



PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY, BUSINESS RISK, PROFITABILITY, DAN LIQUIDITY* TERHADAP *CAPITAL STRUCTURE* DENGAN *EQUITY MARKET TIMING* SEBAGAI VARIABEL MODERATING

(Studi Empiris pada Perusahaan *Property, Real Estate, and Building Construction* di Indonesia)

SKRIPSI

**Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
pada Universitas Negeri Semarang**

Oleh

Laksmita Diani Putri

NIM 7211413243

**JURUSAN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG**

2017

PERSETUJUAN PEMBIMBING

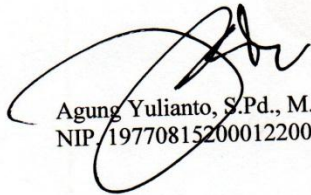
Skripsi ini telah disetujui oleh Pembimbing untuk diajukan ke sidang panitia ujian skripsi pada:

Hari : Senin


Tanggal : 07 Agustus 2017

Menyetujui,

Pembimbing I,


Agung Yulianto, S.Pd., M.Si.
NIP. 197708152000122001

Pembimbing II,


Badingatus Solikhah, S.E., M.Si., CA
NIP. 198501152010122004

Mengetahui,

Ketua Jurusan Akuntansi



Drs. Fachrurrozie, M.Si.
NIP. 196206231989011001

PENGESAHAN KELULUSAN

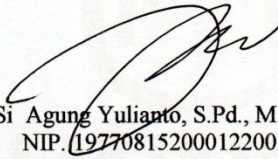
Skripsi ini telah dipertahankan di hadapan Sidang Panitia Penguji Skripsi Fakultas
Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada:

Hari : Senin
Tanggal : 07 Agustus 2017

Penguji I

Penguji II

Penguji III



Dr. Muhammad Khafid, S.Pd., M.Si
NIP. 197510101999031001

Agung Yulianto, S.Pd., M.Si
NIP. 197708152000122001

Badingatus Solikhah, S.E., M.Si., CA
NIP. 198501152010122004

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi



PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Laksmi Diani Putri

NIM : 7211413243

Tempat Tanggal Lahir : Banyuwangi, 28 Agustus 1995

Alamat : Dusun Krajan, Kecamatan Genteng, Banyuwangi

menyatakan bahwa yang tertulis di dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya.

Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila di kemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil jiplakan dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang, Juli 2017



Laksmi Diani Putri
NIM 7211413243

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Motto

Sesungguhnya hidup adalah pelajaran tentang kerendahan hati, saling menghargai, dan memberi manfaat kepada orang lain, karena hidup yang bermakna adalah ketika nama kita tetap ada meskipun kita telah tiada (Laksmi Diani Putri).

Persembahan

Skripsi ini adalah bagian dari ibadah saya kepada Allah SWT karena kepadaNya saya menyembah dan kepadaNya saya memohon pertolongan, sekaligus sebagai ungkapan terima kasihku kepada:

1. Kedua orang tuaku, Ibu Sulistyowati dan Bapak Bagus Ponco Satrio Nusirwan, yang selalu mengarahkan dan mendukung setiap apa yang saya lakukan,
2. Keluarga besarku, mbak ning, mas aryo, zia, dan gibran terima kasih atas dukungan dan do'anya
3. Almamaterku.

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

PRAKATA

Alhamdulillah atas pertolongan dan kekuatan dari Allah SWT, akhirnya penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengaruh *Growth Opportunity, Business Risk, Profitability, Liquidity* terhadap *Capital Structure* dengan *Equity Market Timing* sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan *Property, Real Estate, and Building Construction* di Indonesia)”.

Penulisan skripsi ini tidak terlepas dari bantuan dari berbagai pihak, oleh karena itu dengan tidak mengurangi rasa hormat, pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M.Hum, Rektor Universitas Negeri Semarang
2. Dr. Wahyono, M.M., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang
3. Drs. Fachrurrozie, M.Si., Ketua Jurusan Akuntansi Universitas Negeri Semarang
4. Prabowo Yudho Jayanto S.E., M.SA, Dosen Wali Akuntansi D 2013 yang selalu memberikan arahan, saran dan motivasi dalam menempuh studi
5. Agung Yulianto, S.Pd., M.Si. dan Badingatus Solikhah, S.E., M.Si., CA Dosen Pembimbing skripsi yang telah memberikan arahan, masukan, dukungan dan saran yang membangun selama proses penyusunan skripsi ini, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi tepat waktu
6. Dr. Muhammad Khafid, S.Pd., M.Si. Dosen Penguji I yang telah bersedia menguji dan memberikan arahan

7. Bapak/Ibu dosen dan staf administrasi jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah membimbing, mengarahkan dan memberikan ilmu pengetahuan selama masa studi
8. Sahabatku, Royan Aziz, Ardo Yoga, Sheila Anatasia, Widia Dwi Lestari, Lisnawati, Andik Dwi sakti, Tomy Pranata yang selalu menjadi penggembira dan penyemangat,
9. Keluarga besar BPJS Ketenagakerjaan Kantor Cabang Ungaran terimakasih atas kesempatan dan dukungannya,
10. Teman-teman KKN Unnes 2016 Desa Marongsari, Kec. Sapuran Kab. Wonosobo, terimakasih banyak atas semangatnya
11. Perangkat Desa Marongsari, Bu Lurah, Pak Kabul, Bu Ning, terimakasih atas dukungan dan do'a yang diberikan.
12. Teman-teman Akuntansi D 2013, terima kasih atas kebersamaannya
13. Keluarga Kelompok Studi Pasar Modal (Unssaf) Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan semangat
14. Teman-teman Kos Strobis yang saling menyemangati dan menguatkan.

Semoga segala bantuan yang telah diberikan kepada penulis senantiasa mendapatkan balasan dari Allah SWT. Akhir kata, besar harapan penulis semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi pembaca, dapat dijadikan referensi penelitian selanjutnya dan berguna bagi perkembangan studi akuntansi.

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG
Semarang,

Penulis

SARI

Putri, Laksmi Diani. 2017. “Pengaruh *Growth Opportunity, Business Risk, Profitability, Liquidity* terhadap *Capital Structure* dengan *Equity Market Timing* sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan *Property, Real Estate, and Building Construction* di Indonesia)”. Skripsi. Jurusan Akuntansi. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing I: Agung Yulianto, S.Pd., M.Si. dan Pembimbing II : Badingatus Solikhah, S.E., M.Si.,CA.

Kata Kunci: *Growth Opportunity, Business Risk, Profitability, Liquidity, Equity Market Timing*

Capital structure adalah pilihan komposisi pendanaan perusahaan yang terdiri dari pendanaan internal dan pendanaan eksternal. *Capital structure* menjadi sangat penting karena kesalahan dalam menetapkannya dapat membawa perusahaan dalam masalah keuangan. *Packing order theory* menjelaskan perusahaan lebih memilih menggunakan sumber pendanaan internal daripada eksternal untuk kegiatan operasinya, sedangkan *trade-off theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan mempertimbangkan adanya *trade-off* antara keuntungan dan pajak untuk membuat keputusan pendanaan perusahaan. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *growth opportunity, business risk, profitability, liquidity* terhadap *capital structure* serta peran *equity market timing* dalam memoderasi hubungan pengaruh tersebut.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia yang masuk di sektor *property, real estate, and building construction* pada tahun 2011 hingga tahun 2015 yang berjumlah 65 perusahaan. Sampel yang digunakan berjumlah 27 perusahaan, terdiri dari 6 perusahaan sub-sektor *building construction* dan 21 perusahaan sub-sektor *property and real estate* dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Metode analisis yang digunakan adalah analisis uji selisih mutlak. Pengujian hipotesis menggunakan program SPSS 21.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *growth opportunity* berpengaruh positif signifikan *capital structure*, variabel *business risk* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*, variabel *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap *capital structure*, dan variabel *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap *capital structure*. Selain itu, *equity market timing* memoderasi hubungan antara variabel *growth opportunity, profitability, and liquidity* dengan *capital structure*.

Simpulan penelitian ini adalah variabel *growth opportunity, profitability and liquidity* mempengaruhi variabel *capital structure* secara signifikan dan variabel *equity market timing* memoderasi hubungan antara *growth opportunity and profitability* terhadap *capital structure*. Saran untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan pengukuran yang berbeda pada variabel yang digunakan.

ABSTRACT

Putri, Laksmi Diani . 2017. The Effect of Growth Opportunity, Business Risk, Profitability, and Liquidity toward Capital Structure with Equity Market Timing as an Moderatin Variable (Empirical Study on Property, Real Estate, and Building Construction in Indonesia). Minithesis. Accounting Major. Faculty Of Economics. Semarang State University. Advisors one : Agung Yulianto, S.Pd., M.Si., and Advisors two: Badingatus Solikhah, S.E., M.Si.,CA.

Keywords : Growth Opportunity, Business Risk, Profitability, Liquidity, Equity Market Timing

Capital structure is an option of corporate financing composition consisting of internal funding and external funding. Capital structure becomes very important because the error in setting it can bring the company in financial trouble. Packing order theory explains that companies prefer to use internal and external funding sources for their operations, while trade-off theory explains that firms will consider trade-offs between profits and taxes to make corporate funding decisions. The purpose of this study is to determine the effect of growth opportunity, business risk, profitability, liquidity to capital structure and the role of equity market timing in moderating the influence relationship.

The population in this study are all companies listed on the Indonesia Stock Exchange which entered the property, real estate, and building construction sector in 2011 to 2015 which amounted to 65 companies. The samples used were 27 companies, consisting of 6 sub-sector building construction companies and 21 property and sub-sector real estate companies using purposive sampling technique. The analysis method used is the analysis of absolute difference test. Hypothesis testing using SPSS 21 program.

The result of this research indicate that growth opportunity variable have positive significant effect of capital structure, business risk variable has no effect on capital structure, profitability variable has significant negative effect to capital structure, and variable of liquidity have significant negative effect to capital structure. In addition, equity market timing moderates the relationship between growth opportunity, profitability, and liquidity variables with capital structure.

The conclusions of this study are the variable growth opportunity, profitability and liquidity affect the variable capital structure significantly and the equity market timing variables moderate the relationship between growth opportunity and profitability to capital structure. Suggestions for further research can use different measurements on the variables used.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
PERSETUJUAN PEMBIMBING	ii
PENGESAHAN KELULUSAN	iii
PERNYATAAN.....	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	v
PRAKATA	vi
SARI.....	viii
ABSTRACT.....	ix
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Identifikasi Masalah.....	21
1.3. Cakupan Masalah.....	22
1.4. Rumusan Masalah.....	22
1.5. Tujuan Penelitian	23
1.6. Kegunaan Penelitian	24
1.7. Orisinalitas Penelitian	26
BAB II KAJIAN PUSTAKA	28

2.1. Kajian Theori (<i>Grand Theory</i>).....	28
2.1.1. <i>Trade-off Theory</i>	28
2.1.2. <i>Agency Theory</i>	32
2.1.3. <i>Equity Market Timing Theory</i>	36
2.2. Kajian Variabel	41
2.2.1. <i>Capital Structure</i>	41
2.2.2. <i>Growth Opportunity</i>	50
2.2.3. <i>Business Risk</i>	51
2.2.4. <i>Profitability</i>	55
2.2.5. <i>Liquidity</i>	58
2.2.6. <i>Equity Market Timing</i>	60
2.3. Penelitian Terdahulu	62
2.4. Kerangka Berpikir.....	74
2.4. Hipotesis Penelitian	85
BAB III METODE PENELITIAN	86
3.1. Jenis dan Desain Penelitian	86
3.2. Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel.....	87
3.2.1. Populasi dan Sampel	87
3.2.2. Teknik Pengambilan Sampel.....	87
3.3. Variabel Penelitian.....	89
3.3.1. Variabel Dependen.....	89
3.3.2. Variabel Independen	90
3.3.3. Variabel Moderating	94

3.4. Metode Pengumpulan Data	97
3.5. Metode Analisis Data	98
3.5.1. Analisis Statistik Deskriptif	98
3.5.2. Analisis Statistik Inferensial	98
3.5.2.1. Uji Asumsi Klasik	99
3.5.2.2. Uji Interaksi Variabel Moderating	105
3.5.2.3. Analisis Hipotesis	106
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	110
4.1. Hasil Penelitian	110
4.1.1. Analisis Statistik Deskriptif	110
4.1.2. Analisis Statistik Inferensial	112
4.1.2.1. Uji Asumsi Klasik	122
4.1.2.2. Analisis Uji Interaksi Variabel Moderating	126
4.1.2.3. Analisis Hipotesis	130
4.2. Pembahasan	136
BAB 5 PENUTUP.....	149
5.1. Simpulan	149
5.2. Saran.....	151
DAFTAR PUSTAKA.....	153
LAMPIRAN.....	159

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu	68
Tabel 3.1. Penentuan Sampel	88
Tabel 3.2. Daftar Sampel	89
Tabel 3.3. Pengukuran Variabel.....	95
Tabel 4.1. Hasil Uji Statistik Deskriptif Variabel <i>Capital Structure</i>	110
Tabel 4.2. Hasil Uji Statistik Deskriptif Variabel <i>Growth Opportunity</i>	112
Tabel 4.3. Hasil Uji Statistik Deskriptif Variabel <i>Business Risk</i>	115
Tabel 4.4. Hasil Uji Statistik Deskriptif Variabel <i>Profitability</i>	116
Tabel 4.5. Hasil Uji Statistik Deskriptif Variabel <i>Liquidity</i>	118
Tabel 4.6. Hasil Uji Statistik Deskriptif Variabel <i>Equity Market Timing</i>	120
Tabel 4.7. Hasil Uji Normalitas (<i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i>)..	122
Tabel 4.8. Hasil Uji Multikolinearitas.....	123
Tabel 4.9. Hasil Uji Durbin-Watson	124
Tabel 4.10. Hasil Uji Heteroskedastisitas (Uji Glejser).....	126
Tabel 4.11. Hasil Uji Interaksi Variabel Moderating.....	127
Tabel 4.12. Hasil Pengujian Koefisien Regresi Simultan	131
Tabel 4.13. Hasil Pengujian Koefisien Determinan (R^2)	134
Tabel 4.8. Hasil Uji Hipotesis	135

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Dampak <i>Leverage</i> pada <i>Firm Value</i>	29
Gambar 2.2. Kerangka Berpikir	84
Gambar 4.1. Grafik Kinerja Rata-Rata DR Tahun 2011-2015	112
Gambar 4.2. Grafik Kinerja Rata-Rata <i>Growth EAT</i> Tahun 2011-2015	114
Gambar 4.3. Grafik Kinerja Rata-Rata DOL Tahun 2011-2015	116
Gambar 4.4. Grafik Kinerja Rata-Rata ROA Tahun 2011-2015	117
Gambar 4.4. Grafik Kinerja Rata-Rata WCR Tahun 2011-2015	119
Gambar 4.4. Grafik Kinerja Rata-Rata PBV Tahun 2011-2015	121

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Proses Seleksi Sampel Perusahaan Menurut Kriteria.....	160
Lampiran 2 Daftar Perusahaan Sampel.....	163
Lampiran 3 Pengukuran <i>Capital Structure</i>	164
Lampiran 4 Pengukuran <i>Growth Opportunity</i>	165
Lampiran 5 Pengukuran <i>Business Risk</i>	166
Lampiran 6 Pengukuran <i>Profitability</i>	167
Lampiran 7 Pengukuran <i>Liquidity</i>	168
Lampiran 8 Pengukuran <i>Equity Market Timing</i>	169
Lampiran 9 Pengukuran Statistik Hasil Penelitian.....	170



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Dunia bisnis di era globalisasi berkembang sangat pesat. Banyaknya perjanjian internasional baik yang bersifat bilateral maupun multilateral antar negara-negara di dunia membuat batasan bisnis antarnegara semakin tidak ada. Salah satu perjanjian multilateral yang membuat dunia bisnis di Indonesia semakin bebas adalah *Asean Economic Community (AEC)* yang berlaku pada tahun 2016. Dengan adanya perjanjian ini, persaingan usaha tidak hanya terjadi antar perusahaan di Indonesia, namun juga terjadi pada seluruh perusahaan di wilayah Asia Tenggara. Tidak hanya itu, pada era global tumbuhnya perusahaan multinasional yang berasal dari seluruh dunia terjadi semakin pesat dan semakin sulit dibatasi. Banyaknya perusahaan yang tumbuh dan berkembang pada suatu lingkungan dan bidang usaha yang sama menuntut mereka saling bersaing ketat untuk menjadi lebih unggul dan menjadi pemimpin pasar pada bidang usahanya masing-masing. Salah satu cara untuk menjadi lebih unggul dibandingkan dengan perusahaan lain adalah dengan meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemilik perusahaan tersebut melalui keberhasilan dalam mengelola aspek keuangannya. Keberhasilan suatu perusahaan dalam mengelola aspek keuangannya sangat tergantung pada cara perusahaan dalam menentukan dan mengelola struktur atas modal yang dimilikinya.

Pengelolaan struktur modal adalah masalah yang sangat penting bagi perusahaan, karena kondisi struktur modal perusahaan mencerminkan kondisi keuangan perusahaan tersebut. Kecenderungan komposisi modal dari suatu perusahaan berdampak pada risiko dan keuntungan tertentu sesuai dengan sumber modal yang dipilih dan risiko yang harus ditanggung para *stakeholders*. Misalnya saja kecenderungan perusahaan untuk memiliki penggunaan utang sebagai sumber modal perusahaan. Brigham dan Houston (2014:141) dalam bukunya yang berjudul Dasar-Dasar Manajemen Keuangan menjelaskan bahwa terdapat dua alasan di balik dampak penggunaan hutang (*lverage*), yaitu : karena terdapat bunga yang dapat menjadi pengurang pajak, dan perusahaan dapat menggunakan utang untuk membeli aset, membayar bunga atas utang, dan sisanya merupakan bonus bagi pemegang saham apabila laba operasi melebihi tingkat bunga atas utang yang umumnya diterapkan. Namun, apabila laba operasi yang didapat tidak dapat melebihi tingkat bunga atas utang tersebut maka perusahaan akan dapat mengalami risiko kerugian yang cukup besar.

Bagi banyak perusahaan, modal yang didapatkan dari sumber pendanaan internal seringkali dirasa kurang untuk memenuhi segala kegiatan operasional perusahaan. Hal ini menyebabkan para manajer perusahaan mencari sumber pendanaan eksternal untuk dapat menambah modal perusahaan dalam upayanya untuk memenuhi segala aktivitas operasional tersebut. Sumber pendanaan eksternal yang dipilih dapat berupa penerbitan surat berharga ekuitas atau berupa penambahan hutang perusahaan, dimana keduanya memiliki keuntungan dan risiko masing-masing.

Keputusan pendanaan merupakan keputusan mengenai seberapa besar tingkat penggunaan utang dibanding dengan ekuitas dalam membiayai investasi perusahaan, komposisi pemilihan atas pendanaan tersebut disebut sebagai struktur modal (Seftianne & Handayani, 2011). Struktur modal menggambarkan sebuah perusahaan membiayai seluruh kegiatan operasi dan pertumbuhannya dari berbagai sumber pendanaan (Setyawan, Topowijono, dan Nuzula, 2016). Struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang terdiri dari utang, saham preferen dan ekuitas saham biasa (Horne dan Wachowicz, 2007:232). Dengan kata lain, dapat dikatakan bahwa struktur modal perusahaan adalah pilihan komposisi pendanaan perusahaan yang merupakan kombinasi dari pendanaan yang terdiri dari pendanaan internal berupa laba ditahan, dan sumber pendanaan eksternal yang bersifat ekuitas, baik melalui ekuitas saham biasa maupun ekuitas saham preferen, dan pendanaan yang bersifat hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang.

