bahwa *profitability* dan struktur modal memiliki hubungan negatif. Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa yang terjadi di pasar saham Indonesia adalah tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *profitability* dan *capital structure*. Hal ini sama halnya dengan yang ditunjukkan oleh pengaruh *growth* yang juga tidak signifikan terhadap *capital structure* yaitu dapat dimungkinkan karena para kreditor tidak mengutamakan kinerja keuangan, seperti tingkat pertumbuhan atau tingkat keuntungan perusahaan, sebagai faktor yang dipertimbangkan dalam memberikan pinjaman tetapi lebih mengutamakan faktor-faktor lainnya. Pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010) di pasar saham Taiwan, hasil yang diperoleh adalah *profitability* berhubungan negatif secara signifikan dengan *capital structure*.

4.5.6 *Profitability dan Stock Returns*

Profitability, seperti halnya *growth* dan *size*, merupakan atribut yang tidak hanya berpengaruh terhadap struktur modal tetapi juga berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa di pasar saham Indonesia, *profitability* atau tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan juga tidak berpengaruh terhadap *stock returns*. Perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan yang lebih tinggi memiliki potensi pertumbuhan yang lebih besar yang menyebabkan tingkat pengembalian sahamnya menjadi lebih tinggi yang selanjutnya dapat disimpulkan bahwa *profitability* dan *stock returns* memiliki hubungan positif.

Hasil dari penelitian ini memperlihatkan bahwa yang terjadi di pasar saham Indonesia adalah tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *profitability* dan *stock returns*. Sejalan dengan hasil yang ditunjukkan dari pengaruh variabel *growth* terhadap *stock returns* yang juga tidak signifikan, hasil ini juga dimungkinkan dapat terjadi karena belum kuatnya efisiensi pasar saham di Indonesia yaitu tidak semua investor menggunakan atau mempertimbangkan tingkat pertumbuhan atau tingkat keuntungan perusahaan tersebut dalam menentukan tingkat pengembalian saham yang mereka harapkan. Sedangkan pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010) di pasar saham Taiwan, hasil yang diperoleh adalah *profitability* tidak hanya berpengaruh secara signifikan terhadap *capital structure* melainkan juga terhadap *stock returns* dimana hubungan yang tercipta antara *profitability* dan *stock returns* adalah positif. Hal ini juga menunjukkan bahwa memang terdapat perbedaan karakteristik dari kedua pasar saham yang berbeda ini.

4.5.7 *Asset Structure dan Capital Structure*

Hasil evaluasi terhadap model struktural dan kaitannya dengan hipotesis penelitian yang telah diuraikan sebelumnya menunjukkan bahwa atribut atau faktor determinan yang paling berpengaruh terhadap struktur modal adalah *asset structure*. Hal ini ditunjukkan baik itu dengan menggunakan indikator *book debt ratio* (LT/BVA) ataupun *market debt ratio* (LT/MVA) untuk mengukur struktur modal. Dalam kaitannya dengan hipotesis penelitian mengenai struktur aset ini disebutkan bahwa

Universitas Indonesia

perusahaan dengan *tangible assets* (yang dapat digunakan sebagai *collateral*) yang lebih besar memiliki *bankruptcy cost* yang lebih rendah sehingga hal ini akan memberikan kepercayaan yang lebih besar kepada pihak pemberi pinjaman untuk memberikan pinjamannya dan tentunya proporsi utang perusahaan juga akan meningkat.

Hasil dari penelitian yang dilakukan pada pasar saham Indonesia ini mendukung hipotesis yang ada yaitu bahwa *asset structure* dan struktur modal (*leverage level*) memiliki hubungan positif. Pengaruh yang begitu signifikan ini menunjukkan bahwa para pihak pemberi pinjaman mengutamakan pertimbangan adanya kepastian pengembalian pinjaman dari para debiturnya tersebut yang diukur dari besarnya *tangible assets* yang dapat dijadikan jaminan. Pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010) di pasar saham Taiwan, hasil yang diperoleh adalah *asset structure* berpengaruh terhadap *capital structure* ketika struktur modal diukur dengan menggunakan indikator *market debt ratio* (LT/MVA). Dengan demikian dapat dikatakan pengaruh *asset structure* terhadap *capital structure* lebih signifikan di pasar saham Indonesia dibandingkan dengan di pasar saham Taiwan.

4.5.8 *Uniqueness* dan *Capital Structure*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa di pasar saham Indonesia, *uniqueness* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Berdasarkan teori yang ada, perusahaan-perusahaan dengan produk-produk yang unik dan spesifik memiliki pekerja dan pemasok dengan keahlian dan modal yang spesifik sehingga tidak mudah bagi perusahaan untuk melakukan *cash out* sehingga memiliki *leverage* yang lebih rendah. Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa yang terjadi di pasar saham Indonesia adalah tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *uniqueness* dan *capital structure* yang berarti tidak mendukung hipotesis yang ada. Pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010) di pasar saham Taiwan, hasil yang diperoleh adalah *uniqueness* berhubungan negatif secara signifikan dengan *capital structure*. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang jelas antara kedua pasar saham tersebut dimana faktor seperti *uniqueness* ini di pasar

saham Indonesia tidak mempengaruhi keputusan kreditor untuk memberikan pinjamannya kepada perusahaan-perusahaan yang berusaha untuk mendapatkan pinjaman tersebut.

4.5.9 *Industry Classification dan Capital Structure*

Pada hipotesis penelitian diduga bahwa klasifikasi industri berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yaitu perusahaan-perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur cenderung memiliki spesialisasi produk dan jasa sehingga membutuhkan biaya yang tidak sedikit untuk melakukan likuidasi dimana hal tersebut mendorong mereka untuk menggunakan lebih sedikit utang. Namun hasil penelitian ini menunjukkan bahwa yang terjadi di pasar saham Indonesia justru klasifikasi industri tersebut tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan tetapi justru mempengaruhi tingkat pengembalian saham.

Jika dilihat dari data yang ada memang dapat diamati bahwa sebaran tingkat utang memang bervariasi yang artinya tidak terlihat sebegini besar perusahaan pada industri tertentu memiliki tingkat utang yang lebih rendah ataupun lebih tinggi. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa para kreditor tidak mengutamakan dikategori industri manakah suatu perusahaan berada tetapi lebih mementingkan faktor lain yaitu jumlah agunan yang dimiliki perusahaan tersebut untuk dapat membayar utang dan juga kecilnya kemungkinan perusahaan tersebut untuk bangkrut. Pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010) di pasar saham Taiwan, hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa *industry classification* berpengaruh (meskipun bukan sebagai atribut utama yang paling berpengaruh) terhadap *capital structure* yaitu memperlihatkan hubungan yang negatif.

4.5.10 *Value dan Stock Returns*

Value atau nilai perusahaan merupakan atribut atau faktor determinan lain yang ditemukan memberikan pengaruh terhadap *stock returns*. Secara teori, nilai perusahaan memiliki kaitan yang erat dengan tingkat pengembalian saham yaitu

Universitas Indonesia

bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki nilai *market-to-book* yang lebih rendah akan memiliki *returns* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki *market-to-book* lebih tinggi. Hal tersebut dikarenakan saham dengan *price/book* yang rendah memiliki risiko yang lebih tinggi karena perusahaan tersebut dinilai lebih rendah di pasar saham sehingga *stock returns* yang diharapkan pun akan lebih tinggi.

Hasil dari penelitian yang dilakukan pada pasar saham Indonesia ini mendukung hipotesis yang ada yaitu bahwa *value* berhubungan negatif secara signifikan dengan *stock returns* yang artinya perusahaan-perusahaan yang memiliki nilai *market-to-book* yang lebih rendah memiliki *stock returns* yang lebih tinggi. Pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010) di pasar saham Taiwan, hasil yang diperoleh memperlihatkan bahwa *value* juga berpengaruh secara signifikan terhadap *stock returns*.

4.5.11 *Liquidity* dan *Stock Returns*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa likuiditas merupakan atribut atau faktor determinan yang berpengaruh terhadap *stock returns*. Berdasarkan hipotesis penelitian mengenai keterkaitan *liquidity* dan *stock returns* disebutkan bahwa saham-saham dengan likuiditas yang lebih rendah akan memperoleh tingkat pengembalian yang lebih tinggi dimana hal tersebut merupakan suatu bentuk kompensasi dari risiko likuiditas. Hasil dari penelitian ini mendukung hipotesis tersebut yaitu bahwa *liquidity* berpengaruh negatif terhadap *stock returns* yang artinya di pasar saham Indonesia saham-saham dengan tingkat likuiditas yang lebih rendah akan memperoleh tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Sementara itu pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010), hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa di pasar saham Taiwan *liquidity* berhubungan negatif secara signifikan dengan *stock returns*.

4.5.12 *Capital Structure dan Stock Returns*

Hubungan antara *capital structure* dan *stock returns* merupakan hal utama yang ingin dilihat dalam penelitian ini. Hubungan tersebut dapat dilihat dari pengaruh *capital structure* terhadap *stock returns* dan begitu juga sebaliknya. Pengaruh tingkat pengembalian saham terhadap struktur modal adalah jika suatu perusahaan memiliki kinerja yang baik maka *stock returns* akan mengalami peningkatan dan dalam kegiatan pendanaan perusahaan akan lebih banyak menggunakan ekuitas dibandingkan dengan utang sehingga *debt ratio* pun akan menurun. Sedangkan pengaruh struktur modal terhadap *stock returns* yaitu perusahaan dengan tingkat *leverage* yang lebih tinggi memiliki risiko yang lebih besar pada *common equity* yang dimilikinya sehingga mendorong para investor untuk meningkatkan tingkat pengembalian saham yang mereka harapkan.

Penelitian ini ingin melihat bagaimana di pasar saham Indonesia struktur modal dan tingkat pengembalian saham saling mempengaruhi satu sama lain yaitu apakah struktur modal yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham atau sebaliknya, atautkah keduanya saling mempengaruhi secara bersamaan (*mutually affected*). Dimana pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen Yang *et al.* (2010), hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa di pasar saham Taiwan struktur modal dan tingkat pengembalian saham saling mempengaruhi secara bersamaan yaitu memiliki pengaruh yang berkebalikan satu sama lainnya, dimana *stock returns* berpengaruh negatif terhadap *capital structure* sedangkan *capital structure* berpengaruh positif terhadap *stock returns*.

Namun hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa yang terjadi di pasar saham Indonesia adalah tidak terdapat hubungan satu sama lain yang signifikan antara *capital structure* dan *stock returns*. Sebenarnya jika dilihat pada model yang menggunakan *market debt ratio* (LT/MVA) sebagai indikator struktur modal, terlihat bahwa *capital structure* berpengaruh terhadap *stock returns* namun hanya bersifat *marginally significant* dan tanda hubungan yang diharapkan pun berbeda. Sedangkan untuk *stock returns*, baik dari kedua model yang ada tetap tidak menunjukkan

Universitas Indonesia

pengaruh terhadap *capital structure*. Dengan demikian hipotesis *capital structure* dan *stock returns* saling mempengaruhi secara bersamaan tidak terpenuhi sehingga hipotesis selanjutnya yaitu pengaruh negatif *stock returns* terhadap *capital structure* lebih dominan dibandingkan pengaruh positif *capital structure* terhadap *stock returns* pun menjadi tidak terpenuhi karena hubungan antara kedua variabel tersebut tidak terbukti.

Jika dilihat secara keseluruhan terhadap atribut-atribut yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan, yang terjadi di pasar saham Indonesia adalah para pihak pemberi pinjaman lebih mempertimbangkan adanya kepastian pengembalian pinjaman tersebut dari para debiturnya yang diukur dari besarnya *tangible assets* dan juga besarnya (ukuran) perusahaan dibandingkan dengan menilai kinerja keuangan perusahaan yang antara lain dapat diukur melalui indikator-indikator seperti tingkat pertumbuhan ataupun tingkat keuntungan perusahaan.

Jika dibandingkan dengan penelitian lain yang dilakukan di Indonesia, yaitu penelitian Marpaung (2001), hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa faktor-faktor determinan yang paling dominan dalam mempengaruhi struktur modal perusahaan-perusahaan di Indonesia adalah *cost to bankruptcy*, profitabilitas, dan *firms size*. Penelitian tersebut menyatakan bahwa hasil yang diperoleh memang berbeda dengan yang diperoleh penelitian yang dilakukan di negara-negara lainnya dimana hal tersebut dapat disebabkan salah satunya karena faktor kondisi pasar modal Indonesia yang jauh dari efisien dibandingkan dengan pasar saham di negara-negara lain. Sementara itu berdasarkan penelitian Simanjuntak (2001) diketahui bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah *size*, *profit*, *asset*, *non-debt tax shield*, dan *cash flow*. Faktor determinan dari struktur modal yang konsisten ditemukan oleh Marpaung (2001), Simanjuntak (2001) dan penelitian ini adalah ukuran perusahaan (*size*). Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memang merupakan faktor determinan struktur modal yang dominan di pasar saham Indonesia.

Sementara itu mengenai faktor-faktor determinan yang mempengaruhi *return* saham, beberapa atribut terbukti memberikan pengaruh terhadap tingkat pengembalian saham sementara beberapa atribut lainnya tidak memperlihatkan hubungan tersebut. Faktor determinan dari stock returns di pasar saham Indonesia adalah *size*, *value*, *liquidity*, dan *industry classification*. Variabel *size*, *value*, dan *liquidity* sebagai faktor-faktor determinan dari return saham menunjukkan bahwa para investor mengutamakan pertimbangan risiko yang akan mereka hadapi dalam menentukan tingkat pengembalian atas suatu investasi yang mereka lakukan. Sementara itu untuk variabel *industry classification*, dalam penelitian ini justru ditemukan hubungan yang signifikan antara variabel tersebut dengan *return* saham. Hubungan tersebut tidak ditunjukkan dalam penelitian sebelumnya dan hal ini dapat menggambarkan bahwa para investor di pasar saham Indonesia melihat klasifikasi industri dalam menentukan tingkat pengembalian saham yang mereka harapkan.