Keputusan dan pengelolaan struktur modal perusahaan terkait dengan nilai perusahaan dan jumlah biaya modal yang harus dikeluarkan perusahaan (Firnanti, 2011). Horne dan Wachowicz (2007:122) dalam bukunya yang berjudul *Fundamentals of Financial Management* menjelaskan bahwa biaya modal adalah tingkat pengembalian yang diminta (*required rate of return*) atas berbagai jenis pendanaan. Sedangkan biaya modal keseluruhan adalah rata-rata tertimbang tiap tingkat pengembalian yang diminta (biaya). Dalam membiayai kegiatan investasi perusahaan, ada tiga alternatif pendanaan eksternal yang mungkin diambil oleh pihak manajemen yaitu melalui sumber dana utang, ekuitas saham biasa, dan

saham preferen, dimana tiap pilihan pendanaan tersebut memiliki biaya modal tersendiri. Biaya modal ekuitas adalah tingkat pengembalian yang diminta atas investasi oleh para pemegang saham perusahaan. Biaya (modal) utang adalah tingkat pengembalian yang diminta atas investasi oleh para pemberi pinjaman ke perusahaan. Biaya (modal) saham preferen merupakan tingkat pengembalian yang diminta atas investasi oleh pemegang saham preferen perusahaan.

Keputusan pendanaan melalui hutang akan menimbulkan biaya modal yang besar berupa biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur yang dapat membebani pendapatan perusahaan. Sedangkan, keputusan pendanaan melalui penerbitan instrumen ekuitas akan menimbulkan bertambah banyaknya pemilik perusahaan dan meningkatnya tanggung jawab perusahaan melalui penambahan pemilik baru tersebut. Akan lebih banyak suara yang berbeda ketika RUPS berlangsung dan pembayaran deviden perusahaan nantinya juga akan bertambah. Selain itu, perusahaan juga harus menanggung biaya emisi saham baru untuk bisa mendapatkan tambahan dana dari sumber pendanaan instrumen ekuitas. Selanjutnya, baik melalui sumber pendanaan bersifat hutang maupun ekuitas keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan.

Samudrea (2015) menyatakan: "*Capital structure is one of the key aspects for a successful operation of any company*" dari pernyataan Samudra tersebut dapat dilihat betapa pentingnya peran struktur modal bagi suatu perusahaan karena struktur modal adalah salah satu aspek kunci dari kesuksesan operasi

bisnis kebanyakan perusahaan. Erotis, Vasiliou, & Ventoura (2007) menyatakan: “*The various financing decisions are vital for the financial welfare of the firm. A false decision about the capital structure may lead to financial distress and eventually to bankruptcy. The management of a firm sets its capital structure in a way that the firm’s value is maximized*”. Erotis, Vasiliou, & Ventoura dalam kutipan jurnal diatas juga menjelaskan bahwa kesalahan dalam pengambilan keputusan pilihan pendanaan perusahaan, nantinya dapat membuat perusahaan tersebut mengalami *financial distress*. Oleh karena itu, manajemen perusahaan akan berusaha untuk mengatur struktur modalnya pada kondisi dimana dengan struktur modal tersebut perusahaan dapat mencapai nilai maksimalnya. Kondisi ini adalah kondisi dimana suatu perusahaan telah mampu memberlakukan struktur modal yang optimal dalam perusahaannya. Struktur modal yang optimal adalah suatu kondisi dimana sebuah perusahaan dapat menggunakan kombinasi utang dan ekuitas secara ideal, yaitu menyeimbangkan nilai perusahaan dan biaya atas struktur modalnya (Firnanti, 2011).

Horne dan Wachowicz (2007:237) menjelaskan makna struktur modal optimal adalah struktur modal yang meminimalkan biaya modal perusahaan dan karenanya memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk dapat mengevaluasi bauran pendanaan yang tepat bagi perusahaan adalah dengan mengevaluasi struktur modal perusahaan-perusahaan lainnya dengan risiko bisnis yang hampir sama. Perusahaan-perusahaan ini seringkali berada pada satu industri yang sama. Struktur modal yang optimal bagi semua perusahaan dalam industri dapat membutuhkan proporsi utang terhadap ekuitas yang lebih tinggi daripada rata-rata

industri. Oleh karena itu, perusahaan memiliki alasan untuk berhutang lebih besar daripada rata-rata industri. Pada dasarnya, penggunaan hutang yang tinggi baik dilakukan oleh perusahaan apabila dengan hutang tersebut perusahaan dapat memanfaatkannya menjadi investasi yang produktif dan menguntungkan dalam jangka panjang.

Namun, penetapan tingginya hutang tersebut juga harus tetap dibatasi, karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi mengakibatkan struktur modal perusahaan tidak optimal dan menimbulkan risiko keuangan yang tinggi pula bagi perusahaan. Jika *lverage* keuangan perusahaan terlalu tinggi atau terlalu rendah dibandingkan dengan rata-rata industrinya, maka perusahaan tersebut harus siap untuk menjustifikasi posisinya, karena para analis investasi dan kreditor akan cenderung mengevaluasi perusahaan berdasarkan industrinya. Oleh karena itu perusahaan akan mencoba untuk menciptakan struktur modal yang paling menguntungkan bagi mereka.

Pada dasarnya, perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang tinggi tidak akan mendapat masalah keuangan apabila hutang tersebut dapat menjadi aset atau investasi yang produktif untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Namun, kecenderungan tingginya jumlah hutang yang dimiliki perusahaan banyak mengakibatkan perusahaan besar di Indonesia mengalami masalah keuangan. Tingginya tingkat hutang yang dimiliki membuat struktur modal perusahaan tersebut cenderung merugikan perusahaan dan jauh dari ciri-ciri optimal. *PT. Bakrieland Development Tbk. (ELTY)* merupakan salah satu perusahaan properti besar di Indonesia yang mengalami masalah terkait dengan struktur modal akibat

dari jumlah hutang yang terlalu tinggi. Dilansir dari www.detik.com pada September 2013 perusahaan mengaku harus menjual aset-asetnya untuk mengurangi hutang yang dimiliki perusahaan. Beberapa aset yang telah dijual perseroan pada bulan tersebut antara lain *Bakrie Toll Road* dan lahan di Sentul Nirwana, Bogor. Selain itu, dilansir dari www.merdeka.com pada bulan yang sama perseroan juga digugat pailit oleh *The Bank of New York Mellon* cabang *London* akibat anak usahanya yaitu BLD Investment Pte memiliki hutang USD 155 juta. Persoalan utang pada bisnis Bakrie bukan hal baru, sejak 2008 keuangan perusahaan Bakrie sangat parah dan utangnya sudah sangat besar dan tidak menghasilkan keuntungan. Mereka membeli aset menggunakan uang utang ketika harga mahal, dan menjual aset tersebut dengan harga murah bukan menutupi utang mereka sebelumnya.

Selain itu, PT Panca Wiratama Sakti Tbk. (PWSI) juga harus mundur dari bursa (delisting) akibat status pailit pada perusahaan akibat jumlah hutang yang terlalu banyak. Dilansir dari www.kabar6.com pada oktober 2014 PWSI dilikuidasi karena terlilit hutang sekitar Rp 549 Miliar lebih kepada sejumlah bank, bahkan sejak 20 Maret 2011 perusahaan dinyatakan pailit dan asetnya disita oleh negara. Pada 4 April 2011 BEI melakukan penghentian sementara perdagangan saham (suspensi) pada perusahaan akibat dikabulkannya permohonan status pailit pada PWSI oleh PN Jakpus, hingga akhirnya perusahaan mundur dari bursa pada tahun 2014. Masalah keuangan akibat hutang yang terlalu banyak juga dialami oleh PT.Sentul City Tbk. (BKSL). Dilansir dari www.okezone.com pada Maret 2016, perseroan berupaya untuk mangkonversi

seluruh hutang yang berbentuk valuta asing ke dalam rupiah untuk mencegah kerugian kurs akibat kondisi ekonomi global yang belum menentu. Demi menjaga kas perusahaan dari fluktuasi nilai tukar, BKSLS sedang mempelajari aksi lindung nilai atau *hedging*. Hal ini digunakan menurunkan eksposur dolar dalam neraca keuangan. Sayangnya, mahalnya biaya *hedging* menyebabkan perusahaan ini masih harus berpikir dua kali terhadap kemungkinan tersebut. Namun pada dasarnya, usaha perseroan untuk mengkonversi hutang dalam bentuk dolar ke dalam bentuk rupiah sama sekali tidak mengurangi jumlah hutang yang ditanggung perseroan karena hanya mata uang hutangnya lah yang berganti.

Selain perusahaan, negara besar sekalipun pernah mengalami masalah struktur modal akibat rasio hutang yang terlalu tinggi. Dari halaman www.beritasatu.com pada 2015 lalu, Krisis Finansial Yunani menjadi sorotan dunia akibat status gagal bayar atas hutang negara pada Eropa. Hal ini diakibatkan oleh resesi besar pada 2009 tetapi penyebab utamanya adalah perpaduan kelemahan struktural ekonomi Yunani dengan defisit struktural & rasio utang-PDB yang terlalu tinggi dan sudah lama terjadi. Puncak dari masalah keuangan ini adalah pada 2015 Yunani resmi menutup bursa sahamnya karena krisis ekonomi.

Dengan banyaknya permasalahan yang timbul akibat kesalahan pihak manajemen dalam menentukan komposisi modal perusahaan, manajer seharusnya lebih berhati-hati dalam menentukan struktur modal perusahaan untuk meminimalisir risiko yang tercipta dari tingginya biaya modal yang muncul akibat suatu keputusan pendanaan tersebut. Banyaknya permasalahan ini, juga menjadi

perhatian tersendiri bagi para peneliti untuk mempelajari berbagai faktor yang bisa menjadi pertimbangan bagi pihak manajemen untuk menentukan komposisi modal perusahaannya. Penentuan struktur modal perusahaan dapat dipengaruhi oleh berbagai macam faktor. Bahkan, setiap negara memiliki faktor khusus tersendiri yang dapat mempengaruhi pihak manajemennya dalam menetapkan struktur modal perusahaannya. Brigham dan Houston, 2001 (Prabansari dan Kusuma, 2005) mengatakan bahwa keputusan struktur modal secara langsung juga berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat pengembalian tingkat keuntungan yang diharapkan. Dari pernyataan tersebut dapat terlihat bahwa keputusan pengambilan hutang pada perusahaan tidak hanya memberikan risiko pada kreditur yang memberikan hutang dimana berupa risiko gagal bayar. Namun, juga memberikan risiko pada para pemegang saham perusahaan atas keuntungan yang akan ia dapatkan dari investasinya dalam perusahaan tersebut.

Horne dan Wachowicz (2007:255) menjelaskan untuk dapat memiliki struktur modal yang tepat, maka perusahaan harus membuat daftar periksa pendanaan dimana berisi berbagai hal yang harus dipertimbangkan untuk dapat mencapai struktur modal yang tepat. Hal-hal yang perlu dipertimbangkan tersebut adalah pajak, biaya eksplisit, kemampuan arus kas untuk menampung utang, berbagai masalah biaya agensi dan insentif, pemberian sinyal keuangan, analisis EBIT-EPS, rasio struktur modal, pemeringkat sekuritas, waktu, dan fleksibilitas.

Dewasa ini, telah banyak teori-teori yang menjelaskan kecenderungan pihak manajemen dalam memilih komposisi pendanaan perusahaannya, baik

dengan sumber pendanaan internal maupun pendanaan eksternal. *Trade off theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan. Teori ini menjelaskan bahwa pada dasarnya perusahaan memiliki target hutang yang akan dipenuhi sebagai perlindungan pajak atas hutang tersebut. Target hutang yang ditetapkan perusahaan tersebut berdasarkan pada keseimbangan antara besaran pajak, biaya kebangkrutan, dan masalah agensi. Pada dasarnya, penetarap target hutang berdasarkan pertimbangan tersebut dilakukan perusahaan untuk mencapai struktur modal perusahaan yang optimal, dimana struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan keuntungan utang dengan biaya *financial distress* dan *agency problem* (Setyawan, Topowijono & Nuzula, 2016).

Selanjutnya *agency theory* dimana menjelaskan adanya kondisi dimana manajer perusahaan memiliki lebih banyak informasi tentang operasi dan prospek perusahaan kedepan dibandingkan dengan pihak lainnya (Gitman, 2009 dalam Seftianne dan Handayani, 2011). Oleh karena adanya perbedaan kepemilikan informasi antara manajemen dengan *stakeholders*, maka dibutuhkan pengawasan untuk memastikan bahwa informasi yang diberikan pihak manajemen adalah benar. Nurrohim (2008) menjelaskan pengawasan yang dilakukan pada pihak manajemen dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan tersebut membutuhkan biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*). Biaya yang timbul dari tindakan pengawasan ini pasti menjadi tanggungan pihak pemegang saham. Semakin

banyak jumlah pemegang saham perusahaan tentu saja membuat semakin besar pula biaya pengawasan yang harus dikeluarkan. Selain itu, Seftianne dan Handayani (2011) menjelaskan biaya pengawasan berfungsi sebagai diisensif dalam penerbitan obligasi, terutama dalam jumlah besar. Jumlah pengawasan yang diminta oleh pemegang obligasi akan meningkat seiring dengan meningkatnya jumlah obligasi yang beredar. Oleh karena itu, semakin besar peran pendanaan eksternal dalam struktur modal yang dimiliki perusahaan akan semakin memperbesar *agency cost* yang harus dikeluarkan.

Meskipun kebanyakan teori struktur modal menempatkan sumber pendanaan ekuitas pada pilihan terakhir para manajemen, namun berbeda dengan teori struktur modal yang dikembangkan oleh Baker dan Wurgler. Baker dan Wurgler (2002) mengembangkan teori struktur *modal equity market timing* dimana teori ini menjelaskan adanya praktik manajemen perusahaan untuk memanfaatkan *misspricing* surat berharga ekuitasnya di pasar modal. Baker, Stain, dan Wulger (2003) dalam penelitiannya yang berjudul *When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms*, menyatakan: “*Corporate investment and the stock market are positively correlated, in both the time series and the cross section. The traditional explanation for this relationship is that stock prices reflect the marginal product of capital*”. Baker dan Wurgler (2002) menjelaskan bahwa pada keuangan perusahaan, *equity market timing* mengacu pada tindakan perusahaan untuk menerbitkan saham pada harga yang tinggi dan membelinya kembali pada harga yang rendah. Pada teori ini, struktur modal merupakan hasil kumulatif dari usaha

market timing historis, dimana keputusan pendanaan dilakukan dengan menggunakan faktor *market timing* akan terakumulasi dari waktu ke waktu dimana nantinya akan menghasilkan suatu struktur modal.

Fokus dari teori *equity market timing* adalah pada harga saham perusahaan dan pihak manajemen yang memanfaatkan fluktuasi harga saham tersebut. Variabel yang juga turut membentuk harga pasar saham adalah sentimen investor, yaitu keyakinan investor terhadap arus kas harapan perusahaan di masa depan yang tidak didukung oleh informasi fundamental (Baker dan Wurgler, 2007 dalam Saad dan Siagian, 2011). Apabila sentimen investor tersebut didukung oleh adanya permintaan yang kuat (*buying signal*) maka kondisi inilah yang nantinya akan menyebabkan *mispricing*. Apabila kondisi ini terus berjalan, investor yang ada dalam pasar akan semakin berperilaku irasional karena permintaan yang terus bertambah tidak didasarkan pada informasi fundamental namun hanya didasarkan pada *buying signal* yang semakin kuat. Kondisi ini menyebabkan pasar yang terbentuk menjadi tidak efisien.

Berdasar pada berbagai teori yang menjelaskan mengenai struktur modal perusahaan, berbagai penelitian dengan tema struktur modal juga telah banyak dilakukan baik di dalam negeri maupun diluar negeri. Berbagai penelitian ini dilakukan untuk menunjukkan perilaku manajemen dalam menentukan struktur modal perusahaan melalui berbagai faktor yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan tersebut.

Sugiarto, 2009 (Setyawan, Topowijono & Nuzula, 2016), menjelaskan Variabel-variabel yang terkait dengan struktur modal adalah ukuran perusahaan

(*firm size*), kesempatan tumbuh di masa depan (*growth opportunity opportunity*), kemampulabaan (*profitability*), risiko bisnis (*business risk*), *effective tax rate*, keberwujudan aset (*asset tangibility*), umur perusahaan (*firm age*), *liquidity* dan jenis industri. Brigham dan Houston (2011:39) menjelaskan faktor-faktor yang dipertimbangkan perusahaan dalam melakukan keputusan struktur modal yaitu stabilitas penjualan, struktur aset, leverage operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, kendali, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan.

Setyawan, Topowijono dan Nuzula (2016) melakukan penelitian terkait struktur modal pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI Tahun 2009-2014. Hasil dari penelitian ini adalah bahwa secara simultan variabel *firm size*, *growth opportunity*, *profitability*, *business risk*, *effective tax rate*, *asset tangibility*, *firm age* dan *liquidity* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan secara parsial variabel *firm size*, *growth opportunity*, *profitability*, *business risk*, *effective tax rate*, *asset tangibility* dan *firm age* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan variabel *liquidity* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Bhawa dan Dewi (2015) dengan hasil ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal, likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, dan risiko bisnis berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal.

Nilmawati dan Gusaptono (2014) juga melakukan penelitian dengan tema yang sama. Penelitian ini lebih bertujuan untuk membuktikan *Trade-Off Theory* pada perusahaan yang listing di BEI. Pada penelitian ini, sampel penelitian dibagi menjadi dua kelompok yang dibedakan pengujiannya, yaitu sampel perusahaan yang mendekati target *capital structure* dan sampel perusahaan yang menjauhi target *capital structure*. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *liquidity*, *profitability*, *size*, *tangible*, *growth opportunity*, *business risk*, dan *CF*. Hasil pengujian pada sampel perusahaan yang mendekati target *capital structure* adalah bahwa variabel *liquidity*, *profitability*, *tangible*, dan *CF* berpengaruh signifikan terhadap variabel *DR* dengan variabel *liquidity*, *profitability*, *tangible*, dan *size* memiliki koefisien yang negatif. Sedangkan hasil pengujian untuk sampel perusahaan yang menjauhi target *capital structure* adalah bahwa variabel *growth opportunity* dan *CF* berpengaruh signifikan terhadap variabel *DR* dengan hanya variabel *liquidity* yang memiliki koefisien negatif.

Selain penelitian nasional, penelitian internasional dengan tema *capital structure* juga telah banyak dilakukan salah satunya adalah penelitian yang dilakukan oleh Alipour, Mohammadi, dan Darekhshan (2015). Penelitian ini menggunakan variabel *effective tax rate*, *firm size*, *liquidity*, *financial flexibility*, *share price performance*, *asset structure*, *growth opportunities*, *business risk*, *profitability*, *asset utilization ratio*, dan *ownership structure*. Hasil dari penelitian ini adalah *effective tax rate* berpengaruh positif terhadap *debt ratio*, *firm size* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*, *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*, *financial flexibility* berpengaruh negatif pada *debt ratio*, *share*

price performance berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*, *asset structure* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*, *growth opportunities* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*, *business risk* berpengaruh negatif terhadap *long-term debt ratio* dan berpengaruh positif terhadap *short-term debt ratio*, *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*, *asset utilization ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap *debt ratio*, dan *ownership structure* berpengaruh positif signifikan dengan *debt ratio*.

Meskipun banyak penelitian yang telah dilakukan untuk mengungkapkan faktor-faktor yang menjadi penentu pertimbangan pihak manajemen dalam menetapkan struktur modalnya, namun hasil penelitian yang dilakukan oleh para peneliti pada variabel-variabel penentu struktur modal perusahaan tersebut masih tidak konsisten. Misalnya saja pada penelitian yang dilakukan oleh Setyawan, Topowijono dan Nuzula (2016) variabel *liquidity* berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan, namun pada penelitian yang dilakukan oleh Nilmawati dan Gusaptono (2014) variabel ini berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Selain variabel *liquidity*, variabel *business risk* yang ada pada penelitian Setyawan, Topowijono dan Nuzula berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bhawa dan Dewi (2015) bahwa variabel ini berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal. Begitu pula dengan variabel *growth opportunity* dimana hasil dari penelitian Setyawan, Topowijono dan Nuzula (2016) menunjukkan adanya pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh

Alipour, Mohammadi, dan Darekshshah (2015) menunjukkan bahwa variabel ini berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan pada variabel *profitability* dari semua hasil penelitian diatas pada umumnya menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Namun, pada penelitian yang dilakukan Nilmawati dan Gusaptono (2014), hasil pengujian untuk sampel perusahaan yang menjauhi target *capital structure* variabel *profitability* memiliki pengaruh yang tidak signifikan pada struktur modal perusahaan.

Faktor-faktor yang digunakan dalam penelitian ini adalah *growth opportunity*, *business risk*, *profitability*, dan *liquidity* dimana pada hasil penelitian-penelitian sebelumnya faktor-faktor tersebut masih tidak konsisten. Pertumbuhan perusahaan dapat mempengaruhi kepercayaan kreditor terhadap perusahaan dan kesediaan pemodal untuk memberikan pendanaan melalui utang jangka panjang (Firnanti, 2011). Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi juga memiliki harapan pertumbuhan ukuran perusahaan dimasa yang akan datang. Oleh karena itu, tingkat pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi secara positif tingkat hutang perusahaan, karena perusahaan akan lebih dapat dipercaya oleh kreditor memiliki kapabilitas dalam melunasi hutangnya di masa depan. Pada penelitian ini *growth opportunity* atau pertumbuhan perusahaan akan diproksikan dengan pertumbuhan EAT perusahaan.

Menurut Gitman, 2009 (Seftianne dan Handayani, 2011) risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan saat tidak mampu menutup biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya. Perusahaan

dengan risiko bisnis yang tinggi dimana salah satunya dapat dilihat dari *cash flow* yang sangat fluktuatif cenderung menghindari penggunaan hutang yang tinggi, karena penggunaan hutang penuh risiko akan kurang menguntungkan apabila dibandingkan dengan penggunaan ekuitas. Pada penelitian ini *business risk* atau risiko bisnis perusahaan akan diproksikan dengan DOL (*degree of operating leverage*).

Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi berarti memiliki tingkat pengembalian hutang dan laba ditahan yang tinggi, maka perusahaan akan cenderung menggunakan laba ditahan dan mengurangi hutang (Bhawa & Dewi, 2015). Profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaannya dengan dana yang dihasilkan secara internal (Nilmawati & Gusaptono, 2014). Dengan demikian, perusahaan yang memiliki profitabilitas yang lebih tinggi akan cenderung untuk memiliki tingkat hutang yang lebih rendah. Pada penelitian ini *profitability* perusahaan akan diproksikan dengan NPV (*Net Present Value*).

Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi berarti semakin sedikit kebutuhannya akan utang, hal ini karena perusahaan mempunyai kas yang cukup untuk digunakan dan sebaliknya perusahaan yang tidak atau kurang memiliki kas mempunyai kebutuhan yang tinggi akan utang (Nilmawati & Gusaptono, 2014). Hal ini sejalan dengan yang ada dalam *Pecking Order Theory*, dimana apabila perusahaan telah cukup memiliki pendanaan internal untuk kegiatan operasinya maka perusahaan tersebut akan lebih memilih menggunakan pendanaan internal untuk membiayai kegiatan investasinya sebelum menggunakan pembiayaan

eksternal melalui hutang. Pada penelitian ini *liquidity* perusahaan akan diprosikan dengan *Working Capital Ratio* (WRC).

Adanya ketidakkonsistenan hasil dari penelitian-penelitian tentang struktur modal yang dilakukan mungkin dikarenakan adanya faktor lain yang lebih bersifat subjektif dari pihak manajemen yang mampu menjelaskan kecenderungan perilaku mereka. Teori *equity market timing* menjelaskan adanya faktor *mispricing* pada sumber pendanaan ekuitas yang dimanfaatkan oleh pihak manajemen untuk mendapatkan keuntungan dari pendanaan tersebut. Kondisi pasar modal Indonesia yang tidak efisien membuat berlakunya teori *equity market timing* sebagai dasar dari pilihan struktur modal perusahaan sangat mungkin terjadi Adrianto dan Mirza (2015) melakukan penelitian tentang inefisiensi pasar modal Indonesia dengan hasil penelitian “...*the stock market in Indonesia has been include into the category of weak-form efficient market, both in patterns and relationship of price change*”. Dalam kesimpulan penelitiannya mereka kembali menjelaskan “...*the pattern of stock price changes in Indonesian stock market is random walk so the investors will be difficult to predict future price changes*”.

Teori *equity market timing* sebagai dasar dari pilihan struktur modal perusahaan terbukti dengan adanya penelitian yang dilakukan Saad dan Siagian (2011) dengan hasil penelitian : pertama struktur modal perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia mengikuti prediksi teori *equity market timing* terutama dalam periode 4 sampai dengan 10 tahun setelah IPO, kedua adalah sentimen investor memperkuat praktik *equity market timing* yang dilakukan oleh perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Wulandari dan Setiawan (2015) pada perusahaan non keuangan di Indonesia yang hasilnya “...that the market conditions (hot and cold markets) affected the leverage of the non-financial companies that were listed on the Indonesian Stock Exchange”.

Penelitian tersebut semakin memperjelas bahwa memang sangat mungkin faktor pemanfaatan tingginya *mispricing* yang ada pada transaksi pasar modal Indonesia membuat pihak manajemen memilih pendanaan melalui surat berharga ekuitas dibandingkan dengan menambah hutang perusahaan. Pihak manajemen akan memiliki pertimbangan meskipun biaya emisi saham yang harus dikeluarkan juga tinggi, namun adanya *mispricing* di pasar akan tetap menguntungkan mereka. Selain itu, *equity market timing* yang mencerminkan harga saham perusahaan juga dapat menjadi pedoman manajemen untuk menetapkan struktur modal yang optimal bagi perusahaan. Pada batas struktur modal yang optimal, perusahaan akan mencapai harga saham yang tinggi. Namun apabila pihak manajemen terus menambah hutang pada struktur modal yang telah optimal maka harga saham akan turun seiring dengan penambahan hutang tersebut. Oleh karena itu, perusahaan dengan harga saham atau nilai perusahaan yang tinggi akan berhenti untuk menambah hutangnya karena pada kondisi tersebut berarti perusahaan sudah memiliki struktur modal yang optimal.

Pada penelitian ini, penulis akan menempatkan *equity market timing* sebagai variabel moderating penelitian untuk menjembatani faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan struktur modal perusahaan. Variabel *equity market timing* diprosikan dengan PBV (*Price to Book Value*) dan

variabel *capital structure* akan diproksikan dengan DR (*Debt Ratio*). Pemberian *equity market timing* sebagai variabel moderating juga sekaligus menjadi orisinalitas dari penelitian ini. Tujuan dari dilakukannya penelitian ini adalah untuk melihat besaran pengaruh *growth opportunity*, *business risk*, *profitability*, dan *liquidity* terhadap *capital structure* pada perusahaan *property*, *real estate*, and *building construction* di Indonesia, serta melihat signifikansi *equity market timing* dalam menentukan pengaruh *growth opportunity*, *business risk*, *profitability*, dan *liquidity* terhadap *capital structure* pada perusahaan *property*, *real estate*, and *building construction* di Indonesia.

Sampel yang akan diteliti oleh penulis pada penelitian ini adalah perusahaan publik pada sektor *Property, Real Estate, and Building Construction*. Pemilihan sampel ini dikarenakan pada ditemukannya beberapa perusahaan yang mengalami masalah keuangan akibat penetapan kebijakan struktur modal yang salah, serta perusahaan pada sektor tersebut membutuhkan modal dalam jumlah besar untuk dapat melakukan kegiatan operasional.

Berdasarkan data yang ada, fenomena yang terjadi dan adanya *research gap* antara penelitian sebelumnya pada latar belakang permasalahan di atas, maka peneliti mengambil judul **“Pengaruh *Growth opportunity*, *Business risk*, *Profitability*, dan *Liquidity* terhadap Capital Structure dengan Equity Market Timing sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan *Property, Real Estate, and Building Construction* di Indonesia)”**.

1.2. Identifikasi Masalah

Identifikasi masalah pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan sektor propety, real estate, and building construction di Indonesia yang mengalami financial distress akibat tingkat hutang yang terlalu tinggi, yaitu: PT. *Bakrie Development Tbk.*, PT. *Panca Wiratama Sakti Tbk.*, dan PT. *Sentul City Tbk.*
2. Tinggi rendahnya tingkat *growth opportunity* perusahaan.
3. Tinggi rendahnya *business risk* perusahaan.
4. Tinggi rendahnya *profitability* perusahaan.
5. Tinggi rendahnya *liquidity* perusahaan.
6. Tinggi rendahnya ukuran perusahaan.
7. Banyak sedikitnya aset berwujud yang dimiliki perusahaan.
8. Besar kecilnya *debt cost* yang ditanggung perusahaan.
9. Besar kecilnya *equity cost* yang ditanggung perusahaan.
10. Kecenderungan struktur kepemilikan perusahaan.
11. Kecenderungan struktur aset perusahaan.
12. Perbedaan jenis industri perusahaan.
13. Lamanya umur perusahaan.
14. Adanya peraturan pajak yang mengatur perusahaan.
15. Tinggi rendahnya arus kas untuk menutup hutang perusahaan.
16. Adanya biaya agensi dan insentif dalam perusahaan.
17. Adanya stabilitas penjualan dalam perusahaan.
18. Kondisi pasar internal perusahaan.

19. Kondisi fleksibilitas keuangan perusahaan.

20. Adanya fenomena *equity market timing* di pasar modal Indonesia.

1.3. Cakupan Masalah

Berdasarkan latar belakang dan identifikasi masalah yang ada, peneliti membatasi ruang lingkup yang akan dikaji dalam penelitian. Cakupan masalah pada penelitian ini adalah :

1. Subjek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor *property, real estate, and building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Periode yang diamati pada penelitian ini sebanyak lima periode, yaitu dari tahun 2011-2015.
3. Penelitian ini menganalisis pengaruh *growth opportunity, business risk, profitability, dan liquidity* terhadap *capital structure* serta besarnya pengaruh *growth opportunity, business risk, profitability, dan liquidity* terhadap *capital structure* yang ditentukan oleh *equity market timing*.

1.4. Rumusan Masalah

Berdasarkan pada latar belakang diatas, maka rumusan masalah pada penelitian ini adalah :

1. Bagaimana pengaruh *growth opportunity* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia?
2. Bagaimana pengaruh *business risk* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia?

3. Bagaimana pengaruh *profitability* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia?
4. Bagaimana pengaruh *liquidity* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia?
5. Apakah secara signifikan *equity market timing* memoderasi pengaruh *growth opportunity*, terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia?
6. Apakah secara signifikan *equity market timing* memoderasi pengaruh *business risk*, terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia?
7. Apakah secara signifikan *equity market timing* memoderasi pengaruh *profitability*, terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia?
8. Apakah secara signifikan *equity market timing* memoderasi pengaruh *liquidity*, terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia?

1.5. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang dijelaskan di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis besarnya pengaruh *growth opportunity* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.

2. Untuk menganalisis besarnya pengaruh *business risk* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.
3. Untuk menganalisis besarnya pengaruh *profitability* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.
4. Untuk menganalisis besarnya pengaruh *liquidity* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.
5. Untuk menganalisis apakah secara signifikan *equity market timing* memoderasi pengaruh *growth opportunity* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.
6. Untuk menganalisis apakah secara signifikan *equity market timing* memoderasi pengaruh *business risk* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.
7. Untuk menganalisis apakah secara signifikan *equity market timing* memoderasi pengaruh *profitability* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.
8. Untuk menganalisis apakah secara signifikan *equity market timing* memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.

1.6. Kegunaan Penelitian

Berdasarkan tujuan di atas, diharapkan penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi pengembangan ilmu akuntansi terutama dalam lingkup

perkembangan *capital structure* perusahaan. Secara rinci manfaat yang ingin diberikan adalah sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan keterbaruan bagi khasanah ilmu pengetahuan yang saling melengkapi dengan penelitian sejenis sebelumnya yang juga mengkaji *capital structure* perusahaan. Melihat dari banyaknya penelitian yang mengangkat tema *capital structure*, maka penelitian ini juga diharapkan dapat berguna sebagai pedoman atau referensi untuk penelitian serupa selanjutnya. Selain itu, penulis juga berharap bahwa dengan adanya penelitian ini dapat memacu akan munculnya penelitian-penelitian serupa lainnya yang lebih baik dan terus memunculkan keterbaruan yang lain yang sesuai dengan kondisi di lapangan.

Penelitian ini juga diharapkan bermanfaat sebagai bahan evaluasi dari berbagai teori-teori yang telah ada dengan keadaan yang ada di lapangan. Sehingga, penggunaan dari teori-teori tersebut juga dapat memberikan manfaat bagi penggunanya.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi Akademisi

Diharapkan dengan adanya penelitian ini dapat menambah pemahaman mengenai pengaruh *growth opportunity*, *business risk*, *profitability*, dan *liquidity* serta *equity market timing* bagi *capital structure*.

b. Bagi Manajemen Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran khusus kepada pihak manajemen mengenai pentingnya *growth opportunity*, *business risk*, *profitability*, dan *liquidity* serta *equity market timing* bagi *capital structure*. Sehingga, pihak manajemen lebih tepat dalam mengambil kebijakan struktur modal perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan dan dapat mengurangi risiko *financial distress* perusahaan akibat dari pengambilan kebijakan yang kurang sesuai.

c. Bagi investor

Penelitian ini dapat memberikan informasi tentang faktor-faktor yang menjadi pertimbangan manajemen untuk menetapkan struktur modalnya, sehingga dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi yang tepat dan kemungkinan kesalahan dalam memilih perusahaan target investasi dapat berkurang.

1.7. Orisinalitas Penelitian

Meskipun banyak penelitian yang telah dilakukan untuk mengungkapkan faktor-faktor yang menjadi penentu pertimbangan pihak manajemen dalam menetapkan struktur modalnya, namun hasil penelitian yang dilakukan oleh para peneliti pada variabel-variabel penentu struktur modal perusahaan tersebut masih tidak konsisten. Misalnya saja pada penelitian yang dilakukan oleh Setyawan, Topowijono dan Nuzula (2016) variabel *liquidity* berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan, namun pada penelitian yang dilakukan oleh

Nilmawati dan Gusaptono (2014) variabel ini berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Selain variabel *liquidity*, variabel *business risk* yang ada pada penelitian Setyawan, Topowijono dan Nuzula berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bhawa dan Dewi (2015) bahwa variabel ini berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal. Begitu pula dengan variabel *growth opportunity* dimana hasil dari penelitian Setyawan, Topowijono dan Nuzula (2016) menunjukkan adanya pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Alipour, Mohammadi, dan Darekhshan (2015) menunjukkan bahwa variabel ini berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan pada variabel *profitability* dari semua hasil penelitian diatas pada umumnya menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Namun, pada penelitian yang dilakukan Nilmawati dan Gusaptono (2014), hasil pengujian untuk sampel perusahaan yang menjauhi target *capital structure* variabel *profitability* memiliki pengaruh yang tidak signifikan pada struktur modal perusahaan.

Oleh karena itu, faktor-faktor yang diteliti dalam penelitian ini adalah *growth opportunity*, *business risk*, *profitability*, dan *liquidity* dimana pada hasil penelitian-penelitian sebelumnya faktor-faktor tersebut masih tidak konsisten. Selain itu, peneliti juga memunculkan *equity market timing* sebagai variabel moderating penelitian untuk menentukan pengaruh *growth opportunity*, *business risk*, *profitability*, dan *liquidity* terhadap *capital structure*.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Kajian Teori (*Grand Theory*)

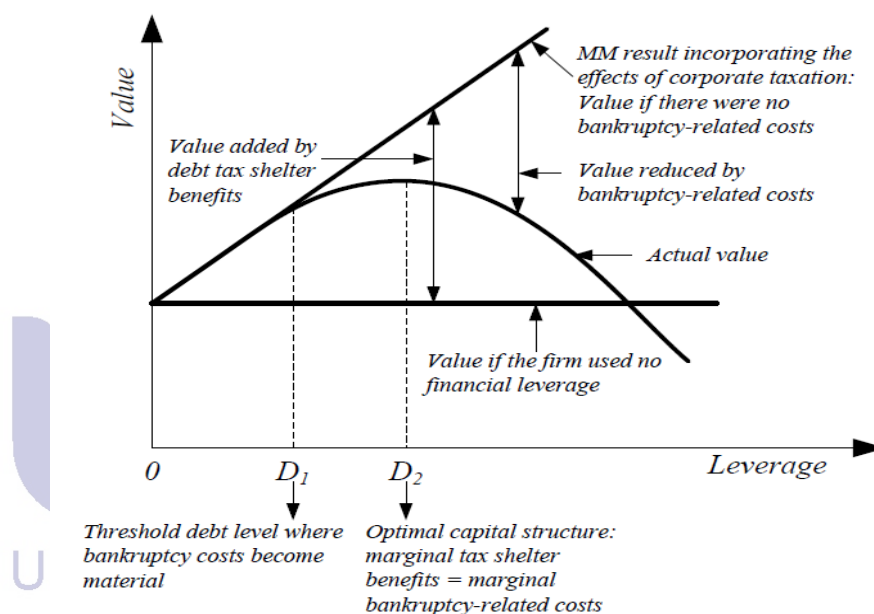
Berikut ini adalah teori-teori utama yang digunakan dan menjadi landasan mengenai hubungan antara *Capital Structure* dan variabel-variabel yang dikaji dalam penelitian ini :

2.1.1. *Trade-off Theory*

Teori ini muncul setelah adanya *MM teori* yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958). Pada *trade-off theory* dijelaskan bahwa dalam membuat keputusan pendanaan perusahaan, manajer biasanya akan mempertimbangkan *trade-off* antara keuntungan dan pajak (Eliu, 2014). Meyrs, menjelaskan “...*a firm that follows the trade-off theory sets a target debt-to-value ratio and then gradually moves toward the target. The target is determined by balancing debt tax shield againsts cost of bankruptcy.*” Menurut *trade-off theory*, titik awal tinjauan keputusan struktur modal perusahaan adalah pada rasio target hutang dimana perlindungan pajak terhadap hutang dimaksimalkan dan biaya kepailitan yang berkaitan dengan hutang diminimalkan (Fuadi, 2014). *Trade-off theory* menjelaskan bahwa perusahaan memiliki target hutang yang akan dipenuhinya, dimana penetapan target tersebut berdasarkan pada keseimbangan antara besaran pajak, biaya kebangkrutan, dan masalah agensi.

Setiap perusahaan memiliki target hutang yang akan direalisasikan untuk menciptakan struktur modal yang optimal. Namun, penetapan target hutang suatu

perusahaan dengan perusahaan lainnya pasti berbeda sesuai dengan pertimbangan pihak manajemen perusahaan yang bersangkutan. Besarnya hutang yang ditetapkan menjadi target perusahaan nantinya akan mempengaruhi nilai perusahaan dan biaya modal yang harus dikeluarkan. Apabila perusahaan melakukan kesalahan dalam penetapan target hutang perusahaan, maka perusahaan memiliki risiko masalah keuangan (*financial distress*) yang serius akibat tingginya biaya modal yang harus dikeluarkan tidak berimbang dengan manfaat atas pengambilan hutang yang didapatkan. Oleh sebab itu, perusahaan harus lebih berhati-hati dalam menetapkan target hutangnya untuk dapat mencapai struktur modal yang optimal. Karena, untuk mencapai struktur modal yang optimal tidak ada tingkat hutang yang jelas dan lebih bersifat prediktif oleh setiap perusahaan berdasarkan keadaannya.



Sumber : Brigham dan Ehrhardt ,2005 (Fuadi, 2014)

Gambar 2.1.

Dampak Leverage pada Firm Value

Gambar 2.1. menjelaskan bahwa peningkatan hutang (D) akan dapat meningkatkan keuntungan dari penggunaan hutang tersebut, namun hal ini juga dibarengi dengan peningkatan masalah keuangan (*financial distress*) dan biaya agensi (*agency cost*) yang bahkan dapat lebih besar. Jadi, dengan menggunakan hutang, maka perusahaan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan secara linear hanya sampai titik tertentu (D1). Setelah perusahaan mencapai titik tersebut maka penggunaan hutang oleh perusahaan masih dapat meningkatkan nilai perusahaan, namun terjadi perlemahan akibat kenaikan biaya kebangkrutan dan masalah agensi. Apabila setelah terjadi hal ini perusahaan masih terus menambah penggunaan hutang, maka pada saat tertentu perubahan komposisi antara nilai perusahaan dengan biaya-biaya kebangkrutan akan mencapai titik tertinggi (D2). Jika pada kondisi tersebut perusahaan masih terus menambah hutangnya, maka akan terjadi titik balik dimana nilai perusahaan akan menurun akibat penambahan hutang. Titik balik nilai perusahaan itulah yang disebut dengan struktur modal optimal dimana menunjukkan jumlah hutang yang optimal untuk perusahaan.