4.6 Pengujian Tambahan

Pada penelitian ini digunakan model SEM, yang dalam penyelesaiannya menggunakan program LISREL, yang memang ditujukan untuk menganalisis hubungan antar berbagai variabel dan juga hubungan sebab akibat yang tidak hanya bersifat satu arah. Dimana hal utama yang ingin dibuktikan dalam penelitian ini adalah hubungan struktur modal dan tingkat pengembalian saham yang memiliki sifat saling mempengaruhi satu sama lain. Berdasarkan uraian analisis di bagian sebelumnya, hasil yang ditunjukkan di pasar saham Indonesia adalah hipotesis *capital structure* dan *stock returns* saling mempengaruhi secara bersamaan tidak terpenuhi. Hasil penelitian memperlihatkan bahwa tidak terdapat hubungan satu sama lain yang signifikan antara *capital structure* dan *stock returns*.

Namun pada dasarnya penggunaan model SEM ini selain untuk menganalisis hubungan dua arah juga dapat digunakan untuk menganalisis hubungan kausal searah. Jika dengan analisis hubungan kausal dua arah tidak terlihat hubungan satu sama lain yang signifikan antara *capital structure* dan *stock returns* maka pada bagian ini akan diuraikan bagaimana jika hubungan sebab akibat antara kedua

variabel tersebut hanya dilihat secara satu arah. Jika *stock returns* dilihat sebagai variabel tidak bebas (*dependent variable*) dan *capital structure* dilihat sebagai salah satu variabel bebasnya (*independent variable*), apakah akan terlihat pengaruh yang signifikan dari *capital structure* terhadap *stock returns*. Dan begitu juga sebaliknya yaitu jika *capital structure* dilihat sebagai variabel tidak bebas dan *stock returns* dilihat sebagai salah satu variabel bebasnya, apakah akan terlihat pengaruh yang signifikan dari *stock returns* terhadap *capital structure*. Selain itu dapat dilihat juga apakah terdapat perbedaan dari pengaruh atribut-atribut lainnya terhadap kedua variabel utama tersebut.

Berdasarkan hasil perhitungan, diperoleh hasil estimasi dengan model hubungan kausal searah untuk variabel tak bebas *capital structure* sebagai berikut :

Tabel 4.12 : Estimasi untuk Variabel *Capital Structure* dengan Model SEM Hubungan Kausal Satu Arah

Dependent Variable	Independent Variables						
	Stock Returns	Growth	Uniqueness	Asset Structure	Size	Profitability	Industry
Capital Structure (LT/BVA) R-square = 0,15	* -0,1545 (-1,8665)	-0,06389 (-0,8414)	-0,03667 (-0,4931)	** 0,2505 (3,18850)	0,11640 (1,25630)	-0,06317 (-0,7289)	0,09759 (1,20740)
Capital Structure (LT/MVA) R-square = 0,2522	** -0,2298 (-2,9353)	-0,06041 (-0,8482)	-0,05832 (-0,8355)	** 0,2762 (3,72540)	* 0,2187 (2,49780)	-0,05953 (-0,7324)	0,06067 (0,80130)
* Signifikan pada 0.1 level							
** Signifikan pada 0.05 level							

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

Berdasarkan hasil yang tertera dalam Tabel 4.12 dapat dilihat bahwa untuk *capital structure* atribut yang berpengaruh signifikan adalah *asset structure*, *size*, dan *stock returns*. Hasil ini tidak jauh berbeda dengan hasil yang diperoleh melalui model SEM dengan analisis hubungan kausal dua arah, yaitu struktur modal perusahaan di pasar

saham Indonesia dipengaruhi oleh *asset structure* dan ukuran perusahaan. Namun yang membedakan adalah jika dianalisis secara satu arah terlihat bahwa ternyata *stock returns* memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *capital structure*. Hasil ini juga memperlihatkan bahwa pengaruh *stock returns* terhadap *capital structure* tersebut bersifat negatif dimana hal ini sesuai dengan tanda yang diharapkan secara teoritis. Sementara itu untuk melihat bagaimana pengaruh sebaliknya, yaitu pengaruh *capital structure* terhadap *stock returns*, dapat dilihat dari hasil estimasi dengan model hubungan kausal searah untuk variabel tak bebas *stock returns* pada tabel berikut :

Tabel 4.13 : Estimasi untuk Variabel *Stock Returns* dengan Model SEM Hubungan Kausal Satu Arah

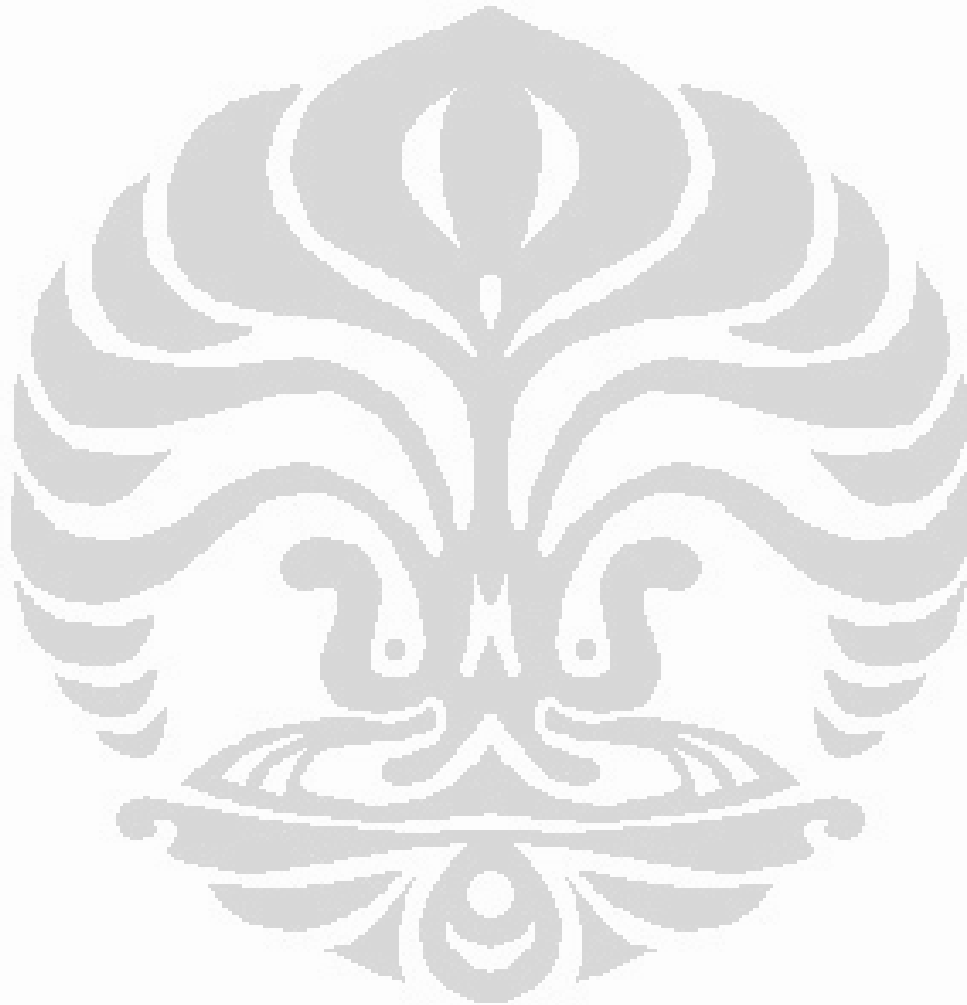
Dependent Variable	Independent Variables						
	Capital Structure (LT/BVA)	Growth	Size	Profitability	Value	Liquidity	Industry
Stock Returns	* -0,1292 (-1,7824)	0,05924 (0,81620)	** -0,3338 (-4,0146)	0,11960 (1,46160)	-0,10160 (-1,4346)	* -0,1227 (-1,6776)	** 0,2579 (3,38730)
R-square = 0,2426							
	Capital Structure (LT/MVA)	Growth	Size	Profitability	Value	Liquidity	Industry
Stock Returns	** -0,2406 (-3,2107)	0,04734 (0,66750)	** -0,2727 (-3,2547)	0,11110 (1,39170)	** -0,1472 (-2,1043)	* -0,1322 (-1,8469)	** 0,2487 (3,34600)
R-square = 0,2756							
* Signifikan pada 0.1 level							
** Signifikan pada 0.05 level							