Perusahaan yang struktur modalnya didominasi oleh hutang akan memiliki beban bunga yang tinggi. Beban bunga yang dihasilkan dari hutang inilah yang dimanfaatkan perusahaan untuk mengurangi beban pajak yang harus ditanggungnya. Terdapat pertentangan manfaat dalam keadaan ini, yaitu dengan semakin besar hutang maka penghematan pajak yang bisa dilakukan juga semakin besar, namun semakin besar hutang akan meningkatkan pula biaya kebangkrutan perusahaan (*cost of financial distress*).

Berdasarkan *trade-off theory*, untuk menetapkan struktur modal yang optimal perusahaan harus melakukan taksiran yang tepat besaran antara biaya dan manfaat. Perusahaan yang akan menambah sumber dana perusahaan melalui hutang harus mempertimbangkan besaran biaya emisi hingga biaya bunga yang ditanggung dengan manfaat pajak dan manfaat pembiayaan yang akan didapatkan.

Pada penelitian ini, terdapat dua variabel yang dapat dijadikan pertimbangan untuk penetapan struktur modal perusahaan yang sesuai dengan *trade-off theory*, yaitu *growth opportunity* dan *business risk*. Perusahaan dengan *growth opportunity* atau peluang pertumbuhan tinggi, cenderung memiliki kondisi keuangan yang baik dan memiliki banyak investasi baru. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang baik mencerminkan adanya perkembangan bisnis yang positif dimasa depan. Oleh karena itu, peluang pertumbuhan yang tinggi pada perusahaan memberikan kesempatan manajemen untuk meningkatkan tingkat hutang yang dimiliki. Selain karena adanya investasi baru yang membutuhkan banyak pendanaan, solvabilitas yang tinggi pada masa depan juga memberikan kepercayaan diri pihak manajemen untuk menetapkan tingkat hutang yang tinggi pada perusahaan.

Kondisi yang berbeda terjadi pada perusahaan yang memiliki tingkat *business risk* atau risiko bisnis yang tinggi. Risiko bisnis menggambarkan ketidakpastian kondisi perusahaan yang ada dimasa depan. Perusahaan yang memiliki risiko tinggi seharusnya tidak menetapkan tingkat hutang yang tinggi pada struktur modal yang dimilikinya. Karena disamping risiko bisnis yang harus dihadapi, perusahaan juga harus menanggung biaya bunga yang tinggi akibat

hutang yang diambil. Tingginya biaya bunga yang ditanggung perusahaan ditambah dengan besarnya risiko bisnis yang ada dalam perusahaan membuat perusahaan memiliki kemungkinan gagal bayar yang tinggi atas hutang perusahaan tersebut.

2.1.2. *Agency Theory*

Eisenhardt, 1989 (Destriana, 2011) menjelaskan dalam perkembangannya, teori keagenan terbagi menjadi dua aliran, yaitu *positivist theory* dan *principal-agent research*. *Positivist theory* memfokuskan pada identifikasi situasi ketika pemilik perusahaan dan manajemen mengalami konflik dan mekanisme *governance* yang membatasi *self-serving* dari manajemen. Sedangkan *principal-agent research* memfokuskan pada kontrak optimal antara perilaku antara perilaku dan hasil yang secara garis besar memiliki penekanan pada hubungan antara pemilik perusahaan dan manajemen. *Principal-agent research* merupakan perluasan teori keagenan karena sudah merambah konflik antara rekan kerja, bawahan, dan atasan (manajemen puncak), dan pemilik perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) dalam jurnal yang berjudul *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure* menjelaskan “we define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.” Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (prinsipal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen membuat keputusan yang

terbaik bagi prinsipal. Jika kedua belah pihak tersebut mempunyai tujuan yang sama untuk memaksimalkan nilai perusahaan, maka diyakini agen akan bertindak dengan cara yang sesuai dengan kepentingan prinsipal. Namun, jika agen dan prinsipal memiliki kepentingan yang berbeda maka mungkin saja agen akan bertindak tidak sesuai dengan kepentingan prinsipal. Perbedaan tujuan antara agen dan prinsipal ini dapat menimbulkan masalah keageanan (*agency problem*).

Destriana (2011) menjelaskan *agency problem* yang dimaksud adalah terjadinya informasi yang asimetri (tidak sama) antara yang dimiliki oleh prinsipal dan agen. Kondisi *agency problem* yang terjadi dapat saja semakin buruk yang salah satunya disebabkan oleh kompensasi yang didapatkan para manajer dari hasil kerjanya pada kenyataannya lebih kecil dibandingkan dengan keuntungan yang didapatkan oleh pemilik perusahaan. Adanya konflik kepentingan antara pemilik dan manajer ini memicu timbulnya biaya keageanan (*agency cost*), dimana biaya keagean dikeluarkan untuk mengurangi kerugian yang timbul akibat adanya ketidakpatuhan pihak manajemen. *Agency cost* ini mencakup biaya untuk pengawasan oleh pemegang saham, biaya yang dikeluarkan oleh manajemen untuk menghasilkan laporan keuangan yang transparan, termasuk biaya audit independen dan pengendalian internal, serta biaya yang disebabkan karena menurunnya nilai kepemilikan pemegang saham sebagai bentuk '*bonding expenditure*' yang diberikan kepada manajemen dalam bentuk opsi dan berbagai manfaat untuk tujuan menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham

Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan ada tiga jenis biaya keagenan dalam jurnalnya, yaitu:

1. *The monitoring expenditures by the principal,*
2. *The bonding expenditures by the agent,*
3. *The residual loss.*

Biaya monitoring (*monitoring cost*) ditanggung oleh perusahaan yang muncul akibat pemegang saham mengawasi segala tindakan yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan, contohnya: menyewa akuntan publik untuk melakukan audit terhadap laporan keuangan perusahaan. Biaya bonding (*bonding cost*) adalah biaya yang timbul akibat sikap manajemen yang berani memberikan jaminan kepada pemilik perusahaan untuk tidak membuat perusahaan yang dikelolanya merugi, contohnya: membayar kewajiban hutang perusahaan secara teratur, melaksanakan kegiatan operasional sesuai jadwal atau bahkan lebih cepat dari jadwal yang telah ditentukan. Sedangkan biaya kerugian residual (*residual loss*) adalah biaya yang muncul karena perbedaan keputusan antara pihak pemegang saham dengan pihak manajerial dimana seharusnya keputusan tersebut memberikan keuntungan yang maksimal bagi pemegang saham, contoh: pengeluaran tambahan biaya produksi dan inovasi perusahaan demi meningkatkan produktivitas perusahaan.

Pada dasarnya, biaya agensi (*agency cost*) pasti ditanggung oleh pemilik perusahaan siapapun yang menimbulkannya. Perusahaan yang memilih hutang sebagai bagian yang dominan dalam struktur modalnya harus menanggung biaya pengawasan yang tinggi akibat dari adanya hutang tersebut. Seftianne dan

Handayani (2011) menjelaskan biaya pengawasan berfungsi sebagai diinsensif dalam penerbitan obligasi, terutama dalam jumlah besar. Untuk mengantisipasi biaya pengawasan, kreditor membebankan bunga yang tinggi atas hutang yang diberikan kepada perusahaan. Pernyataan ini menjelaskan bahwa apabila perusahaan meningkatkan hutang untuk menambah modalnya, maka pihak pemilik perusahaan harus menanggung biaya pengawasan yang lebih tinggi akibat adanya hutang tersebut.

Dalam *agency theory*, secara tersirat dijelaskan bahwa perusahaan yang banyak menggunakan sumber dana eksternal, yaitu baik melalui hutang maupun saham akan menanggung *agency cost* yang tinggi. Tambahan modal melalui hutang akan menambah *bonding cost* yang harus ditanggung perusahaan, sedangkan tambahan modal melalui penerbitan saham akan menambah *monitoring cost* dan *residual loss* yang membebani perusahaan. Untuk meminimalkan adanya *agency cost* tersebut, maka perusahaan harus mengurangi penggunaan sumber dana eksternal dan lebih memanfaatkan sumber dana internal perusahaan.

Profitabilitas dan likuiditas merupakan rasio yang menggambarkan besaran sumber dana internal yang dimiliki perusahaan. Tingginya profitabilitas dan likuiditas yang dimiliki perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan memiliki dana internal yang cukup dalam membiayai kegiatan operasional dan investasinya. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas dan likuiditas yang tinggi cenderung akan memiliki tingkat hutang yang rendah,

karena mereka telah memiliki sumber dana internal yang cukup dan pemanfaatan sumber dana internal tersebut dapat mengurangi *agency cost*.

Terlebih lagi apabila perusahaan tersebut memiliki tingkat risiko bisnis yang tinggi, dominasi hutang dalam struktur modal perusahaan hanya akan meningkatkan risiko bisnis dan risiko *financial distress* perusahaan. Namun, untuk perusahaan yang memiliki *opportunity growth* yang tinggi mereka dapat saja menetapkan tingkat hutang yang lebih tinggi dalam struktur modalnya. Hal ini karena tingginya *opportunity growth* perusahaan membuat perusahaan memiliki kepastian yang baik dimasa depan. Perusahaan juga dapat melakukan banyak ekspansi untuk dapat meningkatkan ukuran perusahaan dengan cepat melalui berbagai investasi. Hutang adalah salah satu sumber dana yang dapat dipakai dalam membiayai investasi baru tersebut.

2.1.3. Equity Market Timing Theory

Teori struktur modal *equity market timing* dimulai dari penelitian yang dilakukan oleh Taggart (1977) dan dikembangkan oleh Baker dan Wulger pada tahun 2002. Baker, Stain, dan Wulger (2003) dalam penelitiannya yang berjudul *When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms*, menyatakan “*corporate investment and stock market are positively correlated, in both the time series and the cross section. The traditional explanation for this relationship is that stock prices reflect the marginal product of capital.*” *Equity market timing* adalah praktik perusahaan untuk menerbitkan saham pada saat valuasi harga saham perusahaan di pasar sedang tinggi serta membeli kembali saham pada saat valuasi pasarnya sedang rendah (Saad dan

Siagian, 2011). Hunafa dan Nugroho (2014) menjelaskan dalam teori *equity market timing*, struktur modal merupakan hasil kumulatif dari *usaha market timing historis*, dimana keputusan pendanaan yang dilakukan dengan menggunakan faktor *market timing* akan terakumulasi dari waktu ke waktu hingga akhirnya menghasilkan struktur modal.

Wulandari dan Setiawan (2015) menjelaskan “ *one of the practices of market timing is utilizing the company’s stock mispricing in the market, to obtain funds at relatively low capital market cost.*” Pada dasarnya, teori ini menjelaskan pemanfaatan *mispricing* harga saham perusahaan oleh manajemen yang ada di pasar modal akibat adanya sentimen investor. *Mispricing* adalah suatu kondisi dimana harga saham tidak mencerminkan nilai instrinsiknya, dimana mungkin terjadi *overvalue* atau *undervalue*. Meningkatnya nilai saham akan memicu manajemen untuk menerbitkan saham dalam membentuk struktur modal dibandingkan dengan melakukan hutang. Namun, ketika harga saham cenderung turun perusahaan akan melakukan *buy back* untuk menarik kembali saham yang telah mereka keluarkan. Hal ini sejalan dengan tujuan perusahaan yang melakukan *market timing* adalah untuk mengeksploitasi fluktuasi temporer biaya saham terhadap biaya komponen modal lainnya. Eksploitasi ini dapat dilakukan karena fluktuasi biaya saham bukan disebabkan oleh fluktuasi risiko perusahaan (Saad dan Siagian, 2011).

Pada pasar yang tidak efisien, sentimen investor secara dominan membentuk harga pasar saham. Sentimen investor adalah harapan investor akan pengembalian investasi yang akan didapatkan pada masa depan namun tidak

didasari oleh informasi fundamental perusahaan. Adanya sentimen positif yang besar diiringi dengan permintaan beli (*order buy*) yang juga besar akan meningkatkan harga saham secara cepat dan signifikan. Begitupun sebaliknya, adanya sentimen negatif yang besar diiringi dengan permintaan jual (*order sell*) yang juga besar akan mengakibatkan harga saham turun dengan cepat dan signifikan. Adanya sinyal dan respon pasar yang kuat menjadikan pasar modal ada dalam keadaan *hot market* dimana dalam kondisi ini harga saham akan naik atau turun dengan cepat akibat adanya aktivitas para pelaku pasar modal yang sangat dinamis. Alty, 2006 (Felicia dan Saragih, 2015) menyatakan perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana pada saat periode *hot market* akan melakukan emisi saham lebih banyak daripada perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana pada saat *cold market*. Namun apabila sinyal dan respon yang ada di pasar cenderung lemah dan aktivitas para pelaku pasar cenderung statis maka artinya pasar tersebut sedang berada pada kondisi *cold market*. Momentum inilah yang dimanfaatkan pihak manajemen untuk membentuk modal perusahaan dalam jangka pendek.

Terkait pasar modal efisien Brigham dan Houston (2014:213) dalam bukunya yang berjudul Dasar-Dasar Manajemen Keuangan menjelaskan ada tiga tingkat efisiensi pasar, yaitu:

1. Efisiensi bentuk lemah, apabila seluruh informasi yang dimuat dalam pergerakan harga saham masa lalu akan sepenuhnya tercermin dalam harga pasar saat ini.

2. Efisiensi bentuk semikuat, apabila harga pasar saat ini mencerminkan seluruh informasi yang tersedia kepada publik.
3. Efisiensi bentuk kuat, apabila harga pasar saat ini mencerminkan seluruh informasi yang relevan entah itu tersedia bagi publik atau dimiliki secara pribadi.

Fama, 1970 (Adrianto dan Mirza, 2015) menjelaskan "*.....the efficiency of stock markets stating that a market can be efficient if all market participants gets income equal to one another, no matter the investor is a beginner or an expert*". Pasar dikatakan efisien apabila para pelaku pasar berlaku secara rasional ketika melakukan transaksi. Hal ini berarti, untuk membuat keputusan beli dan jual para pelaku pasar harus berdasar pada kondisi fundamental perusahaan sehingga harga pasar saham sesuai dengan nilai intrinsiknya, bukan berdasarkan sentimen investor yang menyebabkan harga pasar saham *overvalue* atau *undervalue*. Kondisi ini sangat bertolak belakang dengan keadaan pasar modal di Indonesia dimana perilaku keuangan (*behavioral finance*) para pelaku pasar modal Indonesia sebagian besar dipengaruhi oleh adanya sentimen yang menyebabkan tindakan mereka tidak rasional. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Adrianto dan Mirza (2015) tentang inefisiensi pasar modal Indonesia yang hasilnya adalah "*.....the stock market in Indonesia has been include into the category of weak-form efficient market, both in patterns and relationship of price change*". Dalam kesimpulan penelitiannya mereka kembali menjelaskan "*.....the pattern of stock price changes in Indonesian stock market is random walk so the investors will be difficult to predict future price changes*".

Berdasarkan *equity market timing theory*, kondisi *mispricing* dalam pasar yang tidak efisien memberikan peluang bagi manajemen untuk mendapatkan keuntungan dari pembentukan struktur modal melalui penerbitan saham. Pada kondisi *overvalue* perusahaan bisa mendapatkan keuntungan *cash* yang tinggi dari penjualan saham perusahaan dibandingkan dengan biaya emisi saham perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan cenderung memanfaatkan peluang *equity market timing* yang ada pada pasar saham untuk mendapatkan keuntungan dari adanya struktur modal yang dibentuk.

Dari perilaku tersebut, maka penelitian ini menggunakan *equity market timing* sebagai variabel penentu hubungan berbagai faktor penentu struktur modal perusahaan terhadap struktur modal perusahaan tersebut. Selain itu, *equity market timing* yang mencerminkan harga saham perusahaan juga dapat menjadi pedoman manajemen untuk menetapkan struktur modal yang optimal bagi perusahaan. Pada batas struktur modal yang optimal, perusahaan akan mencapai harga saham yang tinggi. Namun apabila pihak manajemen terus menambah hutang pada struktur modal yang telah optimal maka harga saham akan turun seiring dengan penambahan hutang tersebut. Oleh karena itu, perusahaan dengan harga saham atau nilai perusahaan yang tinggi akan berhenti untuk menambah hutangnya karena pada kondisi tersebut berarti perusahaan sudah memiliki struktur modal yang optimal.

2.1. Kajian Variabel

2.2.1. *Capital Structure*

2.2.1.1 *Pengertian Capital Structure*

Struktur modal atau *capital structure* perusahaan adalah kombinasi spesifik ekuitas dan utang jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk mendanai operasinya (Ross, 2009 dalam Rahma, Darminto, dan Topowijono 2014). Setyawan, Topowijono, dan Nuzula (2006) menjelaskan struktur modal adalah proporsi penggunaan sumber dana intern dan ekstern dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan. Struktur modal menunjukkan proporsi atas penggunaan hutang untuk membiayai investasi perusahaan, sehingga dengan mengetahui struktur modal, investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya (Nurrohim, 2008).

Brigham dan Houston (2001:5) menjelaskan struktur modal yang ditargetkan adalah bauran dari utang, saham preferen, dan saham biasa yang direncanakan perusahaan untuk menambah modal. (Setyawan Topowijono & Nuzula, 2016). Struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang terdiri dari utang, saham preferen dan ekuitas saham biasa (Horne dan Wachowicz, 2007:232). Dengan kata lain, dapat dikatakan bahwa struktur modal perusahaan adalah pilihan komposisi pendanaan perusahaan yang merupakan kombinasi dari pendanaan internal yaitu laba ditahan dan pendanaan eksternal yang berupa pendanaan bersifat ekuitas, baik melalui ekuitas saham biasa maupun ekuitas saham preferen, dan pendanaan yang bersifat hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang.

Wild, Subramanyam, dan Halsey (2005:8) menjelaskan terdapat dua sumber utama pendanaan eksternal, yaitu investor ekuitas (disebut pemilik atau pemegang saham) dan kreditor (pemberi pinjaman). Pada pendanaan eksternal, masing-masing pilihan pendanaan tersebut menimbulkan biaya modal bagi perusahaan, yaitu biaya modal hutang, biaya modal saham biasa, dan biaya modal saham preferen. Oleh karena itu, perusahaan harus berhati-hati dalam menentukan komposisi struktur modalnya agar bisa terhindar dari masalah keuangan (*financial distress*) akibat pemilihan kombinasi struktur modal yang salah. Manajemen perusahaan juga akan selalu berusaha untuk mencapai komposisi struktur modal yang optimal supaya dapat memaksimalkan manfaat dari pilihan pendanaan tersebut dan meminimalkan biaya yang ditimbulkan akibatnya.

2.2.1.2. Optimal Capital Structure

Struktur modal menggambarkan bagaimana sebuah perusahaan membiayai seluruh kegiatan operasi dan pertumbuhannya dari berbagai sumber pendanaan. Brigham dan Houston (2001:5) menjelaskan bahwa kebijakan struktur modal melibatkan pertimbangan (*trade off*) antara risiko dan tingkat pengembalian.:

1. Menggunakan lebih banyak utang berarti memperbesar risiko yang ditanggung pemegang saham,
2. Menggunakan lebih banyak utang juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan.

Menurut Margaretha, 2011 (Rahma, Darminto, dan Topowijono, 2014) struktur modal optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara *business risk* dan *return* sehingga memaksimalkan harga

saham. Horne dan Wachowicz (2007:237) menjelaskan makna struktur modal optimal adalah struktur modal yang meminimalkan biaya modal perusahaan dan karenanya memaksimalkan nilai perusahaan. Apabila perusahaan memilih hutang sebagai unsur pendanaan yang dominan pada struktur modalnya, maka perusahaan tersebut harus tetap mempertimbangkan biaya modal hutang dan nilai perusahaan yang terpengaruh oleh adanya hutang tersebut supaya dapat mencapai struktur modal yang optimal.

2.2.1.3. Pengukuran Struktur modal

Pada penelitian ini, penulis menitikberatkan kajian struktur modal perusahaan pada besaran *leverage* atau hutang yang dimiliki perusahaan. Pemilihan *leverage* sebagai titik berat pada kajian struktur modal didasarkan pada banyaknya fenomena perusahaan besar di Indonesia yang mengalami *financial distress* akibat *overconfidence* dalam memilih pendanaan perusahaan melalui hutang. *Leverage* adalah penggunaan *assets* dan sumber dana (*source of found*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham (Sartono, 2011 dalam Rahma, Darminto, dan Topowijono, 2014). *Leverage* adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajiban berdasar pada aset tetap yang dimilikinya. Dengan membesarkan tingkat *leverage* berarti tingkat ketidakpastian dari return yang akan diperoleh pemilik perusahaan akan semakin tinggi. Tetapi, pada saat yang bersamaan hal tersebut juga akan memperbesar jumlah *return* yang akan diperoleh. *Leverage* yang terlalu tinggi tentu saja tidak akan baik bagi suatu perusahaan. *Leverage* yang tinggi menggambarkan hutang jangka panjang yang

tinggi bagi perusahaan yang secara jangka panjang pula akan terus membebani perusahaan.

Wild, Subramanyam, dan Halsey (2005:41) menjelaskan tiga rasio yang digunakan untuk mengukur struktur modal perusahaan, yaitu:

1. Total utang terhadap ekuitas (*total debt to equity*)

Rasio ini dihitung dengan membandingkan total hutang dan ekuitas pemegang saham.

2. Utang jangka panjang terhadap terhadap ekuitas (*long term debt to equity*)

Rasio ini dihitung dengan membandingkan kewajiban jangka panjang dan ekuitas pemegang saham.

3. Kelipatan bunga yang dihasilkan (*times interest earned*)

Rasio ini dihitung dengan membandingkan laba sebelum pajak dan beban bunga dan beban bunga.

Brigham dan Houston (2014:143) menjelaskan dua prosedur yang digunakan oleh para analis untuk meninjau utang perusahaan, yaitu dengan memeriksa neraca untuk menentukan proporsi total dana yang diwakili oleh utang dan meninjau laporan laba rugi untuk melihat sampai sejauh mana beban tetap dapat ditutup oleh laba operasi. dari kedua prosedur tersebut, maka Brigham dan Houston menjelaskan tiga rasio yang dapat mengukur hutang perusahaan, yaitu:

1. Rasio utang (*debt ratio*)

Rasio ini dihitung dengan membagi total hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang dengan total aset perusahaan.

2. Rasio kelipatan pembayaran bunga (*time-interest-earned-TIE*)

Rasio ini dihitung dengan membandingkan laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dan beban bunga. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi pembayaran bunga tahunannya.

3. Rasio cakupan EBITDA (*EBITDA coverage ratio*)

Merupakan rasio yang pembilangnya mencakup seluruh arus kas yang tersedia untuk memenuhi beban tetap keuangan dan pembilangnya mencakup seluruh beban tetap keuangan.

Pada penelitian ini penulis menggunakan *debt ratio* untuk mengukur struktur modal perusahaan. Pengukuran ini sama dengan yang dilakukan oleh Nilmawati dan Gusaptono (2014).

2.2.1.4. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Sugiarto, 2009 (Setyawan Topowijono & Nuzula, 2016), menjelaskan Variabel-variabel yang terkait dengan struktur modal adalah ukuran perusahaan (*firm size*), kesempatan tumbuh di masa depan (*growth opportunity opportunity*), kemampulabaan (*profitability*), risiko bisnis (*business risk*), *effective tax rate*, keberwujudan aset (*asset tangibility*), umur perusahaan (*firm age*), *liquidity* dan jenis industri.

Brigham dan Houston (2011:39) menjelaskan faktor-faktor yang dipertimbangkan perusahaan dalam melakukan keputusan struktur modal yaitu stabilitas penjualan, struktur aset, leverage operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, kendali, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan.

Alipour, Mohammadi, dan Darekhsahan (2015) menunjukkan faktor-faktor yang mempengaruhi *capital structure* perusahaan, yaitu: efektivitas tingkat pajak (*effective tax rate*), ukuran perusahaan (*firm size*), likuiditas (*liquidity*), fleksibilitas keuangan (*financial flexibility*), kinerja harga saham (*share price performance*), struktur aset (*asset structure*), peluang pertumbuhan (*growth opportunities*), risiko (*risk*), profitabilitas (*profitability*), pemanfaatan aset (*asset utilization*), dan struktur kepemilikan perusahaan (*ownership structure*).

Seftianne dan Handayani (2011) menyebutkan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan, yaitu: profitabilitas (kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam suatu periode tertentu), tingkat likuiditas (kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dengan aktiva lancar yang dimilikinya), ukuran perusahaan (ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan), risiko bisnis (ketidakpastian perusahaan dalam menjalankan usaha), *growth opportunity* (kesempatan perusahaan untuk mengembangkan dirinya dalam pasar), dan kepemilikan managerial (jumlah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan).

Firnanti (2011) menjelaskan lima faktor yang dapat mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, yaitu: ukuran perusahaan (ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan), profitabilitas (kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba), risiko bisnis (ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan bisnisnya), *time interest earned* (kemampuan perusahaan untuk membayar beban bunga dengan menggunakan pendapatan yang

diperolehnya), pertumbuhan aktiva (pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan pertumbuhan aktiva perusahaan).

Horne dan Wachowicz (2007:255) menjelaskan untuk dapat menjelaskan pembentukan struktur modal perusahaan, maka perlu dibuat daftar periksa dari berbagai hal yang perlu dipertimbangkan, yaitu: pajak (sejauh mana perusahaan terkena pajak merupakan hal yang sangat penting), biaya eksplisit (semakin tinggi tingkat bunga utang, dan semakin tinggi tingkat deviden saham preferen, semakin kurang menarik metode pendanaan tersebut, jika semua hal lain dianggap tetap), kemampuan arus kas untuk menutup utang (analisis disini berfokus pada risiko bisnis dan keuangan perusahaan), berbagai masalah biaya agensi dan insentif (berkaitan dengan kesediaan pemegang saham untuk menanggung peningkatan biaya pengawasan yang disyaratkan oleh para pemilik utang ketika jumlah utang meningkat), pemberian sinyal keuangan (berkaitan dengan reaksi pasar atas keputusan pendanaan tertentu dan mengapa hal tersebut dilakukan), analisis EBIT-EPS (berkaitan dengan pada titik apa EBIT adalah EPS bagi perusahaan dalam berbagai metode pendanaan alternatif yang sama), rasio struktur modal (tentang pengaruh metode pendanaan atas rasio struktur modalnya), peringkat ekuitas (tentang adanya metode pendanaan tertentu akan menghasilkan penurunan atau kenaikan peringkat sekuritas perusahaan), waktu (tentang kapan waktu yang baik bagi perusahaan untuk menerbitkan sekuritasnya), dan fleksibilitas (jika perusahaan perlu pendanaan dengan dasar yang berkelanjutan sepanjang waktu, bagaimana metode yang dipilih dapat mempengaruhi pendanaan di masa depan).

Dewi dan Ramli (2015) menjelaskan enam faktor yang menjadi penentu komposisi struktur modal perusahaan, yaitu: *Profitability* (sekelompok rasio yang memperlihatkan pengaruh gabungan atau hubungan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan atau laba dan biaya-biaya), *firm size* (menggambarkan besar kecilnya skala perusahaan berkaitan dengan prospek perusahaan dimasa depan), *equity cost* (biaya yang timbul dari penggunaan dana yang berasal dari investor berupa ekuitas), *debt cost* (biaya yang timbul akibat perusahaan menggunakan sumber dana dari kreditor), *volatility firm value* (ukuran ketidakpastian pergerakan harga saham dimasa yang akan datang) , dan *optimal leverage* (tingkat utang optimal yang merupakan fungsi dari sejumlah variabel *firm specific effect* dan *time specific effect*).

Nilmawati dan Gusaptono (2014) menjelaskan delapan faktor yang mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan, yaitu: likuiditas (perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi berarti semakin sedikit membutuhkan hutang), profitabilitas (perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi menggunakan hutang relatif kecil), ukuran perusahaan (perusahaan dengan ukuran yang lebih besar cenderung menggunakan hutang lebih banyak, hal ini karena mereka mempunyai tingkat profitabilitas kebangkrutan yang lebih rendah), *tangible fixed asset* (aktiva multiguna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aktiva yang hanya dapat digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan), pertumbuhan (perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung memiliki proyek yang lebih berisiko), risiko (perusahaan dengan fluktuasi laba operasi yang tinggi memiliki

risiko kebangkrutan yang tinggi, diharapkan perusahaan seperti ini tidak banyak menggunakan hutang), usia perusahaan (perusahaan besar yang telah beroperasi bertahun-tahun adalah perusahaan yang stabil, mereka tidak begitu memerlukan hutang untuk pendanaan mereka), dan *cash flow* (perusahaan yang memiliki *cash flow* lebih memungkinkan untuk menggunakan dana internalnya, sehingga akan menggunakan utang yang lebih kecil).

Christianti (2006) menjelaskan enam faktor yang menentukan kebijakan struktur modal perusahaan, yaitu: *tangibility* (semakin banyak assets *tangibility* perusahaan berarti semakin banyak *colleteral assets* untuk bisa mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang), *size* (perusahaan dengan ukuran yang lebih besar dan kompleks bisa tidak mempunyai kendala untuk mendapatkan dana eksternal), *growth* (perusahaan bisa menjadi sinyal positif dan negatif pada tingkat hutang perusahaan), *profitability* (terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan leverage perusahaan), *earning volatility* (*earning volatility* yang tinggi dianggap oleh pasar sebagai hasil kerja manajemen yang buruk, oleh karenanya perusahaan yang seperti itu sulit untuk bisa mendapatkan pendanaan eksternal), dan *flexibility* (jika pasar tidak efektif dalam mengontrol perusahaan, maka manajemen akan mempertahankan kelebihan kas).

Fuady (2014) menjelaskan lima faktor yang mempengaruhi manajemen perusahaan dalam melakukan optimalisasi hutang, yaitu : ukuran perusahaan, kesempatan pertumbuhan (perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi cenderung memiliki risiko *financial distress* karena agresivitasnya jika mengandalkan hutang dalam pendanaan kegiatannya), *non debt tax shield*

(perusahaan dapat mengambil manfaat pengurangan pajak jika mengambil hutang yang besar), profitabilitas (perusahaan yang memiliki profit yang tinggi dimata kreditor merupakan primadona karena dianggap mampu melunasi hutang secara disiplin dan memberi imbal balik yang baik bagi kreditor), dan likuiditas (perusahaan dengan likuiditas yang tinggi cenderung percaya diri untuk berhutang karena memiliki kemampuan untuk membayar hutangnya segera ketika jatuh tempo).

2.2.2. *Growth opportunity*

Growth opportunity merupakan kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi pada hal-hal yang menguntungkan perusahaan (Setyawan, Topowijono, dan Nuzula, 2016). Seftianne dan Handayani (2011) menjelaskan bahwa *growth opportunity* adalah kesempatan yang dimiliki perusahaan dalam mengembangkan dirinya dalam pasar. Menurut Hamption, 1993 (Eliu, 2014) *growth* didefinisikan sebagai prosentase perubahan tahunan pada *total assets*, *sales*, dan *operating profitnya*. Perusahaan sangat penting untuk mengalami *growth* karena prosentase perubahan tahunan pada *growth* tadi merupakan indikator tingkat profitabilitas dan kesuksesan perusahaan. Pertumbuhan menunjukkan tekanan pembiayaan untuk proyek-proyek investasi dan perusahaan harus mendanai kesempatan investasi tersebut dengan sumber dana internal dan eksternal. Dari berbagai pendapat tersebut dapat disimpulkan bahwa *growth opportunity* atau peluang pertumbuhan adalah peluang peningkatan sumber daya internal tahunan perusahaan yang dapat digunakan untuk pembiayaan berbagai proyek investasi sehingga dapat meningkatkan ukuran perusahaan.

Peluang pertumbuhan sangat penting untuk dimiliki perusahaan, karena pertumbuhan perusahaan adalah salah satu indikator kesuksesan perusahaan. Pertumbuhan pada perusahaan dapat meningkatkan ukuran serta aktivitas perusahaan dalam jangka panjang. Peningkatan ukuran dan aktivitas perusahaan secara jangka panjang akan dapat meningkatkan penjualan dan mengakibatkan semakin besarnya laba yang didapat perusahaan. Dengan semakin besarnya laba dan ukuran oleh perusahaan maka perusahaan akan semakin mampu untuk bersaing dengan perusahaan lain dalam industrinya. Perusahaan juga memiliki kemungkinan yang semakin besar untuk dapat memenangkan pasar dan menjadi *market leader* dalam industri bisnisnya.

Eliu (2014) menjelaskan bahwa *growth opportunity* dapat dihitung melalui :

1. *Sales growth*

Adalah rasio yang mengukur pertumbuhan penjualan perusahaan dengan mengukur perbedaan nilai penjualan pada suatu periode. Secara matematis dihitung dengan cara membandingkan besaran perubahan penjualan perusahaan dari suatu periode t dan periode t-1 dengan periode t-1.

2. *Asset growth*

Dihitung dengan cara membandingkan besaran perubahan total aset perusahaan dari suatu periode t dan periode t-1 dengan periode t-1.

3. *Operating profit growth*

Adalah rasio yang mengukur pertumbuhan keuntungan operasional dengan mengukur perbedaan nilai keuntungan operasional pada suatu periode. Secara

matematis dihitung dengan cara membandingkan besaran perubahan laba operasi perusahaan dari suatu periode t dan periode $t-1$ dengan periode $t-1$.

Nilmawati dan Gusaptono (2014) menggunakan *growth earning after tax* (*growth EAT*) yang dihitung dengan membandingkan besarnya perubahan laba setelah pajak perusahaan pada periode t dan periode $t-1$ dengan laba setelah pajak pada periode $t-1$ untuk mengukur *growth opportunity* perusahaan. Setyawan, Topowijono, dan Nuzula (2016) mengukur peluang pertumbuhan perusahaan dengan menggunakan nilai perubahan penjualan perusahaan. Sedangkan Alipour, Mohammadi, dan Darekhsan (2015) melakukan pengukuran *growth opprtunity* dengan *sales growth* (pertumbuhan penjualan) dan *expected growth* (pertumbuhan total aset).

Pada penelitian ini, penulis menggunakan pertumbuhan EAT untuk mengukur pertumbuhan perusahaan. Penggunaan pertumbuhan EAT sebagai proksi pertumbuhan perusahaan sama dengan yang dilakukan oleh Nilmawati dan Gusaptono (2014).

2.2.3. Business risk

Horne dan Wachowicz (2012:117) menyatakan risiko adalah perbedaan antara imbal hasil aktual dengan imbal hasil yang diharapkan. Menurut Gitman, 2009 (dalam Seftianne dan Handayani, 2011) risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan saat tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya. Risiko bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan bisnisnya (Firnanti, 2011). Al-Kuwari, 2010 (Bhawa dan Dewi (2015) menjelaskan bahwa risiko bisnis atau risiko usaha

mencerminkan ketidakpastian dari hubungan langsung antara keuntungan saat ini dan keuntungan masa depan yang diharapkan.

Dunia investasi mengenal risiko bisnis sebagai bagian dari *risk premium*, yang diartikan sebagai ketidakpastian aliran pendapatan yang disebabkan oleh sifat alami dari bisnis itu sendiri seperti produk, pelanggan dan cara menghasilkan produknya (Brown dan Reilly, 2009 dalam Seftianne dan Handayani, 2011). Dari berbagai pendapat tersebut, dapat disimpulkan bahwa risiko bisnis adalah kesenjangan antara harapan dan kenyataan dari suatu bisnis akibat ketidakpastian kondisi lingkungan bisnis tersebut. Ketidakpastian kondisi ini menyebabkan adanya kondisi keuangan yang fluktuatif atau tidak menentu.

Brigham dan Houston (2001:9) menjelaskan risiko bisnis perusahaan tergantung pada sejumlah faktor, antara lain:

1. Variabilitas permintaan (unit yang terjual)

Dengan asumsi hal-hal lain tetap, semakin stabil penjualan unit produk maka semakin kecil risiko bisnisnya.

2. Variabilitas harga jual

Perusahaan dimana produk-produknya dijual dalam pasar yang sangat mudah berubah menghadapi risiko bisnis yang lebih tinggi daripada perusahaan sejenis yang harga jual produknya relatif lebih stabil.

3. Variabilitas harga masukan

Perusahaan yang biaya masukannya, termasuk biaya pengembangan produk, sangat tidak pasti dalam menghadapi risiko bisnis yang tinggi.

4. Kemampuan untuk menyesuaikan harga keluaran terhadap perubahan harga masukan

Sejumlah perusahaan mengalami sedikit kesulitan dalam menaikkan harga produknya apabila biaya masukan naik. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk menyesuaikan harga keluaran, maka semakin kecil risiko bisnisnya.

5. Sejauh mana biaya-biaya bersifat tetap: leverage operasi

Jika presentase tinggi dari biaya adalah tetap sehingga tidak menurun apabila permintaan menurun, maka hal ini memperbesar risiko bisnis perusahaan.

Saad dan Siagian menjelaskan bahwa risiko bisnis dapat dihitung dengan standar deviasi return saham secara bulanan selama satu tahun. Bhawa dan Dewi pada (2015) mengukur risiko bisnis perusahaan dengan rasio DOL yang dihitung dengan membagi persentase perubahan EBIT dengan persentase perubahan penjualan.

Alipour, Mohammadi, dan Darekhsan (2015) mengukur *business risk* dengan *volatility* yang diukur dengan :

1. *Volatility*

Dihitung menggunakan *standard deviation of ROA*, dan

2. *Variability coefficient of profit*

Dihitung dengan membandingkan perbedaan antara laba pada periode t dan periode t-1 dengan laba pada periode t-1.

Penelitian ini menggunakan *degree of operating leverage* (DOL) untuk mengukur risiko bisnis perusahaan. Rasio ini sebelumnya juga digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Bhawa dan Dewi pada (2015). Wijaya, 2011

(Bhawa dan Dewi 2015) menyatakan bahwa risiko bisnis tercermin dari perusahaan yang memiliki biaya operasi tetap atau biaya modal tetap. Dengan menggunakan *operating leverage* perusahaan mengharapkan adanya perubahan penjualan mengakibatkan perubahan laba sebelum bunga dan pajak yang lebih besar. *Degree of operating leverage* adalah penggunaan biaya tetap operasi terhadap EBIT.

2.2.4. Profitability

Profitabilitas atau rentabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan (Munawir, 2012:86). Bigham dan Houston (2014:146) menjelaskan rasio profitabilitas adalah sekelompok rasio yang menunjukkan kombinasi dari pengaruh likuiditas, manajemen aset, dan utang pada hasil operasi. Profitabilitas merupakan indikator kinerja dari suatu perusahaan. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba operasi melalui penggunaan semua sumber daya perusahaan. Profitabilitas yang tinggi mencerminkan prospek perusahaan yang baik dimasa depan. Profitabilitas yang tinggi juga memberikan kontribusi yang besar terhadap peningkatan modal perusahaan yang nantinya akan dapat kembali digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan dalam upayanya meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, memberikan keyakinan kepada para investor bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik di masa depan.

Munawir (2012:87) dalam bukunya yang berjudul Analisa Laporan keuangan menyebutkan tujuh rasio yang digunakan untuk mengukur profitabilitas perusahaan, yaitu:

1. *Gross profit margin*

Adalah merupakan rasio atau perimbangan antara *gross profit* (laba kotor) yang diperoleh perusahaan dengan tingkat penjualan yang dicapai pada periode yang sama.

2. *Operating Income Ratio*

Adalah merupakan pengukuran profitabilitas dengan menghubungkan antara keuntungan atau laba yang diperoleh dari kegiatan pokok perusahaan atau aset yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan tersebut (*operating assets*).

3. *Turnover dari Operating Assets*

Merupakan rasio antara jumlah aktiva yang digunakan dalam operasi (*operating assets*) terhadap jumlah penjualan yang diperoleh selama periode tersebut.

4. *Return on Investment*

Rasio ini menghubungkan keuntungan yang diperoleh dari operasi persahaan (*net operating income*) dengan jumlah investasi atau aktiva yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan.

5. *Net Profit Margin*

Adalah merupakan rasio atau perimbangan antara *net profit* (laba bersih) yang diperoleh perusahaan dengan tingkat penjualan yang dicapai pada periode yang sama.

6. Operating Ratio

Adalah selisih antara *net profit margin ratio* dengan 100% menunjukkan prosentase yang tersisa untuk menutup harga pokok penjualan dan biaya operasi.