Sumber : Hasil olahan penulis dengan menggunakan LISREL 8.70

Hasil yang tertera dalam Tabel 4.13 tersebut menunjukkan bahwa untuk variabel *stock returns*, atribut yang berpengaruh secara signifikan adalah *capital structure*, *size*, *value*, *liquidity*, dan *industry*. Hasil ini juga tidak jauh berbeda dengan hasil yang diperoleh dengan menggunakan model SEM dengan analisis hubungan kausal dua arah. Namun yang membedakan adalah bahwa ternyata melalui model SEM dengan analisis hubungan kausal satu arah ini terlihat bahwa *capital structure* memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *stock returns*. Meskipun

Universitas Indonesia

pengaruhnya bersifat negatif, sementara berdasarkan hipotesis hubungan yang diharapkan adalah positif, akan tetapi tetap terlihat bahwa *capital structure* merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi *stock returns*. Dengan demikian, melalui hasil estimasi dengan menggunakan hubungan kausal satu arah tersebut ternyata terlihat bahwa *stock returns* merupakan salah satu faktor determinan dari *capital structure* dan *capital structure* merupakan salah satu faktor determinan dari *stock returns*.



BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini menggunakan LISREL untuk mengetahui faktor-faktor determinan dari struktur modal dan *return* saham secara simultan, melihat bagaimana struktur modal dan *return* saham saling mempengaruhi yaitu apakah struktur modal yang mempengaruhi *return* saham atau sebaliknya, ataukah keduanya saling mempengaruhi satu sama lain secara bersamaan (*mutually affected*), dan juga untuk mengetahui di antara struktur modal dan *return* saham, manakah yang lebih memiliki *dominant power* yaitu apakah struktur modal memiliki pengaruh yang lebih dominan terhadap *return* saham ataukah sebaliknya. Penelitian dilakukan dengan menggunakan sampel sebanyak 161 perusahaan di pasar saham Indonesia yang tidak termasuk dalam kategori institusi dan lembaga keuangan dengan periode penelitian yang digunakan adalah tahun 2008.

Selanjutnya berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah diuraikan pada Bab 4 maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Faktor-faktor determinan yang mempengaruhi struktur modal di pasar saham Indonesia adalah struktur aset (*asset structure*) dan ukuran perusahaan (*size*). Hal ini menunjukkan bahwa tingkat utang suatu perusahaan lebih dipengaruhi oleh besarnya jaminan yang dimiliki untuk digunakan sebagai kepastian pengembalian utang kepada kreditor. Sementara itu untuk faktor-faktor determinan yang mempengaruhi *return* saham adalah *size*, *value*, *liquidity*, dan *industry classification*. Variabel *size*, *value*, serta *liquidity* berpengaruh negatif terhadap *stock returns* yaitu bahwa perusahaan kecil (*small firms*), memiliki nilai *market-to-book* yang lebih rendah, serta sahamnya memiliki likuiditas yang lebih rendah cenderung memperoleh tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi. Hal tersebut menunjukkan bahwa para investor mengutamakan pertimbangan risiko yang akan mereka hadapi dalam menentukan tingkat pengembalian atas suatu investasi yang mereka lakukan. Kemudian untuk

variabel *industry classification*, ditemukan bahwa di pasar saham Indonesia variabel ini berhubungan secara signifikan dengan *stock returns*, sedangkan hubungan tersebut tidak ditunjukkan dalam penelitian sebelumnya.

2. Selanjutnya khusus mengenai hubungan antara *capital structure* dan *stock returns*, berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya, penelitian ini memperlihatkan bahwa tidak terdapat hubungan satu sama lain yang signifikan antara *capital structure* dan *stock returns*. Dengan demikian hipotesis *capital structure* dan *stock returns* saling mempengaruhi secara bersamaan tidak terpenuhi.
3. Berdasarkan hasil yang menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan satu sama lain yang signifikan antara *capital structure* dan *stock returns* maka hipotesis selanjutnya yaitu pengaruh negatif *stock returns* terhadap *capital structure* lebih dominan dibandingkan pengaruh positif *capital structure* terhadap *stock returns* pun menjadi tidak terpenuhi. Sebagai tambahan, pada penelitian ini dilakukan suatu pengujian tambahan guna mengetahui hasil jika dilakukan analisis model SEM dengan hubungan kausal satu arah yang selanjutnya akan dibandingkan dengan hasil analisis model SEM dengan hubungan kausal dua arah yang telah dilakukan sebelumnya.

Hasil yang ada menunjukkan bahwa melalui estimasi dengan menggunakan hubungan kausal satu arah ternyata terlihat bahwa *stock returns* memberikan pengaruh secara signifikan terhadap *capital structure* dan *capital structure* juga memberikan pengaruh signifikan terhadap *stock returns*. Hal tersebut menunjukkan jika dilakukan penentuan determinan secara tidak simultan, *stock returns* merupakan salah satu faktor determinan dari *capital structure* dan *capital structure* merupakan salah satu faktor determinan dari *stock returns*. Sementara itu jika dilakukan analisis hubungan kausal dua arah, tidak terlihat hubungan satu sama lain yang signifikan antara kedua variabel tersebut.

5.2 Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian ini hanya dilakukan pada satu periode, yaitu tahun 2008. Ketika dijumpai hasil yang tidak sesuai dengan hipotesis penelitian, yang dibangun dari teori dan juga berbagai penelitian yang telah ada sebelumnya, maka tidak dapat diketahui secara pasti apakah hasil tersebut betul-betul mencerminkan kondisi sesungguhnya yang terjadi di pasar saham Indonesia. Bisa jadi dengan menggunakan periode yang berbeda akan diperoleh hasil yang berbeda pula dan hasil tersebut memiliki kemungkinan untuk mendukung hipotesis-hipotesis yang ada.
2. Terbatasnya kelengkapan data yang dibutuhkan sehingga terdapat variabel-variabel yang sebenarnya dapat digunakan sebagai faktor determinan penentu struktur modal atau tingkat pengembalian saham namun akhirnya tidak dipergunakan dalam penelitian ini. Padahal terdapat kemungkinan variabel tersebut memiliki hubungan signifikan dengan struktur modal atau tingkat pengembalian saham. Variabel tersebut misalnya adalah *volatility* yang secara teori memiliki pengaruh terhadap struktur modal, namun berdasarkan penelitian sebelumnya disebutkan bahwa untuk mengukur variabel ini dibutuhkan data dari T (tahun penelitian yang digunakan) hingga T-4. Karena dari sumber-sumber yang ada tidak banyak perusahaan yang memiliki kelengkapan data dalam rentang periode tersebut maka akhirnya variabel *volatility* tidak digunakan. Selain itu, permasalahan kelengkapan data ini juga berdampak pada jumlah sampel perusahaan yang dapat digunakan.