Brigham dan Houston (2014:146) menjelaskan empat rasio profitabilitas, yaitu :

1. Margin laba atas penjualan (*Profit Margin on Sales*)

Rasio ini dihitung dengan membagi laba bersih dengan penjualan.

2. Pengembalian atas total aset (*return on total asset-ROA*)

Rasio laba bersih terhadap total aset mengukur pengembalian atas total aset setelah bunga pajak.

3. Rasio kemampuan dasar untuk menghasilkan laba (*basic earning power-BEP*)

Rasio ini menunjukkan kemampuan aset perusahaan dalam menghasilkan laba operasi. Rasio ini dihitung dengan membagi EBIT dengan total aset.

4. Pengembalian ekuitas biasa (*return on common equity-ROE*)

Rasio laba bersih terhadap ekuitas biasa. Rasio ini mengukur tingkat pengembalian atas investasi pemegang saham biasa. Rasio ini menunjukkan besarnya pengembalian yang diharapkan pemegang saham atas uang mereka dari kacamata akuntansi.

Penelitian ini menggunakan *net profit margin* (NPM) untuk mengukur profitabilitas perusahaan, sama dengan yang dimana pengukuran ini dijelaskan oleh Munawir (2012:71).

2.2.5. *Liquidity*

Rasio likuiditas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangan yang berjangka pendek tepat pada waktunya (Munawir, 2012:71). Wild, Subramanyam, dan Halsey (2005:38) mengartikan rasio likuiditas sebagai rasio yang digunakan untuk mengevaluasi kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek. Brigham dan Houston (2014:134) mendefinisikan rasio likuiditas sebagai rasio yang menunjukkan hubungan antara kas dan aset lancar perusahaan lainnya dengan kewajiban lancarnya. Munawir (2012:71) menjelaskan rasio likuiditas digunakan untuk menganalisa dan menginterpretasikan posisi keuangan jangka pendek, tetapi juga sangat membantu pihak manajemen untuk mengecek efisiensi modal kerja yang digunakan perusahaan dan juga penting bagi kreditor jangka panjang dan pemegang saham yang akhirnya atau setidaknya-tidaknya ingin mengetahui prospek dari deviden dan pembayaran bunga di masa yang akan datang. Secara umum dapat kita simpulkan bahwa rasio likuiditas merupakan kemampuan suatu entitas untuk memenuhi kewajiban lancar atau kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan harta lancar yang dimiliki. Rasio likuiditas yang tinggi memberikan kepercayaan kepada para *stakeholder* terutama para kreditor dan investor bahwa kondisi perusahaan baik.

Wild, Subramanyam, dan Halsey (2005:41) menyebutkan rasio-rasio yang biasa digunakan untuk mengukur likuiditas perusahaan, yaitu:

1. Rasio lancar (*current ratio*)

Rasio ini dihitung dengan membagi aktiva lancar dan kewajiban lancar.

2. Rasio cepat (*acid test ratio*)

Rasio ini dihitung dengan membagi seluruh komponen harta lancar (kas, setara kas, surat berharga, dan piutang usaha) dan kewajiban lancar.

3. *Cash ratio*

Rasio ini didapat dari penjumlahan kas dan efek yang dibagi dengan hutang lancar

4. Perputaran piutang

Rasio ini didapat dengan membagi penjualan dan rata-rata piutang.

5. Periode penagihan (*collection period*)

Rasio ini dihitung dengan membagi piutang rata-rata dengan penjualan dalam penjualan setiap harinya.

6. Perputaran persediaan

Rasio ini dihitung dengan membagi harga pokok dan rata-rata persediaan.

7. Jumlah hari untuk menjual persediaan (*days to sell inventory*)

Rasio ini dihitung dengan membagi persediaan rata-rata dengan harga pokok persediaan yang telah dibagi 360 hari.

8. Perputaran modal kerja

Rasio ini dihitung dengan membagi penjualan dan modal kerja rata-rata.

Rasio likuiditas disebut juga sebagai rasio modal kerja, dimana modal kerja merupakan investasi perusahaan yang berupa aktiva jangka pendek, seperti: kas, piutang usaha, persediaan, dan sekuritas yang mudah diperjualbelikan.

Penelitian ini menggunakan *working capital ratio* untuk mengukur likuiditas perusahaan. Penggunaan *working capital ratio* didasarkan pada bahwasanya

penjamin hutang lancar yang ada dalam rasio likuiditas adalah modal kerja perusahaan. Penggunaan *working capital ratio* untuk mengukur likuiditas sebelumnya pernah dilakukan oleh Alipour, Mohammadi, dan Derakhshan (2015) dalam penelitiannya mengenai struktur modal.

2.2.6. *Equity Market Timing*

Equity market timing adalah praktik perusahaan untuk menerbitkan saham pada saat valuasi harga saham perusahaan di pasar sedang tinggi serta membeli kembali saham pada saat valuasi pasarnya sedang rendah (Saad dan Siagian, 2011). Pada dasarnya, *equity market timing* adalah kondisi yang menjelaskan adanya faktor *mispricing* pada sumber pendanaan ekuitas yang dimanfaatkan oleh pihak manajemen untuk mendapatkan keuntungan dari pendanaan tersebut.

Objek yang diamati dalam *equity market timing* adalah harga saham perusahaan dimana harga saham inilah yang menentukan tindakan manajer untuk memilih menerbitkan saham atau memilih membeli kembali (*buy back* saham). Brigham dan Houston (2014:150) menjelaskan tiga rasio yang digunakan untuk mengukur nilai pasar saham, yaitu:

1. Rasio harga/laba (*price/earning-P/E*)

Adalah rasio harga per saham terhadap laba per saham yang menunjukkan jumlah yang rela dibayarkan investor untuk setiap satuan laba yang yang dilaporkan.

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

2. Rasio harga/ arus kas (*price/cash flow ratio*)

Adalah rasio harga per saham dibagi dengan arus kas per saham. Rasio ini menunjukkan jumlah satuan uang yang akan dibayarkan investor untuk setiap satuan arus kasnya.

3. Rasio nilai pasar/nilai buku (*market/book-MB*)

Merupakan rasio harga pasar suatu saham terhadap nilai bukunya.

Felicia dan Saragih (2015) dalam jurnalnya menjelaskan fenomena *market timing* dapat dianalisis dengan dua pendekatan yaitu, dengan rasio *market-to-book* seperti yang dilakukan oleh Baker dan Wurgler (2002) serta *hot* dan *cold market* seperti yang dilakukan oleh Alti (2006).

Penelitian ini, memilih *market-to-book* yang dihitung dengan *price to book value* (PBV) sebagai proksi dari variabel *equity market timing* sama seperti yang dilakukan oleh Baker dan Wurgler (2002). Apriada dan Suardhika (2013) menyebutkan PBV memiliki beberapa keunggulan, yaitu:

1. Nilai buku mempunyai ukuran intuitif yang relatif stabil yang dapat diperbandingkan dengan harga pasar.
2. Nilai buku memberikan standar akuntansi yang konsisten untuk semua perusahaan. PBV dapat diperbandingkan antara perusahaan-perusahaan yang sama sebagai petunjuk adanya *under* atau *overvaluation*.
3. Perusahaan-perusahaan dengan earning negatif, yang tidak bisa dinilai dengan menggunakan *price earning ratio* (PER) dapat dievaluasi menggunakan PBV.

2.3. Penelitian Terdahulu

Berbagai penelitian ini dilakukan untuk menunjukkan perilaku manajemen dalam menentukan struktur modal perusahaan melalui berbagai faktor yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan tersebut. Nilmawati dan Gusaptono (2014) melakukan penelitian dengan tema struktur modal. Penelitian ini lebih bertujuan untuk membuktikan *Trade-Off Theory* pada perusahaan yang listing di BEI. Pada penelitian ini, sampel penelitian dibagi menjadi dua kelompok yang dibedakan pengujiannya, yaitu sampel perusahaan yang mendekati target *capital structure* dan sampel perusahaan yang menjauhi target *capital structure*. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *liquidity*, *profitability*, *size*, *tangible*, *growth*, *risk*, dan *CF*. Hasil pengujian pada sampel perusahaan yang mendekati target *capital structure* adalah bahwa variabel *liquidity*, *profitability*, *tangible*, dan *CF* berpengaruh signifikan terhadap variabel *DR* dengan variabel *liquidity*, *profitability*, *tangible*, dan *size* memiliki koefisien yang negatif. Sedangkan hasil pengujian untuk sampel perusahaan yang menjauhi target *capital structure* adalah bahwa variabel *growth* dan *CF* berpengaruh signifikan terhadap variabel *DR* dengan hanya variabel *liquidity* yang memiliki koefisien negatif.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Bhawa dan Dewi pada (2015) pada perusahaan Farmasi dengan hasil penelitian ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal, likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, dan risiko bisnis berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal.

Dewi dan Ramli (2015) melakukan penelitian tentang struktur modal dengan pendekatan dinamis pada perusahaan otomotif dan komponennya saat krisis global 2008. Penelitian ini dimaksudkan untuk membuktikan pengaruh faktor *profitability*, *firm size*, *equity cost*, *debt cost*, dan *firm value volatility*, serta *optimal leverage* dan *speed adjustment* terhadap struktur modal. Data-data pada penelitian ini diambil dari laporan keuangan perusahaan otomotif dan komponennya tahun 2008-2012. Dari analisis menggunakan regresi berganda pada variabel *profitability*, *firm size*, *equity cost*, *debt cost*, dan *firm value volatility*, serta analisis dengan metode *generalized moment method (GMM)* untuk variabel *optimal leverage* dan *speed adjustment* maka diperoleh hasil *profitability* dan *firm size* negatif signifikan mempengaruhi struktur modal sedangkan *equity cost*, *debt cost*, dan *firm value volatility* tidak signifikan mempengaruhi struktur modal. Dalam krisis global, industri otomotif dan komponennya berhasil menyesuaikan struktur modalnya pada posisi yang optimal, namun penyesuaian tersebut berjalan lambat.

Setyawan, Topowijono dan Nuzula (2016) melakukan penelitian terkait struktur modal pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2009-2014. Hasil dari penelitian ini adalah bahwa secara simultan variabel *firm size*, *growth opportunity*, *profitability*, *business risk*, *effective tax rate*, *asset tangibility*, *firm age* dan *liquidity* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan secara parsial variabel *firm size*, *growth opportunity*, *profitability*, *business risk*, *effective tax rate*, *asset tangibility* dan

firm age berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan variabel *liquidity* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Selain penelitian nasional, penelitian internasional dengan tema *capital structure* juga telah banyak dilakukan salah satunya adalah penelitian yang dilakukan oleh Thippayana (2014). Variabel yang diteliti dalam penelitian ini adalah *firm size*, *profitability*, *tangibility*, *growth opportunity*, dan *volatility*. Hasil dari penelitian ini adalah *firm size* berpengaruh positif signifikan dengan rasio *leverage* dan *profitability* berpengaruh negatif signifikan dengan rasio *leverage*. Sedangkan untuk variabel *tangibility*, *growth opportunity*, dan *bussiness risk* tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio *leverage*.

Penelitian tentang *capital structure* juga dilakukan oleh Alipour, Mohammadi, dan Darekhshan (2015). Penelitian ini menggunakan variabel *effective tax rate*, *firm size*, *liquidity*, *financial flexibility*, *share price performance*, *asset structure*, *growth opportunities*, *risk*, *profitability*, *asset utilization ratio*, dan *ownership structure*. Hasil dari penelitian ini adalah *effective tax rate* berpengaruh positif terhadap *debt ratio*, *firm size* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*, *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*, *financial flexibility* berpengaruh negatif pada *debt ratio*, *share price performance* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*, *asset structure* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*, *growth opportunities* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*, *risk* berpengaruh negatif terhadap *long-term debt ratio* dan berpengaruh positif terhadap *short-term debt ratio*, *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*, *asset utilization ratio* berpengaruh positif

signifikan terhadap *debt ratio*, dan *ownership structure* berpengaruh positif signifikan dengan *debt ratio*.

Meskipun banyak penelitian yang telah dilakukan untuk mengungkapkan faktor-faktor yang menjadi penentu pertimbangan pihak manajemen dalam menetapkan struktur modalnya, namun hasil penelitian yang dilakukan oleh para peneliti pada variabel-variabel penentu struktur modal perusahaan tersebut masih tidak konsisten. Misalnya saja pada penelitian yang dilakukan oleh Setyawan, Topowijono dan Nuzula (2016) variabel *liquidity* berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan, namun pada penelitian yang dilakukan oleh Nilmawati dan Gusaptono (2014) variabel ini berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Selain variabel *liquidity*, variabel *business risk* yang ada pada penelitian Setyawan, Topowijono dan Nuzula berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bhawa dan Dewi (2015) bahwa variabel ini berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal. Begitu pula dengan variabel *growth opportunity* dimana hasil dari penelitian Setyawan, Topowijono dan Nuzula (2016) menunjukkan adanya pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Alipour, Mohammadi, dan Darekshshan (2015) menunjukkan bahwa variabel ini berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan pada variabel *profitability* dari semua hasil penelitian diatas pada umumnya menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Namun, pada penelitian yang dilakukan Nilmawati dan Gusaptono (2014), hasil

pengujian untuk sampel perusahaan yang menjauhi target *capital structure* variabel *profitability* memiliki pengaruh yang tidak signifikan pada struktur modal perusahaan.

Akibat dari adanya inkonsistensi pada hasil penelitian terdahulu tentang struktur modal, maka penulis menambahkan variabel *equity market timing* sebagai variabel moderating. Hal ini karena kemungkinan adanya perilaku *behavioral finance* yang dilakukan pihak manajemen yang dijelaskan oleh teori *equity market timing* menjadi penentu arah hubungan dari faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Teori *equity market timing* sebagai dasar dari pilihan struktur modal perusahaan terbukti dengan adanya penelitian yang dilakukan Saad dan Siagian (2011) dengan judul Sentimen Investor, Kendala Keuangan, dan *Equity Market Timing* dan hasil penelitian : pertama struktur modal perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia mengikuti prediksi teori *equity market timing* terutama dalam periode 4 sampai dengan 10 tahun setelah IPO, kedua adalah sentimen investor memperkuat praktik *equity market timing* yang dilakukan oleh perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Miswanto (2012) melakukan penelitian tentang *equity market timing* pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil dari penelitian tersebut adalah ada *equity market timing* pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Adanya *market timing* tersebut dapat ditunjukkan melalui PBV yang secara statistik berpengaruh positif terhadap penerbitan ekuitas bersih. Berdasarkan hasil analisis pengaruh *historical market value* yang diukur dengan Mbeqwa (*equity finance weighted*

average market-to-book-ratio) baik pada perusahaan IPO maupun pada perusahaan keseluruhan, tiga dari empat persamaan regresi tersebut secara statistik signifikan, sedangkan satu sisanya tidak signifikan.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Wulandari dan Setiawan (2015) yang hasilnya “...*that the market conditions (hot and cold markets) affected the leverage of the non-financial companies that were listed on the Indonesian Stock Exchange*”.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Felicia dan Saragih (2015) tentang pengaruh *market timing* terhadap struktur modal perusahaan non-keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis presistensi pengaruh *market timing* terhadap struktur modal pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil dari penelitian ini adalah:

1. *Market timing* yang diproksikan dengan *hot* dan *cold market* secara signifikan memiliki pengaruh positif terhadap aktivitas penerbitan saham perusahaan.
2. *Market timing* yang diproksikan dengan *hot* dan *cold market* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan dalam jangka pendek.
3. *Market timing* yang diproksikan dengan *hot* dan *cold market* tidak memiliki dampak yang persisten terhadap struktur modal.

Berdasarkan pada penelitian dan *research gap* yang ada, maka faktor-faktor yang digunakan dalam penelitian ini adalah *growth*, *risk*, *profitability*, dan *liquidity* yang akan dimoderasi oleh *equity market timing*. Berikut ini adalah tabel ringkasan penelitian terdahulu:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel Penelitian	Sampel Penelitian	Analisis Statistik	Hasil Penelitian
1	Ambar Pujiharjanto Nilmawati dan Hendri Gusaptono (2014)	a. Variabel Dependen : Struktur Modal b. Variabel Independen : <i>liquidity, profitability, size, tangible, growth, risk, dan CF</i>	Perusahaan selain sektor keuangan dan perbankan yang listing di BEI selama periode tahun 2008-2012	<i>Two step regression</i>	sampel perusahaan yang mendekati target <i>capital structure</i> : variabel <i>liquidity, profitability, tangible, dan CF</i> berpengaruh signifikan terhadap variabel <i>DR</i> dengan variabel <i>liquidity, profitability, tangible, dan size</i> memiliki koefisien negatif. Sampel perusahaan menjauhi target <i>capital structure</i> : <i>growth dan CF</i> berpengaruh signifikan terhadap variabel <i>DR</i> dengan hanya variabel <i>liquidity</i> yang memiliki koefisien negatif.
2	Ida Bagus Made Dwija Bhawa dan Made Rusmala Dewi S. (2015)	a. Variabel Dependen : Struktur Modal b. Variabel Independen : Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Profitabilitas,	Perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI selama tahun 2009-2012 , berjumlah 9 perusahaan	Analisis regresi linear berganda	Ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal, Likuiditas berpengaruh positif signifikan

		dan Risiko Bisnis			terhadap struktur modal, Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, Risiko bisnis berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal.
3	Syanti Dewi dan Ishak Ramli (2015)	<p>a. Variabel Dependen : Struktur Modal</p> <p>b. Variabel Independen : <i>profitability, firm size, equity cost, debt cost, firm value volatility, optimal leverage dan speed adjustment</i></p>	Perusahaan Otomotif dan Komponennya pada tahun 2008-2012	Analisis regresi berganda, dan <i>metode generalize d moment method (GMM)</i>	<i>profitability</i> dan <i>firm size</i> negatif signifikan mempengaruhi struktur modal sedangkan <i>equity cost, debt cost, dan firm value volatility</i> tidak signifikan mempengaruhi struktur modal. Dalam krisis global, industri otomotif dan komponennya berhasil menyesuaikan struktur modalnya pada posisi yang optimal, namun berjalan lambat.
4	Arief Indra Wahyu Setyawan Topowijono dan Nila Firdausi Nuzula (2016)	<p>a. Variabel Dependen : Struktur Modal Perusahaan</p> <p>b. Variabel Independen : <i>Firm Size, Growth</i></p>	Perusahaan Sektor <i>Property dan Real Estate</i> yang terdaftar di BEI Tahun 2009-2014 yang	Analisis regresi linear berganda	Secara simultan <i>variabel firm size, growth opportunity, profitability, business risk, effective tax rate, asset tangibility, firm age</i> dan

		<i>Opportunity, Profitability, Business Risk, Effective Tax Rate, Asset Tangibility, Firm Age dan Liquidity</i>	berjumlah 31 perusahaan		<i>liquidity</i> berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Secara parsial variabel <i>firm size (+)</i> , <i>growth opportunity (-)</i> , <i>profitability (+)</i> , <i>business risk (-)</i> , <i>effective tax rate (+)</i> , <i>asset tangibility (-)</i> dan <i>firm age (+)</i> berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan <i>size, profitability, effective tax rate</i> , dan <i>firm age</i> memiliki koefisien positif, dan <i>growth opportunity, business risk</i> , dan <i>tangibility</i> memiliki koefisien negatif. Sedangkan variabel <i>liquidity</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
5	Pornpen Thipayana (2014)	a. Variabel Dependen : <i>capital structure</i> b. Variabel Independen : <i>firm size, profitability,</i>	144 perusahaan yang listing di Bursa Efek Thailand untuk 12 tahun, yaitu tahun 2000	Analisis regresi linear berganda	<i>firm size</i> berpengaruh positif signifikan dengan rasio <i>lverage</i> dan <i>profitability</i> berpengaruh negatif signifikan dengan rasio

		<i>tangibility, growth opportunity, dan volatility</i>	sampai 2011		<i>leverage. variabel tangibility, growth opportunity, dan bussiness risk tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio leverage.</i>
6	Mohammad Alipour, Mir Farhad Seddigh Mohammad i, dan Hojjatollah Darekhshan (2015)	<p>a. Variabel Dependen : <i>capital structure</i></p> <p>b. Variabel Independen : <i>effective tax rate, firm size, liquidity, financial flexibility, share price performance, asset structure, growth opportunities, risk, profitability, asset utilization ratio, dan ownership structure</i></p>	Perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Tehran selama tahun 2003-2007 yang berjumlah 1.562 data pengamatan	<i>Ordinary least square (OLS) regression</i>	<i>effective tax rate</i> berpengaruh positif terhadap <i>debt ratio</i> , <i>firm size</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> , <i>liquidity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>debt ratio</i> , <i>financial flexibility</i> berpengaruh negatif pada <i>debt ratio</i> , <i>share price performance</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>debt ratio</i> , <i>asset structure</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> , <i>growth opportunities</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> , <i>risk</i> berpengaruh negatif terhadap <i>long-term debt ratio</i> dan

					berpengaruh positif terhadap <i>short-term debt ratio</i> , <i>profitability</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>debt ratio</i> , <i>asset utilization ratio</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>debt ratio</i> , <i>ownership structure</i> berpengaruh positif signifikan dengan <i>debt ratio</i> .
7	Meiyanne D. Permata Saad dan Helson Siagian (2011)	a. Variabel Dependen : struktur modal b. Variabel Independen : Sentimen Investor, Kendala Keuangan, dan <i>Equity Market Timing</i>	perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia yang IPO mulai dari tahun 1994-2008	<i>two-stage least square regression</i>	Pertama: perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia mengikuti prediksi teori <i>equity market timing</i> terutama dalam periode 4 sampai dengan 10 tahun setelah IPO, Kedua: sentimen investor memperkuat praktik <i>equity market timing</i> yang dilakukan oleh perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI
8	Miswanto (2012)	a. Variabel Dependen : struktur modal b. Variabel Independen :	Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI : Yang IPO	Analisis regresi linear	Ada <i>equity market timing</i> pada perusahaan manufaktur di Indonesia

		<i>equity market timing</i>	dan perusahaan keseluruhan pada periode 2000-2008		
9	Vera Pipin Wulandari dan Kusdhianto Setiawan (2015)	a. Variabel Dependen : struktur modal b. Variabel Independen : <i>equity market timing</i>	Perusahaan non-keuangan yang listing di BEI tahun 2002-2013, dan perusahaan yang IPO di BEI antara tahun 2003-2013	Analisis regresi linear berganda	<i>that the market conditions (hot and cold markets) affected the leverage of the non-financial companies that were listed on the Indonesian Stock Exchange</i>
10	Felicia dan Ferdinand D. Saragih (2015)	a. Variabel Dependen : struktur modal b. Variabel Independen : <i>equity market timing</i>	Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2002-2010 berjumlah 93 sampel	Analisis regresi linear berganda	<i>Market timing yang diproksikan hot dan cold market secara signifikan berpengaruh positif terhadap aktivitas penerbitan saham perusahaan. Market timing yang diproksikan hot dan cold market tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan dalam jangka pendek. Market timing yang diproksikan dengan hot dan cold market tidak memiliki dampak yang persisten terhadap struktur modal.</i>

Sumber: Berbagai referensi, 2017

Perbedaan penelitian ini dengan berbagai penelitian sebelumnya adalah ditematkannya variabel equity market timing sebagai variabel moderating penelitian. Pada penelitian sebelumnya, faktor-faktor penentu struktur modal dan equity market timing diteliti secara terpisah, namun pada penelitian ini diteliti bersama dengan model penelitian yang berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya.

2.4. Kerangka Berpikir

Capital structure adalah pilihan komposisi pendanaan perusahaan yang merupakan kombinasi dari pendanaan internal yaitu laba ditahan dan pendanaan eksternal yang berupa pendanaan bersifat ekuitas, baik melalui ekuitas saham biasa maupun ekuitas saham preferen, dan pendanaan yang bersifat hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang. *Capital structure* penting bagi perusahaan karena berperan dalam menjaga stabilitas keuangan perusahaan. Oleh karena itu, manajemen perusahaan selalu berhati-hati dalam menetapkan komposisi modal perusahaan untuk dapat mencapai struktur modal yang optimal. Dalam menetapkan struktur modalnya, manajemen perusahaan selalu melakukan pertimbangan berdasarkan pada faktor-faktor tertentu, diantaranya: *growth opportunity, business risk, profitability, liquidity*, dan *equity market timing*.

2.4.1. Pengaruh *Growth opportunity* terhadap *Capital Structure*

Alipour, Mohammadi, dan Darekshshah (2015) berpendapat “... *firms with more growth opportunities have more debt.*” Banyaknya proyek investasi yang dimiliki perusahaan membuat perusahaan harus menambah dana yang dimilikinya untuk membiayai proyek investasi tersebut. Apabila pendanaan internal tidak

mencukupi, maka perusahaan akan lebih memilih hutang untuk membiayai investasinya supaya dapat mengurangi adanya asimetri informasi dan dapat menghemat pajak. Selain itu, pertumbuhan perusahaan adalah berita baik yang dimiliki perusahaan yang akan disebarkan kepada para stakeholder.

Fenomena ini sejalan dengan *trade-off theory*, dan *agency theory*. Eliku (2014) menjelaskan berdasar pada *trade-off theory*, dalam membuat keputusan pendanaan perusahaan manajer biasanya akan mempertimbangkan *trade-off* antara keuntungan dan pajak. Dengan memilih pendanaan melalui hutang perusahaan bisa menghemat pajak dan mengurangi biaya agensi. Hal ini sejalan dengan *agency theory* dimana dengan pertumbuhan perusahaan yang tinggi, maka besarnya *agency cost* yang harus ditanggung perusahaan dapat teratasi. Selain itu, perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan yang baik akan lebih mudah mendapatkan kredit dari para kreditor karena perusahaan bisa memberikan jaminan atas hutang yang diberikan.

Kondisi ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nilmawati dan Gusaptono (2014), yang mana pada sampel perusahaan yang menjauhi target *capital structure*, *growth* berpengaruh positif signifikan terhadap *capital structure*. Oleh karena itu, perusahaan yang *memiliki growth opportunity* yang tinggi akan cenderung memiliki tingkat hutang yang tinggi pula.

2.4.2. Pengaruh *Business risk* terhadap *Capital Structure*

Brigham dan Houston (2001:7) mendefinisikan risiko bisnis sebagai ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi tingkat pengembalian aktiva (ROA) masa depan, dan merupakan satu-satunya determinan terpenting dari struktur

modal perusahaan. Risiko bisnis mencerminkan ketidakpastian dari hubungan langsung antara keuntungan saat ini dan keuntungan masa depan yang diharapkan (Bhawa dan Dewi, 2015). Perusahaan yang memiliki risiko tinggi seharusnya tidak menggunakan hutang yang banyak dalam struktur permdalannya. Tingginya hutang pada perusahaan yang berisiko tinggi hanya akan meningkatkan risiko gagal bayar hutang *financial distress*.

Trade-off theory menjelaskan hubungan antara risiko dan struktur modal perusahaan dengan sangat jelas. Meyrs, 1984 menjelaskan “... *a firm that follows the trade-off theory sets a target debt-to-value ratio and then gradually moves toward the target. The target is determined by balancing debt tax shield againts cost of bankruptcy.*” Dimana ketika perusahaan berada dalam kondisi memiliki risiko yang tinggi, maka pihak manajemen seharusnya menetapkan target hutang yang rendah. Hal ini berkaitan dengan keseimbangan antara manfaat hutang dan risiko kebangkrutan yang akan disebabkan. *Agency theory* juga menjelaskan bahwa pendanaan eksternal yang dilakukan oleh perusahaan baik itu melalui hutang maupun ekuitas akan menamb tingginya *agency cost* yang ditanggung perusahaan. pendanaan melalui hutang akan meningkatkan *bonding cost* yang terus membebani perusahaan hingga perusahaan dapat melunasinya. Perusahaan yang memiliki risiko tinggi cenderung menetapkan tingkat hutang yang rendah pada struktur modalnya. Hal ini karena semakin besar hutang yang ditetapkan hanya akan menambah risiko bisnis dan risiko gagal bayar yang harus dihadapi perusahaan.

Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Setyawan, Topowijono dan Nuzula (2016) yang menunjukkan variabel *business risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki tingkat risiko bisnis yang tinggi akan cenderung menggunakan pendanaan melalui hutang yang rendah.

2.4.3. Pengaruh *Profitability* terhadap *Capital Structure*

Munawir (2012:86) mengartikan profitabilitas sebagai rasio yang digunakan untuk mengukur *profit* yang diperoleh dari modal-modal yang digunakan untuk operasi perusahaan atau mengukur kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi menggunakan hutang yang relatif kecil. Profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhannya dengan dana yang dihasilkan secara internal (Nilmawati dan Gusaptono, 2014). Profitabilitas yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki laba yang tinggi pula. Saldo laba ditahan yang terkumpul dari akumulasi saldo laba perusahaan adalah sumber pendanaan internal yang digunakan untuk mendanai aktivitas investasi perusahaan.

Kondisi ini sejalan dengan *trade-off theory*, dimana dengan tingginya laba ditahan yang dimiliki perusahaan, maka perusahaan dapat memanfaatkannya untuk berbagai kegiatan investasi yang akan memberikan keuntungan yang lebih banyak dimasa depan. Ketika laba ditahan sudah cukup untuk membiayai investasi tersebut, maka perusahaan tidak perlu menambahkan dana perusahaan melalui hutang sehingga perusahaan tidak perlu menanggung risiko keuangan

yang akan timbul akibat hutang tersebut. Kondisi ini juga sejalan dengan *Agency theory*, dimana dengan memanfaatkan besaran laba ditahan yang dimilikinya maka perusahaan juga tidak perlu menanggung adanya *agency cost* berupa *bonding cost* yang akan muncul ketika terjadi penambahan hutang dan kemungkinan munculnya *monitoring cost* dan *residual loss* akibat dari penerbitan surat berharga ekuitas.

Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Thippayana (2014) yang menjelaskan bahwa rasio *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap rasio *leverage*. Oleh karena itu, perusahaan yang *profitable* cenderung memiliki tingkat hutang yang rendah karena sumber dana internal yang dimilikinya sudah cukup mampu membiayai kegiatan investasi perusahaan dan melalui pemandaatan sumber dana internal tersebut perusahaan dapat menghindari munculnya *agency cost*.

2.4.4. Pengaruh *Liquidity* terhadap *Capital Structure*

Brigham dan Houston (2014:134) mendefinisikan rasio likuiditas sebagai rasio yang menunjukkan hubungan antara kas dan aset lancar perusahaan lainnya dengan kewajiban lancarnya. Seftianne dan Handayani (2011) menjelaskan perusahaan yang mempunyai likuiditas tinggi akan cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari hutang, karena perusahaan dengan likuiditas yang tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan akan menggunakan dana internalnya dulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui hutang.

Kondisi ini sejalan dengan konsep *trade-off theory*, apabila besaran kegiatan operasi dan investasi perusahaan sudah dapat dibiayai dengan dana internal perusahaan, maka perusahaan tidak perlu menambah dana perusahaan melalui hutanga ataupun penerbitan ekuitas. Hal ini dilakukan perusahaan untuk menghindari adanya risiko biaya modal yang disebabkan oleh pendanaan melalui hutang dan ekuitas. Begitu pula dengan *agency theory* dimana melalui pemanfaatan sumber dana internal tersebut, maka perusahaan dapat mengurangi besarnya *agency cost* yang harus ditanggung akibat adanya asimetri informasi dengan *stakeholders* perusahaan khususnya kreditor dan pemegang saham. Karena, sumber dana internal yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk menetapkan sumber dana eksternal yang rendah dalam struktur modal yang dimilikinya.

Hal ini terbukti dalam penelitian yang dilakukan oleh Nilmawati dan Gusaptono (2014) dimana variabel *likuidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi cenderung memiliki tingkat hutang yang rendah karena sumber dana internal yang dimilikinya sudah cukup mampu membiayai kegiatan investasi perusahaan.

2.4.5. *Equity Market Timing* Memoderasi Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Capital Structure*

Adanya peluang pertumbuhan yang tinggi dalam perusahaan belum tentu membuat pihak manajemen menetapkan target hutang yang lebih tinggi. Karena, dengan menambah hutang maka perusahaan juga menambah biaya modal h

utang yang tinggi dan menambah risiko keuangan yang harus ditanggungnya. Apabila masih ada sumber pendanaan yang lebih menguntungkan daripada hutang maka manajemen perusahaan akan cenderung lebih memilih sumber pendanaan tersebut untuk membiayai berbagai investasi baru yang dilakukan.

Teory equity market timing menjelaskan bahwa perusahaan dapat memanfaatkan fluktuasi harga saham perusahaan untuk dapat menikmati keuntungan atas pilihan sumber pendanaan mereka. Dengan memanfaatkan harga saham yang sedang tinggi, maka perusahaan dapat menutup biaya emisi saham yang harus dikeluarkan perusahaan dan masih mungkin untuk mendapatkan keuntungan dari selisih nilai wajar saham serta biaya emisi yang dikeluarkan.

Selain itu, *equity market timing* yang mengkaji harga saham menunjukkan hubungan antara nilai perusahaan dengan tingkat hutang yang digunakan. Nilai perusahaan yang tinggi jauh diatas nilai wajarnya dapat menjadi penanda bagi perusahaan bahwa besaran hutang yang digunakan sudah mencapai jumlah yang optimal, sehingga perusahaan harus memilih sumber pendanaan lainnya. Oleh karena itu, peluang pertumbuhan dengan struktur modal perusahaan mungkin lebih ditentukan dengan adanya perilaku manajemen yang memanfaatkan fenomena *equity market timing*.

2.4.6. Equity Market Timing Memoderasi Pengaruh Business risk terhadap Capital Structure

Adanya risiko bisnis yang tinggi, belum tentu mempengaruhi pihak manajemen untuk mengecilkan target hutang yang dimilikinya. Perusahaan yang

overconfidence akan cenderung tetap menetapkan target hutang yang tinggi meskipun perusahaan akan memiliki risiko kebangkrutan yang semakin besar.

Equity market timing theory menjelaskan bahwa disamping pendanaan melalui utang, manajer mungkin memanfaatkan momentum kenaikan harga saham perusahaan untuk membentuk struktur modalnya. Tujuan *market timing* adalah untuk mengeksploitasi fluktuasi temporer biaya saham terhadap biaya komponen modal lainnya. Eksploitasi ini dapat dilakukan karena fluktuasi biaya saham bukan disebabkan oleh fluktuasi risiko perusahaan (Saad dan Siagian, 2011).

Selain itu, *equity market timing* yang mengkaji harga saham menunjukkan hubungan antara nilai perusahaan dengan tingkat hutang yang digunakan. Nilai perusahaan yang tinggi jauh di atas nilai wajarnya dapat menjadi penanda bagi perusahaan bahwa besaran hutang yang digunakan sudah mencapai jumlah yang optimal, sehingga perusahaan harus memilih sumber pendanaan lainnya. Oleh karena itu, hubungan risiko bisnis dengan struktur modal perusahaan mungkin lebih ditentukan dengan adanya perilaku manajemen yang memanfaatkan fenomena *equity market timing*.

2.4.7. *Equity Market Timing* Memoderasi Pengaruh *Profitability* terhadap *Capital Structure*

Meskipun perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi, belum tentu perusahaan menetapkan kebijakan hutang yang rendah pada struktur modalnya. Terkadang perusahaan masih lebih memilih penggunaan hutang dalam jumlah besar dibandingkan dengan penggunaan sumber dana internal yang dimilikinya. Hal ini terjadi karena profitabilitas yang tinggi merupakan sinyal yang baik bagi

perusahaan. Pihak eksternal diantaranya kreditor melihat tingginya profitabilitas sebagai kemampuan membayar hutang bagi perusahaan. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan memiliki kemampuan membayar yang lebih tinggi daripada perusahaan yang memiliki profitabilitas rendah. Oleh karena itu, kreditor akan lebih mudah memberikan kredit kepada perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi karena mereka mempunyai jaminan pengembalian yang lebih pasti.

Besarnya tingkat hutang yang digunakan perusahaan juga tergantung pada nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan. Pada dasarnya, peningkatan hutang pada perusahaan dapat meningkatkan pula harga saham hingga pada batas tertentu. Sampai akhirnya apabila saham telah mencapai nilai maksimal, maka perusahaan tidak dapat lagi menambah tingkat hutangnya atau dapat dikatakan telah mencapai kondisi optimal. Karena, apabila perusahaan tetap menambah tingkat hutang yang digunakan, maka nilai perusahaan akan berbalik turun.

Equity market timing yang mengkaji harga saham perusahaan dimana manajemen akan melihat harga saham yang tinggi dan jauh di atas nilai wajarnya (*overvalue*) sebagai peluang pendanaan yang menguntungkan. Manajemen melihat kondisi *overvalue* sebagai peluang yang bisa digunakan perusahaan untuk bisa mendapatkan dana tinggi namun dengan biaya emisi yang jauh lebih kecil dibandingkan dengan dana yang didapatkan. Oleh karena itu, hubungan antara profitabilitas dengan struktur modal mungkin lebih ditentukan oleh kemungkinan *market timing* yang bisa dilakukan oleh pihak manajemen. Karena, dengan

profitabilitas yang tinggi maka perusahaan memiliki kemampuan membayar yang lebih tinggi sehingga dapat menambah hutang untuk ekspansi perusahaan, dan dengan menambah hutang, maka perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Ketika nilai perusahaan berada pada puncaknya maka perusahaan dapat melakukan penerbitan saham untuk memperoleh tambahan pendanaan dengan keuntungan yang cukup besar.

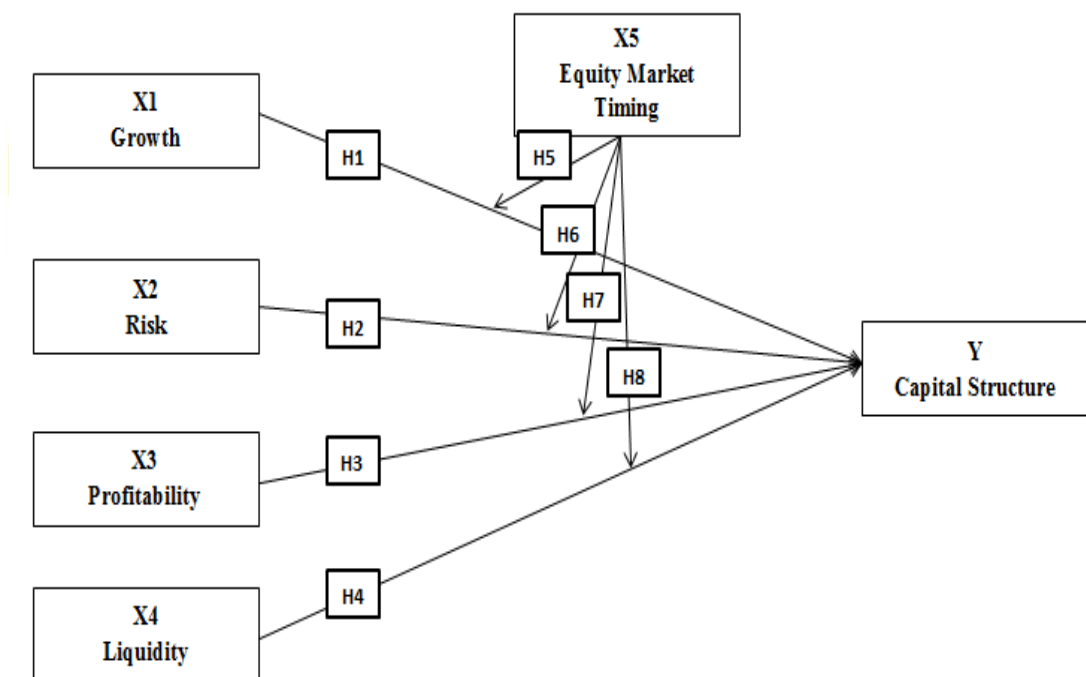
2.4.8. *Equity Market Timing* Memoderasi Pengaruh *Liquidity* terhadap *Capital Structure*

Sama seperti profitabilitas, likuiditas yang mencerminkan dana internal yang dimiliki perusahaan terkadang tidak menjadi alasan bagi manajemen untuk mengurangi tingkat hutang yang dimilikinya. Meskipun perusahaan memiliki likuiditas yang tinggi, namun kemudahan dalam mendapatkan kredit dirasa akan lebih menarik bagi perusahaan. Peluang ini dimanfaatkan perusahaan untuk menumpuk dana atau meningkatkan struktur modal perusahaan.