5.3 Saran

5.3.1 Bagi Akademisi dan Peneliti

Penelitian ini dapat berguna bagi akademisi dan peneliti sebagai bahan masukan bagi ilmu pengetahuan, khususnya yang berkaitan dengan hubungan timbal balik antara *capital structure* dan *stock returns* dengan menggunakan LISREL. Jika selama ini kajian mengenai struktur modal dan *return* saham dibahas mendalam secara terpisah maka untuk kedepannya dapat dibahas lebih mendalam mengenai keterkaitan antara kedua variabel tersebut beserta faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi keduanya.

Universitas Indonesia

Selain itu dapat ditinjau lebih jauh mengenai model penelitian lain yang dapat digunakan untuk menyelesaikan persoalan yang serupa dengan yang dibahas dalam penelitian ini. Bagi penelitian-penelitian selanjutnya disarankan beberapa hal berikut ini :

1. Menggunakan periode lebih dari satu tahun, misalnya saja tiga tahun, dengan demikian dapat dilakukan perbandingan terhadap hasil yang diperoleh dari masing-masing periode tersebut. Jika pada periode ini suatu hipotesis tidak terpenuhi maka terdapat kemungkinan pada periode lain hipotesis tersebut dapat terpenuhi. Dengan adanya perbandingan tersebut maka diharapkan dapat lebih menggambarkan kondisi yang sesungguhnya terjadi.
2. Sebaiknya digunakan atau ditambahkan faktor-faktor determinan lain yang belum digunakan dalam penelitian ini. Dengan demikian dapat diperoleh gambaran yang lebih luas mengenai variabel-variabel apa saja yang mempengaruhi *capital structure* dan *stock returns* di pasar saham Indonesia.
3. Dalam penelitian ini tidak terbukti adanya hubungan satu sama lain yang signifikan antara *capital structure* dan *stock returns* sehingga untuk penelitian selanjutnya perlu dibuktikan lebih lanjut apakah pengaruh secara simultan antara kedua variabel tersebut benar-benar ada.

5.3.2 Bagi Perusahaan

Dengan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa faktor determinan utama yang mempengaruhi struktur modal di pasar saham Indonesia adalah struktur aset (*asset structure*) dan ukuran perusahaan (*size*), perusahaan selanjutnya dapat memahami bahwa bagi para kreditor pertimbangan yang terpenting dalam memberikan pinjaman adalah kepastian pengembalian pinjaman tersebut yang diukur dari besarnya *tangible assets* yang dapat dijadikan sebagai jaminan dan juga besarnya (ukuran) perusahaan dibandingkan dengan menilai kinerja keuangan perusahaan. Dengan demikian untuk kedepannya, disaat perusahaan dihadapkan pada keputusan untuk meningkatkan penggunaan utang (melakukan perubahan struktur modal) maka harus betul-betul diperhatikan struktur aset yang ada sehingga dapat meyakinkan para kreditor untuk memberikan pinjaman.

Selain itu, perusahaan juga sebaiknya memperhatikan bahwa berkaitan dengan ketertarikan pihak investor untuk berinvestasi, faktor-faktor utama yang dipertimbangkan oleh para investor tersebut adalah seberapa besar suatu perusahaan (*size*), nilai perusahaan (*value*), likuiditas saham (*liquidity*), dan juga masuk ke dalam klasifikasi industri manakah perusahaan tersebut (*industry classification*). Hal-hal ini selanjutnya dapat menjadi pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan yang ditujukan untuk menarik minat para investor agar mau berinvestasi.

5.3.3 Bagi Investor

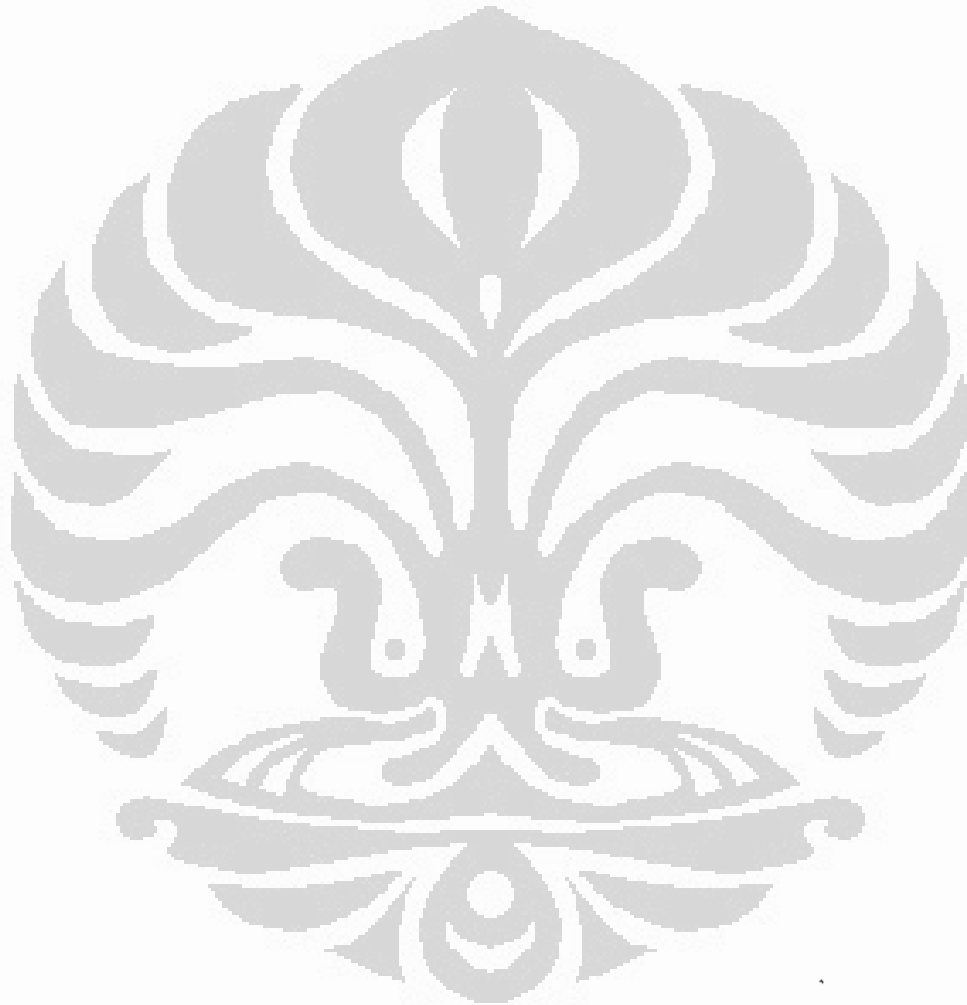
Bagi investor, penelitian ini dapat berguna sebagai bahan masukan dalam berinvestasi di suatu perusahaan yaitu dengan melihat faktor-faktor (termasuk salah satu di antaranya adalah struktur modal perusahaan) apa yang paling signifikan berpengaruh terhadap *return* saham yang akan mereka peroleh. Dari sekian banyak faktor yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian saham bahwa ternyata yang memberikan pengaruh utama pada *return* saham di pasar saham Indonesia adalah *size*, *value*, *liquidity*, dan *industry classification*. Dengan demikian dalam menentukan perusahaan mana yang akan dipilih untuk berinvestasi demi terpenuhinya tingkat pengembalian saham yang ingin mereka peroleh maka faktor-faktor tersebutlah yang perlu diperhatikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Andrade, Gregor, & Kaplan, Steven N. (1998). How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed. *Journal of Finance*, 53, 1443-1493.
- Baker, Malcolm, & Wurgler, Jeffrey. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57, 1-32.
- Banz, Rolf W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Finance*, 9, 3-18.
- Bhandari, Laxmi Chand. (1988). Debt/equity ratio and expected common stock returns : Empirical evidence. *Journal of Finance*, 43, 507-528.
- Bodie, Zvi, Kane, Alex, & Marcus, Alan J. (2009). *Investments* (8th ed.). New York : McGraw-Hill.
- Chang, Chingfu, Lee, Alice. C, & Lee, Cheng F. (2009). Determinants of capital structure choice : A structural equation modeling approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 197-213.
- Chen Yang, Chau, Few Lee, Cheng, Xiang Gu, Yan, & Wen Lee, Yen. (2010). Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach, An empirical test of Taiwan stock markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, 222-233.
- Fama, Eugene F., & French, Kenneth R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Frank, Murray Z., & Goyal, Vidhan K. (2007). Capital structure decisions : Which factors are reliably important?.
- Haugen, Robert A., & Baker, Nardin L. (1996). Commonality in the determinants of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 41, 401-439.
- Hovakimian, Armen, Opler, Tim, & Titman, Sheridan. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1-24.
- Huang, Guihai, & Song, Frank M. (2006). The determinants of capital structure : Evidence from China. *China Economic Review*, 17, 14-36.
- Indonesian Capital Market Directory*. (2008). ECFIN Institute for Economics and Financial Research.

- Jensen, Michael C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329.
- Kayhan, Ayla, & Titman, Sheridan. (2007). Firms' histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics*, 83, 1-32.
- Kusnendi, Dr. (2008). *Model-model Persamaan Struktural Satu dan Multigrup Sampel dengan LISREL*. Bandung : Alfabeta.
- Leland, Hayne E., & Pyle, David H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.
- Marpaung, Vera J. (2001). *Faktor Determinasi Capital Structure Perusahaan-perusahaan di Indonesia*. Tesis Universitas Indonesia.
- Murodoglu, Gulnur, & Sivaprasad, Sheeja. (2008). An empirical test on leverage and stock returns.
- Myers, Stewart C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, Stewart C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Opler, Tim C., & Titman, Sheridan. (1994). Financial distress and corporate performance. *Journal of Finance*, 49, 1015-1040.
- Pastor, Lubos, & Stambaugh, Robert F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*, 111, 642-685.
- Rajan, Raghuram G., & Zingales, Luigi. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Rosenberg, Barr, Kenneth, Reid, & Ronald, Lanstein. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11, 9-17.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., Jaffe, Jeffrey, & Jordan, Bradford D. (2009). *Modern Financial Management* (8th ed.). New York : McGraw-Hill.
- Simanjuntak, Michael. (2001). *Analisis Faktor-faktor Determinan dalam Kebijakan Struktur Modal Perusahaan*. Tesis Universitas Indonesia.
- Sitinjak, Tumpal JR., & Sugiarto. (2006). *Lisrel*. Yogyakarta : Graha Ilmu.
- Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta : Kanisius.

- Titman, Sheridan, & Wessels, Roberto. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Welch, Ivo. (2004). Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, 112, 106-131.
- Wijanto, Setyo H. (2008). *Structural Equation Modelling dengan LISREL 8.8*. Yogyakarta : Graha Ilmu.



Universitas Indonesia

Lampiran 1 : Daftar Perusahaan yang Digunakan Sebagai Sampel Penelitian

No.	Kode	Nama Perusahaan	Klasifikasi Industri
1	AALI	PT. Astra Agro Lestari Tbk	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
2	CPRO	PT. Central Proteinaprima Tbk	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
3	DSFI	PT. Dharma Samudera Fishing Industries Tbk	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
4	SGRO	PT. Sampoerna Agro Tbk	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
5	UNSP	PT Bakrie Sumatra Plantations Tbk	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
6	WAPO	PT. Wahana Phonix Mandiri Tbk	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
7	CPDW	PT. Cipendawa Tbk	<i>Animal Feed and Husbandry</i>
8	JPFA	PT. Japfa Comfeed Indonesia Tbk	<i>Animal Feed and Husbandry</i>
9	SIPD	PT. Sierad Produce Tbk	<i>Animal Feed and Husbandry</i>
10	ADHI	PT. Adhi Karya (Persero) Tbk	<i>Constructions</i>
11	DEWA	PT. Darma Henwa Tbk	<i>Constructions</i>
12	DGIK	PT. Duta Graha Indah Tbk	<i>Constructions</i>
13	PTRO	PT. Petrosea Tbk	<i>Constructions</i>
14	TOTL	PT. Total Bangun Persada Tbk	<i>Constructions</i>
15	WIKA	PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk	<i>Constructions</i>
16	BMTR	PT. Global Mediacom (d/h Bimantara Citra) Tbk	<i>Holding and Other Investment Companies</i>

17	BNBR	PT. Bakrie & Brothers Tbk	<i>Holding and Other Investment Companies</i>
18	PLAS	PT. Polaris Investama (d/h Redland Asia Capital) Tbk	<i>Holding and Other Investment Companies</i>
19	ANTA	PT. Anta Express Tour & Travel Services Tbk	<i>Hotel and Travel Services</i>
20	PGLI	PT. Pembangunan Graha Lestari Indah Tbk	<i>Hotel and Travel Services</i>
21	PLIN	PT. Plaza Indonesia Realty Tbk	<i>Hotel and Travel Services</i>
22	SHID	PT. Hotel Sahid Jaya International Tbk	<i>Hotel and Travel Services</i>
23	ADES	PT. Akasha Wira International (d/h Ades Waters Indonesia) Tbk	<i>Manufacturing</i>
24	ADMG	PT. Polychem Indonesia (d/h GT Petrochem Industries) Tbk	<i>Manufacturing</i>
25	AISA	PT. Tiga Pilar Sejahtera Food (d/h Asia Intiselera) Tbk	<i>Manufacturing</i>
26	AKKU	PT. Aneka Kemasindo Utama Tbk	<i>Manufacturing</i>
27	AKRA	PT. AKR Corporindo Tbk	<i>Manufacturing</i>
28	APLI	PT. Asiaplast Industries Tbk	<i>Manufacturing</i>
29	AQUA	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	<i>Manufacturing</i>
30	ARNA	PT. Arwana Citramulia Tbk	<i>Manufacturing</i>
31	ASII	PT. Astra International Tbk	<i>Manufacturing</i>
32	AUTO	PT. Astra Otoparts Tbk	<i>Manufacturing</i>
33	BRAM	PT. Indo Kordsa (d/h Branta Mulia) Tbk	<i>Manufacturing</i>
34	BRNA	PT. Berlina Tbk	<i>Manufacturing</i>
35	BRPT	PT. Barito Pacific Tbk	<i>Manufacturing</i>
36	BTON	PT. Betonjaya Manunggal Tbk	<i>Manufacturing</i>
37	BUDI	PT. Budi Acid Jaya Tbk	<i>Manufacturing</i>
38	CEKA	PT. Cahaya Kalbar Tbk	<i>Manufacturing</i>

39	CTBN	PT. Citra Tubindo Tbk	<i>Manufacturing</i>
40	DLTA	PT. Delta Djakarta Tbk	<i>Manufacturing</i>
41	DPNS	PT. Duta Pertiwi Nusantara	<i>Manufacturing</i>
42	DVLA	PT. Darya-Varia Laboratoria Tbk	<i>Manufacturing</i>
43	DYNA	PT. Dynaplast Tbk	<i>Manufacturing</i>
44	EKAD	PT. Ekadharma International Tbk	<i>Manufacturing</i>
45	ESTI	PT. Ever Shine Textile Industry Tbk	<i>Manufacturing</i>
46	FAST	PT. Fast Food Indonesia Tbk	<i>Manufacturing</i>
47	FASW	PT. Fajar Surya Wisesa Tbk	<i>Manufacturing</i>
48	GDYR	PT. Goodyear Indonesia Tbk	<i>Manufacturing</i>
49	GJTL	PT. Gajah Tunggal Tbk	<i>Manufacturing</i>
50	HEXA	PT. Hexindo Adiperkasa Tbk	<i>Manufacturing</i>
51	HMSP	PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	<i>Manufacturing</i>
52	IGAR	PT. Kageo Igar Jaya (d/h Igarjaya) Tbk	<i>Manufacturing</i>
53	INAF	PT. Indofarma (Persero) Tbk	<i>Manufacturing</i>
54	INAI	PT. Indal Alumunium Industry Tbk	<i>Manufacturing</i>
55	INDF	PT. Indofoof Sukses Makmur Tbk	<i>Manufacturing</i>
56	INDR	PT. Indorama Syntetics Tbk	<i>Manufacturing</i>
57	INTA	PT. Intraco Penta Tbk	<i>Manufacturing</i>
58	INTP	PT. Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	<i>Manufacturing</i>
59	JKSW	PT. Jakarta Kyoei Steel Works Tbk	<i>Manufacturing</i>
60	KAEF	PT. Kimia Farma (Persero) Tbk	<i>Manufacturing</i>
61	KARW	PT. Karwell Indonesia Tbk	<i>Manufacturing</i>
62	KBLM	PT. Kabelindo Murni Tbk	<i>Manufacturing</i>
63	KDSI	PT. Kedawung Setia Industrial Tbk	<i>Manufacturing</i>
64	KLBF	PT. Kalbe Farma Tbk	<i>Manufacturing</i>
65	LION	PT. Lion Metal Works	<i>Manufacturing</i>
66	LMSH	PT. Lionmesh Prima Tbk	<i>Manufacturing</i>
67	LTLS	PT. Lautan Luas Tbk	<i>Manufacturing</i>
68	MASA	PT. Multistrada Arah Sarana Tbk	<i>Manufacturing</i>

69	MERK	PT. Merck Tbk	<i>Manufacturing</i>
70	MLPL	PT. Multipolar Tbk	<i>Manufacturing</i>
71	MRAT	PT. Mustika Ratu Tbk	<i>Manufacturing</i>
72	MTDL	PT. Metrodata Electronics Tbk	<i>Manufacturing</i>
73	MYOH	PT. Myoh Technology Tbk	<i>Manufacturing</i>
74	MYOR	PT. Mayora Indah Tbk	<i>Manufacturing</i>
75	PAFI	PT. Panasia Filament Inti Tbk	<i>Manufacturing</i>
76	PBRX	PT. Pan Brothers Tex Tbk	<i>Manufacturing</i>
77	POLY	PT. Polysindo Eka Perkasa Tbk	<i>Manufacturing</i>
78	PRAS	PT. Prima Alloy Steel Tbk	<i>Manufacturing</i>
79	PSDN	PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk	<i>Manufacturing</i>
80	PTSN	PT. Sat Nusapersada Tbk	<i>Manufacturing</i>
81	PYFA	PT. Pyridam Farma Tbk	<i>Manufacturing</i>
82	RICY	PT. Ricky Putra Globalindo Tbk	<i>Manufacturing</i>
83	RMBA	PT. Bantoel Internasional Investama Tbk	<i>Manufacturing</i>
84	SAIP	PT. Surabaya Agung Industry Pulp & Kertas Tbk	<i>Manufacturing</i>
85	SKLT	PT. Sekar Laut Tbk	<i>Manufacturing</i>
86	SMAR	PT. Sinar Mas Agro Resorces and Technology (SMART) Tbk	<i>Manufacturing</i>
87	SMCB	PT. Holcim Indonesia Tbk	<i>Manufacturing</i>
88	SMGR	PT. Semen Gresik (Persero) Tbk	<i>Manufacturing</i>
89	SMSM	PT. Selamat Sempurna Tbk	<i>Manufacturing</i>
90	SRSN	PT. Indo Acidatama (d/h Sarasa Nugraha) Tbk	<i>Manufacturing</i>
91	STTP	PT. Siantar TOP Tbk	<i>Manufacturing</i>
92	SULI	PT. Sumalindo Lestari Jaya Tbk	<i>Manufacturing</i>
93	TCID	PT. Mandom Indonesia Tbk	<i>Manufacturing</i>
94	TRST	PT. Trias Sentosa Tbk	<i>Manufacturing</i>
95	TSCP	PT. Tempo Scan Pacific Tbk	<i>Manufacturing</i>

96	TURI	PT. Tunas Ridean Tbk	<i>Manufacturing</i>
97	ULTJ	PT. Ultra Jaya Milk Industry & Trading Company Tbk	<i>Manufacturing</i>
98	UNTR	PT. United Tractor Tbk	<i>Manufacturing</i>
99	UNTX	PT. Unitex Tbk	<i>Manufacturing</i>
100	UNVR	PT. Unilever Indonesia Tbk	<i>Manufacturing</i>
101	ANTM	PT. Antam (Persero) Tbk	<i>Mining and Mining Services</i>
102	BUMI	PT. Bumi Resources Tbk	<i>Mining and Mining Services</i>
103	CNKO	PT. Central Korporindo Internasional Tbk	<i>Mining and Mining Services</i>
104	CTTH	PT. Citatah Industri Marmer Tbk	<i>Mining and Mining Services</i>
105	INCO	PT. International Nickel Indonesia Tbk	<i>Mining and Mining Services</i>
106	ITMG	PT. Indo Tambangraya Megah Tbk	<i>Mining and Mining Services</i>
107	MEDC	PT. Medco Energi Internasional Tbk	<i>Mining and Mining Services</i>
108	TINS	PT. Timah (Persero) Tbk	<i>Mining and Mining Services</i>
109	PGAS	PT. Perusahaan Gas Negara (Persero)	<i>Mining and Mining Services</i>
110	PTBA	PT. Bukit Asam Tbk	<i>Mining and Mining Services</i>
111	SUGI	PT. Sugi Samapersada Tbk	<i>Mining and Mining Services</i>
112	ABBA	PT. Abdi Bangsa Tbk	<i>Others</i>
113	BTEK	PT. Bumi Teknokultura Unggul Tbk	<i>Others</i>
114	FORU	PT. Fortune Indonesia Tbk	<i>Others</i>

115	ITTG	PT. Leo Investment (d/h Integrasi Teknologi) Tbk	<i>Others</i>
116	LMAS	PT. Limas Centric Indonesia Tbk	<i>Others</i>
117	MNCN	PT. Media Nusantara Citra Tbk	<i>Others</i>
118	RUIS	PT. Radiant Utama Interinsco Tbk	<i>Others</i>
119	SCMA	PT. Surya Citra Media Tbk	<i>Others</i>
120	TMPO	PT. Tempo Inti Media Tbk	<i>Others</i>
121	ASRI	PT. Alam Sutera Realty Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
122	BKSL	PT. Sentul City (d/h Bukit Sentul) Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
123	BMSR	PT. Bintang Mitra Semestaraya Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
124	COWL	PT. Cowell Development Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
125	CTRS	PT. Ciputra Surya Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
126	DUTI	PT. Duta Pertiwi Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
127	ELTY	PT. Bakrieland Development Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
128	GPRA	PT. Perdana Gapuraprima Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
129	JIHD	PT. Jakarta International Hotel & Development Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
130	KARK	PT. Dayaindo Resources International (d/h Kridaperdana Indahgraha) Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
131	KIJA	PT. Jababeka Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
132	LPKR	PT. Lippo Karawaci Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
133	MAMI	PT. Mas Murni Indonesia Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
134	OMRE	PT. Indonesia Prima Property Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
135	PJAA	PT. Pembangunan Jaya Ancol Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
136	RBMS	PT. Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
137	SIIP	PT. Suryainti Permata Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
138	SMRA	PT. Summarecon Agung Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
139	SSIA	PT. Surya Semesta Internusa Tbk	<i>Real Estate and Property</i>
140	BTEL	PT. Bakrie Telecom Tbk	<i>Telecommunication</i>
141	EXCL	PT. Excelcomindo Pratama Tbk	<i>Telecommunication</i>
142	FREN	PT. Mobile-8 Telecom Tbk	<i>Telecommunication</i>

143	ISAT	PT. INDOSAT Tbk	<i>Telecommunication</i>
144	TLKM	PT. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	<i>Telecommunication</i>
145	APOL	PT. Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	<i>Transportation Services</i>
146	BLTA	PT. Berlian Laju Tanker Tbk	<i>Transportation Services</i>
147	HITS	PT. Humpuss Intermoda Transportasi Tbk	<i>Transportation Services</i>
148	IATA	PT. Indonesia Air Transport Tbk	<i>Transportation Services</i>
149	SMDR	PT. Samudera Indonesia Tbk	<i>Transportation Services</i>
150	TMAS	PT. Pelayaran Tempuran Emas Tbk	<i>Transportation Services</i>
151	ZBRA	PT. Zebra Nusantara Tbk	<i>Transportation Services</i>
152	ACES	PT. Ace Hardware Indonesia Tbk	<i>Wholesale and Retail Trade</i>
153	AIMS	PT. Akbar Indo Makmur Stimec Tbk	<i>Wholesale and Retail Trade</i>
154	CSAP	PT. Catur Sentosa Adiprana Tbk	<i>Wholesale and Retail Trade</i>
155	EPMT	PT. Enseval Putra Megatrading Tbk	<i>Wholesale and Retail Trade</i>
156	FISH	PT. FKS Multi Agro (d/h Fishindo Kusuma Sejahtera) Tbk	<i>Wholesale and Retail Trade</i>
157	MAPI	PT. Mitra Adiperkasa Tbk	<i>Wholesale and Retail Trade</i>
158	MPPA	PT. Matahari Putra Prima Tbk	<i>Wholesale and Retail Trade</i>
159	RALS	PT. Ramayana Lestari Sentosa Tbk	<i>Wholesale and Retail Trade</i>
160	SDPC	PT. Milenium Pharmacon International Tbk	<i>Wholesale and Retail Trade</i>
161	TGKA	PT. Tigaraksa Satria Tbk	<i>Wholesale and Retail Trade</i>

**Lampiran 2 : Estimasi Korelasi Antar Atribut
(Capital Structure Diukur dengan Indikator LT/BVA)**

	Stock returns	Capital structure	Growth	Uniqueness	Asset structure	Size	Profitability	Value	Liquidity	Industry
Stock returns	1.00									
Capital structure	-0.1774	1.00								
Growth	0.0600	-0.1474	1.00							
Uniqueness	0.0317	-0.0506	0.0052	1.00						
Asset structure	-0.0475	0.3121	-0.1728	-0.0180	1.00					
Size	-0.3478	0.1878	-0.0455	-0.0708	0.2127	1.00				
Profitability	-0.1056	-0.0313	0.1049	0.0384	-0.0501	0.4777	1.00			
Value	-0.1310	-0.0132	0.0952	0.2327	-0.0395	0.0674	0.1838	1.00		
Liquidity	-0.2029	0.0221	-0.1094	-0.0358	0.0007	0.0682	0.0489	0.0092	1.00	
Industry	0.2889	0.0996	-0.1928	0.0978	0.1534	-0.1120	-0.1991	-0.0854	-0.2688	1.00

**Lampiran 3 : Estimasi Korelasi Antar Atribut
(Capital Structure Diukur dengan Indikator LT/MVA)**

	Stock returns	Capital structure	Growth	Uniqueness	Asset structure	Size	Profitability	Value	Liquidity	Industry
Stock returns	1.00									
Capital structure	-0.3187	1.00								
Growth	0.0595	-0.1508	1.00							
Uniqueness	0.0281	-0.0492	0.0052	1.00						
Asset structure	-0.1434	0.3448	-0.1728	-0.0180	1.00					
Size	-0.3445	0.3305	-0.0455	-0.0708	0.2127	1.00				
Profitability	-0.1046	0.0349	0.1049	0.0384	-0.0501	0.4777	1.00			
Value	-0.1664	-0.0432	0.0952	0.2327	-0.0395	0.0674	0.1838	1.00		
Liquidity	-0.2270	0.0069	-0.1094	-0.0358	0.0007	0.0682	0.0489	0.0092	1.00	
Industry	0.2862	0.0300	-0.1928	0.0978	0.1534	-0.1120	-0.1991	-0.0854	-0.2688	1.00