Ketika perusahaan menambah jumlah hutangnya, maka nilai perusahaan juga akan bertambah seiring dengan penambahan jumlah hutang tersebut sampai pada batas tertentu dimana besaran hutang perusahaan telah berada pada tingkat yang optimal dan nilai perusahaan telah berada pada posisi maksimal. Pada kondisi ini, maka perusahaan bisa mendapatkan sumber dana baik dari hutang maupun dari penerbitan saham pada harga tinggi (*overvalue*). Dalam konsep *behavioral finance*, manajer pasti akan memanfaatkan kondisi tersebut untuk mendapatkan *abnormal return*. Hal ini dijelaskan dalam teori *equity market timing*, dimana perusahaan bisa mendapatkan manfaat yang lebih banyak dibandingkan

dengan risiko biaya emisi yang dikeluarkan akibat saham berada dalam kondisi *overvalue*. Oleh karena itu, hubungan antara likuiditas dengan struktur modal mungkin lebih ditentukan oleh kemungkinan *market timing* yang bisa dilakukan oleh pihak manajemen.

Berdasarkan paparan diatas, maka didapatkan kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian adalah sebagai berikut :



Data diolah pada 2017

Gambar 2.2
Kerangka Berpikir

2.5. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka berpikir yang disajikan pada bagan 2.2 di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H1 : *Growth opportunity* berpengaruh positif terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.

- H2 : *Business risk* berpengaruh negatif terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.
- H3 : *Profitability* berpengaruh negatif terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.
- H4 : *Liquidity* berpengaruh negatif terhadap *capital structure* perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia. .
- H5 : *Equity market timing* memoderasi pengaruh *growth opportunity* terhadap *capital structure* secara negatif pada perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.
- H6 : *Equity market timing* memoderasi pengaruh *business risk* terhadap *Capital Structure* secara negatif pada perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.
- H7 : *Equity market timing* memoderasi pengaruh *profitability* terhadap *capital structure* secara positif pada perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.
- H8 : *Equity market timing* memoderasi pengaruh *Liquidity* terhadap *capital structure* secara positif pada perusahaan *property, real estate, and building construction* di Indonesia.

BAB V

PENUTUP

5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil dari analisis data dan pembahasan maka dapat diambil simpulan sebagai berikut:

1. Hasil pengujian hipotesis pertama, variabel *growth opportunity* berpengaruh positif signifikan terhadap variabel *capital structure*. Hal ini berarti semakin besar variabel *growth opportunity* akan menyebabkan semakin besar pula variabel *capital structure*.
2. Hasil pengujian hipotesis kedua, variabel *business risk* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap variabel *capital structure*. Hal ini berarti variabel *business risk* tidak mempengaruhi besaran variabel *capital structure* secara signifikan.
3. Hasil pengujian hipotesis ketiga, variabel *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel *capital structure*. Hal ini berarti semakin besar variabel *profitability* akan menyebabkan semakin kecilnya variabel *capital structure*.
4. Hasil pengujian hipotesis keempat, variabel *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel *capital structure*. Hal ini berarti semakin besar variabel *liquidity* akan menyebabkan semakin kecilnya variabel *capital structure*.

5. Hasil pengujian hipotesis kelima, variabel *equity market timing* memoderasi pengaruh *growth opportunity* terhadap variabel *capital structure* secara negatif. Hal ini berarti semakin besar interaksi antara variabel *growth opportunity* dengan variabel *equity market timing* akan menyebabkan semakin kecilnya variabel *capital structure*.
6. Hasil pengujian hipotesis keenam, variabel *equity market timing* memoderasi pengaruh *business risk* terhadap variabel *capital structure* secara negatif. Hal ini berarti interaksi antara variabel *business risk* dengan variabel *equity market timing* tidak mempengaruhi besaran variabel *capital structure* secara signifikan.
7. Hasil pengujian hipotesis ketujuh, variabel *equity market timing* memoderasi pengaruh *profitability* terhadap variabel *capital structure* secara positif. Hal ini berarti semakin besar interaksi antara variabel *profitability* dengan variabel *equity market timing* akan menyebabkan semakin semakin besar pula *capital structure*.
8. Hasil pengujian hipotesis kedelapan, variabel *equity market timing* memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap variabel *capital structure* secara positif. Hal ini berarti semakin besar interaksi antara variabel *liquidity* dengan variabel *equity market timing* akan menyebabkan semakin semakin besar pula *capital structure*.

5.2. Saran

Berdasarkan hasil dan pembahasan di muka, maka saran yang diajukan adalah sebagai berikut:

1. Akademisi
 - a. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan yang berada pada sektor *property, real estate, dan building construction* dan tercatat pada BEI pada tahun 2011 sampai 2015 sehingga hanya mencerminkan kondisi sektornya saja. Peneliti selanjutnya diharapkan bisa menggunakan sampel perusahaan dalam sektor yang lainnya.
 - b. Pada penelitian ini peneliti mengalami kesulitan dalam menghitung EBIT perusahaan karena tidak perusahaan memberikan informasi yang dibutuhkan untuk menghitung EBIT perusahaan secara jelas. Peneliti selanjutnya diharapkan menggunakan pengukuran lainnya untuk mengukur risiko perusahaan yang tidak menggunakan EBIT dalam perhitungannya.
 - c. Pada penelitian ini peneliti menggunakan pendekatan *market-to-book* yang dihitung dengan *price-to-book value* untuk mengukur variabel *equity market timing*. Peneliti selanjutnya diharapkan menggunakan pendekatan *hot and cold market* untuk mengukur variabel *equity market timing* dalam penelitian.
 - d. Peneliti selanjutnya diharapkan dapat menggunakan pengukuran variabel yang berbeda untuk masing-masing variabel penelitian, misalnya untuk variabel *growth opportunity* diukur dengan *sales growth*.

2. Manajemen Perusahaan

Pihak manajemen sebaiknya lebih memperhatikan besaran hutang perusahaan supaya perusahaan tidak hanya mendapatkan manfaat dari besarnya hutang tersebut, namun juga dapat terhindar dari masalah keuangan yang mungkin terjadi akibat timbulnya hutang tersebut. Manajemen sebaiknya lebih mempertimbangkan faktor *growth opportunity* dan *business risk* yang mereka hadapi dalam bisnis, supaya kebijakan yang diterapkan tidak mengarah pada tindakan *overconfidence* yang dapat mengakibatkan masalah keuangan.

3. Investor

Dari hasil penelitian ini, sebaiknya para investor lebih berhati-hati dalam memilih perusahaan yang menjadi target investasinya. Investor harus tetap melakukan telaah fundamental pada suatu perusahaan dan membandingkannya dengan perusahaan lain dalam industri yang sama selain memanfaatkan peluang akibat kondisi pasar modal yang sedang dinamis atau adanya sentimen atas saham perusahaan tertentu. Hal ini perlu dilakukan untuk mengurangi risiko yang muncul akibat investasi ekuitas pada perusahaan tertentu.

DAFTAR PUSTAKA

- _____ (2017). Belanja APBN. <http://www.kemenkeu.go.id/APBN2017> (Diakses pada : 5 Februari 2017).
- _____. (2017). Statistik Utang Luar Negeri Indonesia. Vol: VII. Kementerian Keuangan dan Bank Indonesia.
- _____. (2016). Strategi Sentul City Gali Lubang Tutup Lubang <http://economy.okezone.com/read/2016/03/11/470/1333158/strategi-sentul-city-gali-lubang-tutup-lubang> (Diakses pada : 5 Februari 2017)
- _____. (2014). Kurator Temukan 6 Beko Disembunyikan di Lahan PWS. <https://www.kabar6.com/tangerang/kabupaten/8684-kurator-temukan-6-beko-disembunyikan-di-lahan-pws> (Diakses pada : 5 Februari 2017)
- _____. (2013). Terlilit Utang, Perusahaan Properti Bakrie Jual Banyak Aset. <https://finance.detik.com/bursa-valas/2360424/terlilit-utang-perusahaan-properti-bakrie-jual-banyak-aset> (Diakses pada : 5 Februari 2017)
- Al-Najjar, B. and Hussainey, K. (2011). Revisiting The Capital-Structure Puzzle: UK Evidence. *The Journal of Risk Finance*, 12(4), pp. 329–338.
- Alipour, M., Mohammadi, M. farhad S. and Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), pp. 53–58.
- Alti, A. (2006). How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure ?. *The Journal of Finance*, 61(4), pp. 1681–1710
- Andrianto, Y. and Mirza, A. R. 2016. A Testing of Efficient Markets Hypothesis in Indonesia Stock Market. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219, pp. 99–103.
- Andriyanto, Heru. (2015). Mengenal Krisis di Yunani. <http://www.beritasatu.com/dunia/288676-mengenal-krisis-di-yunani.html> (Diakses pada : 3 September 2016).
- Apriada, K. and Suardhika, M. S. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Struktur Modal Dan Profitabilitas Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 5(2), pp. 201–218.

- Baker, M., Stein, J. C. and Wurgler, J. (2003). When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(3), pp. 969–1005.
- Baker, M. and Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1), pp. 1–32.
- Bhawa, I. B. M. D. and Dewi, M. R. (2015). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan Farmasi. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(5), pp. 1238–1251.
- Bliege Bird, R. and Smith, E. A. (2005). Signaling Theory, Strategic Interaction, and Symbolic Capital, *Current Anthropology*. 46(2), pp. 221–248.
- Brigham, Eguene F dan Houston, Joel F. (2001). *Manajemen Keuangan Buku II*. Jakarta : Erlangga.
- Brigham, Eugene F., dan Houston, Joel F. (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Penerjemah Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.
- Christianti, A. (2006). Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta : Hipotesis *Static Trade off* atau *Pecking Order Theory*. *Simposium Nasional 9 Padang*.
- Darminto and Manurung, A. H. (2008). Pengujian Teori *Trade-off* dan Teori *Pecking Order* Dengan Satu Model Dinamis Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 1(1), pp. 35–52.
- Destriana, N. (2011). Masalah dan biaya keagenan. *Media Bisnis*, 3(1), pp. 8–16.
- Dewi, I. R., Handayani, S. R. and Nuzula, N. F. (2014). Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan (Studi pada Sektor Pertambangan yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 17(1), pp. 1–9.
- Dewi, S. and Ramli, I. (2016). Struktur Modal Pendekatan Dinamis Perusahaan Otomotif dan Kompenennya Saat Krisis Global 2008. *Jurnal ekonomi*, XXI(3), pp. 360–374.
- Eliu, V. (2014). Pengaruh *Financial Leverage* dan *Firm Growth* Terhadap *Financial Distress*. *Finesta*, 2(2), pp. 6–11.
- Eriotis, N., Vasiliou, D. and Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), pp. 321–331.

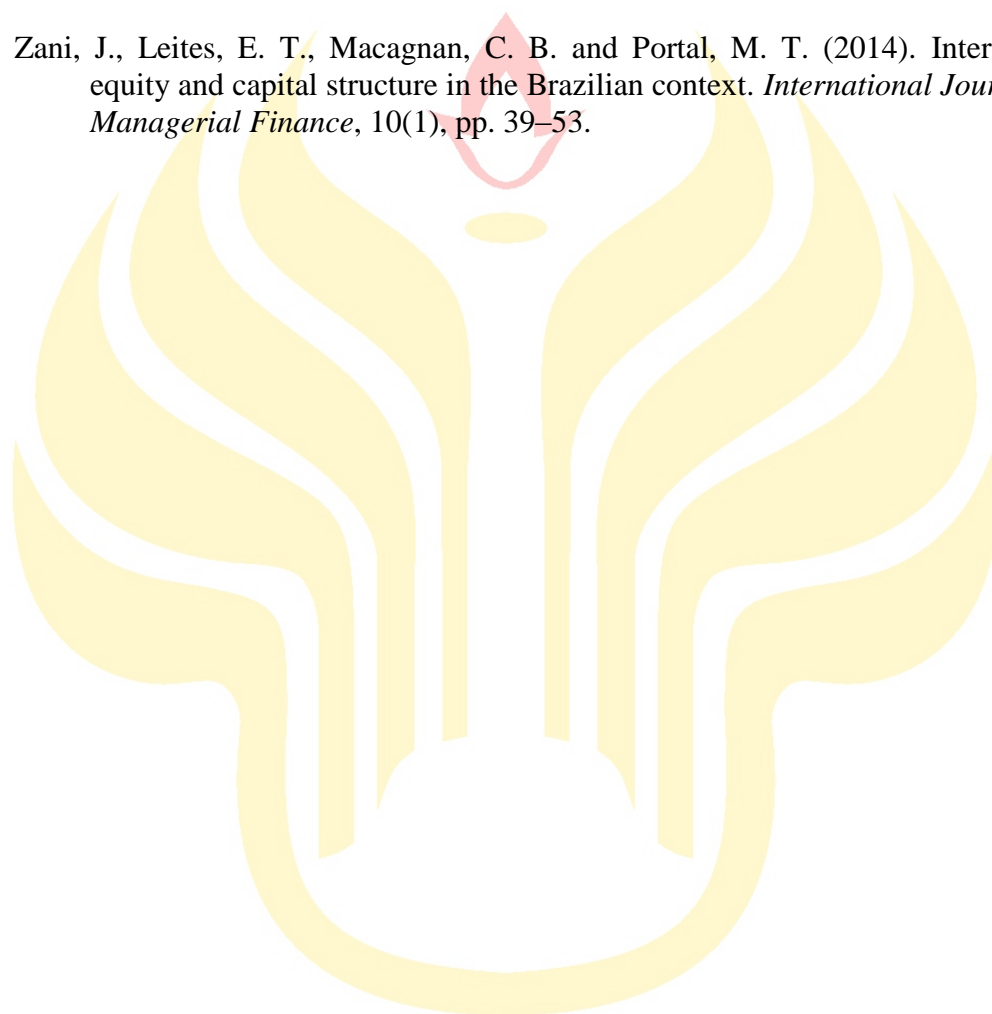
- Felicia and Saragih, F. D. (2015). Analisis Pengaruh *Market Timing* Terhadap Struktur Modal Perusahaan non-Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 11(2), pp. 5–20.
- Firnanti, F. (2011). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(2), pp. 119–128.
- Fuady, M. (2014). Pengujian *Trade-Off Theory* : Apakah Perusahaan Di Indonesia Melakukan Optimalisasi Hutang ?. *Media Ekonomi & Teknologi Informasi*, 3(1), pp. 42–55.
- Ganguli, S. K. (2013). Capital Structure – Does Ownership Structure Matter? Theory and Indian Evidence. *Studies in Economics and Finance*, 30(1), pp. 56–72.
- Ghozali, H. Imam. (2013). Aplikasi *Analysis Multivariate* Dengan Program IBM SPSS 21 *Up Date* PLS Regresi. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gujarati, Damodar. (1991). *Ekonometrika Dasar*. Penerjemah Drs. AK. Sumarno Zain, MBA. Jakarta: Erlangga.
- Haron, R. (2014). Capital structure inconclusiveness: evidence from Malaysia, Thailand and Singapore. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), pp. 23–38. d
- Horn, James Van, dan Wachowicz, John M. (2007). *Fundamentals of Financial Management Buku 2 Edisi 1* . Jakarta: Salemba Empat.
- Hunafa, A. and Nugroho, B. Y. (2014). Pengaruh *Market Timing* Terhadap Struktur Modal Perusahaan yang Melakukan Penawaran Saham Perdana (IPO) yang Tercatat di BEI Periode 2002-2012. pp. 1–20.
- Jaros, J. and Bartosova, V. (2015). *To the Capital Structure Choice: Miller and Modigliani Model*. *Procedia Economics and Finance*. Elsevier B.V., 26(15), pp. 351–358.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics* 3, 3, pp. 305–360.
- Laiho, T. (2011). Agency theory and ownership structure-Estimating the effect of ownership structure on firm performance. *International Conference on Economics, Management*

- Matemilola, B. T., Bany-Ariffin, A. N. and B. McGowan, C. (2013). *Unobservable effects and firm's capital structure determinants. Managerial Finance*, 39(12), pp. 1124–1137. doi: 10.1108/MF-08-2012-0187.
- Miswanto. (2008). *Market Timing dan Pengaruhnya terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Indonesia yang IPO Tahun 2000-2008. Jurnal Siasat Bisnis*, 17(1), pp. 69–79.
- Miswanto. (2012). *Equity Market Timing dan Presistensinya pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Indonesia. Prosiding Seminar Nasional & Call for Paper FMI ke-4.*
- Munawir, S. (2012). *Analisa Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty Yogyakarta.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. (April).
- Nilmawati, c. A. P. and Gusaptono, H. (2014). Identifikasi Variabel Penentu Struktur Modal dan *Adjustment to Target Capital Structure: Trade off Theory. Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 18(3), pp. 358–369.
- Nurrohim, H. (2008). Pengaruh Profitabilitas, *Fixed Asset Ratio*, Kontrol Kepemilikan Dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Sinergi Kajian Bisnis Dan Manajemen*, 10(1), pp. 11–18.
- Oded, J., Michel, A. and Feinstein, S. P. (2013). Distortion in corporate valuation: implications of capital structure changes. *Managerial Finance*, 37(8), pp. 681–696.
- Permatasari, Intan Githa R. (2011). Pailit, BEI Stop Perdagangan Saham Panca Wiratama Sakti.
<http://economy.okezone.com/read/2011/04/04/278/442005/pailit-bei-stop-perdagangan-saham-panca-wiratama-sakti>
 (Diakses pada : 5 Februari 2017)
- Prabansari, Y. and Kusuma, H. (2005). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur *Go Public* di Bursa Efek Jakarta. *Kajian Bisnis dan Manajemen*, pp. 1–15.
- Rahma, S. A., Darminto and Topowijono. (2014). Analisis Penetapan Struktur Modal yang Optimal Guna Meningkatkan Nilai Perusahaan (Studi Pada PT . Seemount Garden Sejahtera , Jiwan , Kabupaten Madiun Periode 2011-2013). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 13(1), pp. 1–10.

- Saad, M. D. P. and Siagian, H. (2011). Sentimen Investor, Kendala Keuangan, dan *Equity Market Timing*. *Finance and Banking*, 13(1), pp. 1–15.
- Sari, Novita Intan. (2013). Utang Abadi Perusahaan Bakrie.
<https://www.merdeka.com/uang/utang-abadi-perusahaan-bakrie.html>
 (Diakses pada : 5 Februari 2017).
- Seftianne and Handayani, R. (2011). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(1), pp. 39–56.
- Setyawan, A. I. W., Topowijono and Nuzula, N. F. (2016). Pengaruh *Firm Size, Growth Opportunity, Profitability* (Studi pada Perusahaan Sektor *Property* dan *Real Estate* yang Terdaftar di BEI Tahun 2009-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 31(1), pp. 108–117.
- Sudjana. (2005). *Metoda Statistika*. Bandung: PT. Tarsito Bandung.
- Sujarweni, V. Wiratna. (2014). *Metodologi Penelitian*. Yogyakarta: PT. Pusaka Baru.
- Sumedrea, S. (2015). How the Companies did Structure their Capital to Surpass Crises?. *Procedia Economics and Finance*. Elsevier B.V., 27(15), pp. 22–28.
- Thippayana, P. (2014). Determinants of Capital Structure in Thailand. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. Elsevier B.V., 143, pp. 1074–1077.
- Vătavu, S. (2015). The Impact of Capital Structure on Financial Performance in Romanian Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 32(15), pp. 1314–1322.
- Voutsinas, K. and Werner, R. A. (2011). Credit supply and corporate capital structure: Evidence from Japan. *International Review of Financial Analysis*, 20(5), pp. 320–334.
- Wahyudin, Agus. (2015). *Metode Penelitian Bisnis dan Pendidikan*. Semarang: Unnes Press
- Wild, John J., Subramanyam, K.R. dan Halsey, Robert F., (2005). *Analisis Laporan Keuangan Edisi 8*. Yogyakarta : Salemba Empat.
- Wulandari, V. P. and Setiawan, K. (2015). Analysis of Market Timing Toward Leverage of Non-Financial Companies in Indonesia. *Journal of Indonesia Economy and Business*, 30(1), pp. 42–55.

Yu-Thompson, Y., Cho, S. Y. and Fu, L. (2015). The role of CEO inside debt holdings in corporate pension funding status. *Review of Accounting and Finance*, 14(3), pp. 210–238.

Zani, J., Leites, E. T., Macagnan, C. B. and Portal, M. T. (2014). Interest on equity and capital structure in the Brazilian context. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), pp. 39–53.



UNNES

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG