



KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL
(Studi Kasus pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2016)

SKRIPSI
Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi pada
Universitas Negeri Semarang

Oleh

Ely Yulianita Sibuea
NIM 7311414082

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

2018

PERSETUJUAN PEMBIMBING

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


Hari : Senin
Tanggal : 13 April 2018

Mengetahui,

Ketua Jurusan Manajemen

Witiastuti, S.E., M.M.
NIP. 197610072006042002

Pembimbing


Dr. Arief Yulianto, S.E., M.M.
NIP. 197507262000121001

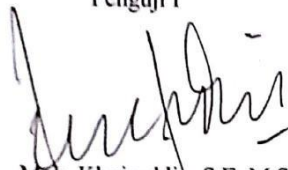
PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di depan Sidang Panitia Ujian Skripsi Fakultas
Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada:

Hari : Jumat

Tanggal : 18 Mei 2018

Penguji I



Moh. Khoiruddin, S.E, M.Si.
NIP. 197001062008121001

Penguji II



Rini Setyo Witiastuti, S.E, M.M.
NIP. 197610072006042002


Penguji III



Dr. Arief Yulianto, S.E, M.M.
NIP. 197507262000121001

Mengetahui,
Dekan Fakultas Ekonomi




Dr. Wahyono, M.M.
NIP. 195601031983121001

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Ely Yulianita Sibuea

NIM : 7311414082

Tempat Tanggal Lahir : Cilacap, 05 Juli 1996

Alamat :Jalan Raya Bojong RT. 04, RW. 07, Kec. Kawunganten,
Kab. Cilacap.

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 pada 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 ,



Ely Yulianita Sibuea

NIM 7311414082

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO

- 1 “Mereka itulah yang tetap mendapat petunjuk dari Tuhan mereka, dan merekalah orang-orang yang beruntung.” [QS Al-Baqarah; 5]
- 2 “Learn from the mistakes in the past try by using a different way, and always hope for a succesful future”

PERSEMBAHAN

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

1. Orangtua dan kakaku serta keluarga yang selalu mendoakan dan memberikan semangat dalam menyelesaikan skripsi ini.

2. Almamaterku Unnes

PRAKATA

Puji syukur kepada Allah SWT yang telah memberikan rahmatNya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul : “Kecepatan Penyesuaian Struktur Modal (Studi Kasus pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2011)”. Penyusunan skripsi ini untuk memenuhi persyaratan guna memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada program studi Manajemen Universitas Negeri Semarang.

Atas segala bentuk bimbingan dan bantuan yang diberikan guna penyelesaian penulisan skripsi ini, maka penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M.Hum, Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan penulis untuk menyelesaikan studi.
2. Dr. Wahyono, S.E, M.M, Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan kepada saya untuk menuntut ilmu di Fakultas Ekonomi dan mengesahkan skripsi ini.
3. Rini Setyo Witiastuti, S.E, M.M., Ketua Jurusan Manajemen S1 Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
4. Dr. Arief Yulianto, S.E., M.M., Dosen Pembimbing yang telah memberikan saran, arahan dan bimbingan dalam menyusun skripsi ini.
5. Seluruh dosen Jurusan Manajemen yang telah memberikan bekal ilmu kepada penulis selama belajar di Universitas Negeri Semarang.

6. Teman-teman seperjuangan angkatan 2014 yang selalu menjaga kebersamaan dalam menyelesaikan studi di Jurusan Manajemen.
7. Semua pihak yang telah membantu dalam penulisan skripsi penulis yang senantiasa memberikan dorongan, bantuan moril, dan doa dalam setiap langkah yang penulis tempuh.

Semoga Allah SWT membalas kebaikan semua pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini. Harapan penulis semoga skripsi ini dapat memberikan informasi, manfaat, dan wawasan bagi pembaca.

Semarang, 18 Mei 2018

Penyusun
UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

SARI

Sibuea, Ely Yulianita. 2018. “Kecepatan Penyesuaian Struktur Modal: Studi Kasus pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2006-2016”. Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing: Dr. Arief Yulianto, S.E., M.M.

Kata kunci : Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Aset, Struktur Aset, Risiko Bisnis, *Speed of Adjustment*.

Penelitian ini bertujuan untuk mendiskripsikan dan menganalisa kecepatan penyesuaian struktur modal di Indonesia. Penelitian mengenai kecepatan penyesuaian belum banyak diteliti di Indonesia, sehingga menarik untuk diteliti karena adanya inkonsisten hasil dari beberapa penelitian terdahulu dan adanya masalah dalam penelitian ini. Kecepatan penyesuaian pada perusahaan di Indonesia masih belum optimal.

Observasi yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 693 data yang terdiri dari 63 perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2006-2016. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Variabel penelitian yang digunakan adalah Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Aset, Struktur Aset dan Risiko Bisnis sebagai variabel independen dan kecepatan penyesuaian struktur modal sebagai variabel dependen. Metode analisis data yang digunakan yaitu analisis deskriptif, penentuan model estimasi data panel, regresi linear berganda. Eviews 9 adalah alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini.

Hasil uji model menunjukkan bahwa model estimasi data panel terbaik adalah *fixed effect*. Hasil penelitian menunjukkan hanya variabel risiko bisnis yang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal yang berarti semakin besar perusahaan memiliki kemungkinan terjadinya risiko bisnis, maka kecepatan penyesuaian struktur modal tersebut semakin tidak optimal.

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa kecepatan penyesuaian pada struktur modal yang tinggi akan diikuti oleh tingginya struktur aset, ukuran perusahaan yang besar dan pertumbuhan aset yang kecil. Saran bagi pihak perusahaan yaitu perlu mempertimbangkan sumber permodalan selain utang pada struktur modal perusahaan. Bagi investor sebaiknya lebih selektif dalam memberikan pinjaman pada perusahaan dengan nilai kecepatan penyesuaian yang tidak optimal. Bagi penelitian selanjutnya dapat dijadikan sebagai referensi tambahan untuk melakukan penelitian lanjutan.

ABSTRACT

Sibuea, Ely Yulianita. 2018. "*Speed Of Adjustment Of Capital Structure (Study On Non Financial Companies Listed on Indonesia Stock Exchange Period 2006-2016)*". Thesis. Management Department. Faculty of Economics. Univeritas Negeri Semarang. Supervisor. Dr. Arief Yulianto, S.E., M.M.

Keywords: *Size, Asset Growth, Tangibility, Bussines Risk, Speed of Adjustment.*

This study aims to describes and analyze Speed of Adjustment of Capital Structure in Indonesia. Research on Speed of Adjustment hasn't been widely practiced in Indonesia, so in this field is interersting to be studied because of the inconsistant research results from previous research and the empirical in this study. Speed of Adjustment in the company in indonesia is still not optimal

Observation used 693 data consist of 63 non financial companies listed in BEI period 2006-2016. The sampling technique used purposive sampling method. The research variables used Size, Aset Growth, Tangibility, and Bussines Risk as dependent variable. Data analysis method used is descriptive analysis, determinan of panel data estimation model, multiple linear regression. Eviews 9 is a data analysis tool used in this study.

This result of model test showed that the best panel data estimation model is fixed effect. The result showed that only bussines risk variable has a positive but not significant effect on speed of adjustment of capital structure which means that the bigger company have higher bussines risk have lower in optimal speed of adjustment.

Based on result of research can be concluded that high speed of adjustment on capital structure followed by high tangibility, high size company, and low growth asset. Advice for company that must have another choice of resources on capital structure. For investor have to be selective on give an investment at company which have low speed of adjustment. For the advice research can be used as an additional reference to conduct further research.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
PERSETUJUAN PEMBIMBING	ii
PENGESAHAN KELULUSAN	iii
PERNYATAAN.....	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	v
PRAKATA	vi
SARI.....	viii
ABSTRACT	xi
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR GAMBAR.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Identifikasi Masalah	10
1.3 Cakupan Masalah	11
1.4 Rumusan Masalah	11
1.5 Tujuan Penelitian	12
1.6 Manfaat Penelitian	12
1.7 Orisinalitas Penelitian	13
BAB II KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN.....	15

2.1 Kajian Teori Utama.....	15
2.1.1 Struktur Modal Dinamis	15
2.2 Kajian Variabel Penelitian	15
2.2.1 Kecepatan Penyesuaian.....	16
2.2.2 Ukuran Perusahaan	17
2.2.3 Pertumbuhan Aset.....	18
2.2.4 Struktur Aset.....	19
2.2.5 Risiko Bisnis	20
2.3 Kajian Penelitian Terdahulu.....	21
2.4 Kerangka Pemikiran.....	22
2.4.1 Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal	22
2.4.2 Pengaruh pertumbuhan aset terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal	23
2.4.3 Pengaruh struktur aset terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal	23
2.4.4 Pengaruh risiko bisnis terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal	23
2.5 Hipotesis Penelitian.....	24
BAB III METODE PENELITIAN	26
3.1 Jenis dan Desain Penelitian.....	26
3.2 Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel	26
3.2.1 Populasi Penelitian.....	26
3.2.2 Sampel Penelitian	26
3.2.3 Teknik Pengambilan Sampel	26
3.3 Definisi Operasional Variabel.....	28
3.3.1 Variabel Dependen	28
3.3.2 Variabel Independen	28
3.4 Teknik Pengumpulan Data.....	33
3.5 Teknik Pengolahan dan Analisis Data	33

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif	33
3.5.2 Metode Penentuan Model Estimasi Data Panel	33
3.5.2.1 Uji Chow	35
3.5.2.2 Uji Hausman	36
3.5.2.3 Uji Lagrange Multiplier	36
3.5.3 Uji Asumsi Klasik.....	37
3.5.3.1 Uji Normalitas	37
3.5.3.2 Uji Multikolinieritas	37
3.5.3.3 Uji Autokorelasi	38
3.5.3.4 Uji Heteroskedastisitas	39
3.5.4 Menilai <i>Goodness of Fit</i> Suatu Model	40
3.5.4.1 Signifikansi Simultan (Uji Statistik F).....	40
3.5.4.2 Koefisien Determinasi	41
3.5.5 Analisis Regresi Linier Berganda	42
3.5.6 <i>Partial Adjustment Model</i>	43
3.5.7 Pengujian Hipotesis (Uji t)	45
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....	47
4.1 Hasil Penelitian	47
4.1.1 Deskripsi Penelitian	47
4.1.2 Uji Statistik Deskriptif	47
4.1.3 Uji Data Panel	49
4.1.3.1 Uji Chow	49
4.1.3.2 Uji Hausman.....	49
4.1.4 Uji Asumsi Klasik.....	50
4.1.4.1 Uji Normalitas	50
4.1.4.2 Uji Multikolinieritas	51
4.1.4.3 Uji Autokorelasi	52
4.1.4.4 Uji Heteroskedesitas	53
4.1.5 Menilai <i>Goodness of Fit</i> Suatu Model	53
4.1.5.1 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)	53
4.1.5.2 Koefisien Determinasi	54

4.1.6 Analisis Linier Berganda	54
4.1.7 <i>Partial Adjustment Model</i>	74
4.1.8 Pengujian Hipotesis (Uji t)	80
4.2 Pembahasan.....	82
4.2.1 Kecepatan penyesuaian pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI	82
4.2.2 Faktor-faktor yang mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal pada perusahaan non keuangan di BEI.....	84
4.2.3 Dampak faktor yang mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal pada perusahaan non keuangan di BEI.....	86
BAB V PENUTUP	89
5.1 Simpulan	89
5.2 Saran.....	89
DAFTAR PUSTAKA	91

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Rata-Rata Rasio Variabel Penelitian pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2006-2016	1
Tabel 1.2 <i>Research Gap</i>	7
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	19
Tabel 3.1 Pengambilan Sampel.....	26
Tabel 3.2 Definisi Operasional Variabel.....	30
Tabel 3.3 Pengambilan Keputusan Durbin-Watson.....	37
Tabel 4.1 Hasil Uji Statistik Deskriptif.....	47
Tabel 4.2 Hasil Uji Chow.....	49
Tabel 4.3 Hasil Uji Hausman	50
Tabel 4.4 Hasil Uji Jarque Bera	51
Tabel 4.5 Hasil Uji Multikolinearitas.....	51
Tabel 4.6 Hasil Uji Durbin- Waston	52
Tabel 4.7 Hasil Uji Glejser.....	53
Tabel 4.8 Hasil Uji Statistik F.....	53
Tabel 4.9 Hasil Uji Regresi Linier Berganda.....	54
Tabel 4.10 Hasil Intersep Regresi <i>Fixed Effect</i>	56
Tabel 4.11 Hasil Uji Regresi Dinamis	75
Tabel 4.12 Hasil <i>Speed of Adjustment</i>	76
Tabel 4.13 Hasil Uji Hipotesis (Uji t).....	80
Tabel 4.13 Pengujian Hipotesis Perusahaan yang Terdaftar di BEI	81

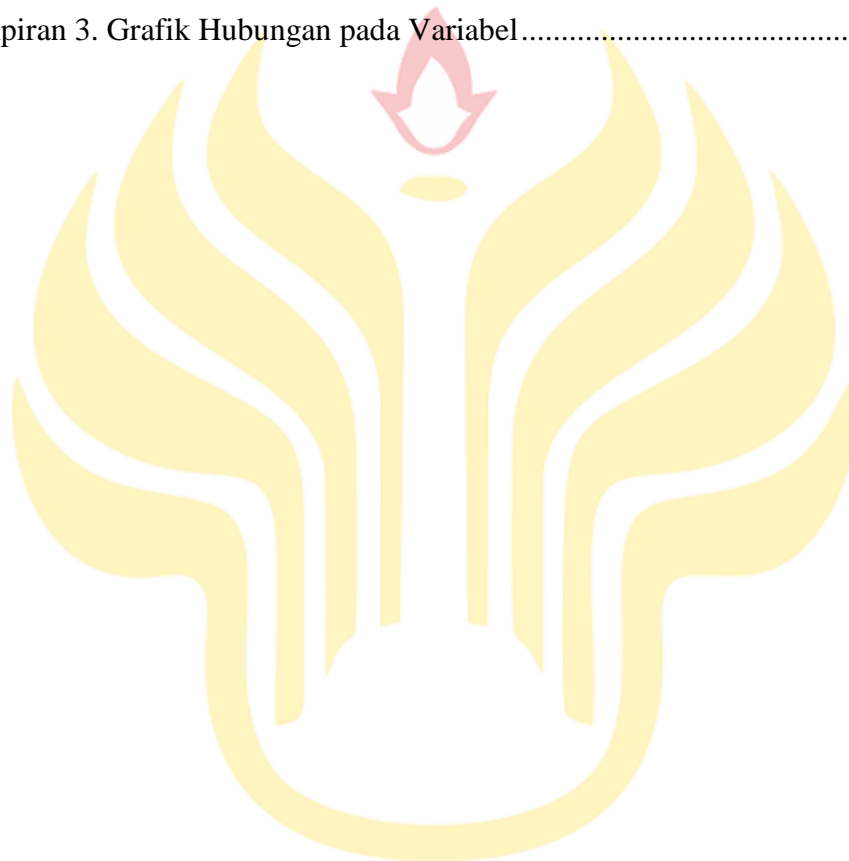
DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Berpikir 22



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Perusahaan.....	101
Lampiran 2. Output Eviews Hasil Penelitian.....	123
Lampiran 3. Grafik Hubungan pada Variabel.....	128



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Struktur modal banyak diteliti sebagai variabel dalam teori keuangan modern. Banyak dari teori struktur modal tersebut mendukung penjelasan tentang berbagai variasi tingkat hutang yang digunakan sebagai modal di suatu perusahaan (Abdeljawad *et al.*, 2013). Menurut Astuti (2014) Struktur modal perusahaan terdiri dari modal sendiri (ekuitas) dan hutang (*leverage*). Struktur modal dapat menjadi masalah penting bagi sebuah perusahaan (Putri, 2012; Wahyuni, 2013). Dalam menjalankan operasinya perusahaan menempatkan modal sebagai elemen penting (Sari dkk, 2012; Utomo, 2013).

Struktur modal yang digunakan pada suatu perusahaan sebagai sumber pendanaan juga berbeda-beda (Yulianto, 2013). Besar kecilnya dana yang dibutuhkan setiap perusahaan tidak sama disesuaikan dengan kondisi perusahaan atau besar kecilnya perusahaan. Apabila perusahaan dalam pemenuhan kebutuhan modalnya semakin meningkat sedangkan dana yang dimiliki terbatas, maka perusahaan tidak memiliki pilihan lain selain menggunakan dana yang berasal dari luar, baik dalam bentuk hutang maupun obligasi (Widodo, 2012; Nugroho, 2014). Oleh karena itu perusahaan harus menyesuaikan tingkat hutang yang optimal (Yulianto dkk, 2015).

Model struktur modal tradisional mengaitkan nilai perusahaan dan struktur modal (Nisak dan Ardiansari, 2016; Aisjah, 2009; Chandra, 2008;

Apriada, 2016; Sri dkk, 2013). Tujuan perusahaan secara normatif adalah

untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Riyantina dan Ardiansari, 2017). Adanya penelitian pada struktur modal modern dimulai dengan adanya penelitian dari Modigliani dan Miller tahun 1958. Berdasarkan hasil penelitian tersebut dapat dilihat bahwa penggunaan asumsi-asumsi tertentu pada struktur modal menjadi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Modigliani dan Miller, 1958). Pemikiran Modigliani dan Miller telah memicu perkembangan pada literatur struktur modal yang menghasilkan adanya teori *trade-off* dan *pecking order* (Gaud *et al.*, 2005).

Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa di pasar modal yang sempurna, strategi tidak akan berdampak pada kinerja perusahaan, tetapi kinerja perusahaan dapat meningkat dengan adanya perubahan struktur modal karena adanya keuntungan yang diperoleh melalui penggunaan utang dalam komposisi modal. Berdasarkan asumsi bahwa pasar modal sempurna, investor memiliki ekspektasi yang homogen, ekonomi bebas pajak dan tanpa ada biaya transaksi, struktur modal tidak secara relevan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Yulianto dkk., 2014).

Trade-off theory saat ini telah mengalami banyak perkembangan yang tadinya hanya membahas *bankruptcy cost* dan *tax deductible* (Kraus dan Litzenberger, 1973), berubah menjadi struktur modal yang optimal. Struktur modal optimal adalah struktur modal perusahaan yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan (Putri, 2012). Fischer *et al.* (1989) menyatakan bahwa struktur modal yang optimal sangat dinamik dan berubah-ubah pada ruang

(*range*) tertentu. Sehingga dapat disimpulkan bahwa perubahan pada struktur modal perusahaan akan selalu dilakukan oleh perusahaan agar struktur modal yang dipilih oleh perusahaan selalu pada titik optimal.

Menurut *the static trade off theory* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dan biaya yang timbul akibat adanya penggunaan hutang tersebut (Baxter dan Wurgler, 2002). Cara analisis *the static trade off theory* tidak salah, namun memiliki keterbatasan karena hanya meneliti pada variabel-variabel yang mempengaruhi hutang (Fuady, 2013). Walaupun model *trade-off theory* tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal namun model tersebut memberikan kontribusi yang penting yaitu: (1) perusahaan yang memiliki aktiva yang tinggi sebaiknya menggunakan sedikit hutang; (2) perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan perusahaan yang membayar pajak rendah.

Penelitian mengenai determinan struktur modal yang optimal sudah banyak dilakukan. Indriani dan Widyarti (2013) meneliti *growth of sales, growth of asset*, ROA, *Size*, dan likuiditas sebagai faktor penentu struktur modal optimal. Sitorus (2013) meneliti struktur modal optimal pada perusahaan telekomunikasi di Indonesia. Penelitian pada struktur modal optimal juga menggunakan variabel *operating leverage, profitability, asset structure* (Ridloah, 2010; Nirmala, 2016).

Berikut ini disajikan rata-rata dari variabel determinan struktur modal yang terjadi di perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2006-2016.

Tabel 1.1. Rata-Rata Rasio Variabel Penelitian pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar Di BEI Periode 2006-2016

Tahun	Variabel				
	Size	Growth	Tang	Risk	Speed
					0,641

Sumber: Data diolah *Indonesian Stock Exchange* (2018)

Pada tabel 1.1 dapat dilihat bahwa rasio variabel determinan pada struktur modal perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2016 menunjukkan tren yang fluktuatif. Fluktuatif merupakan kondisi yang tidak stabil tidak tetap dan selalu berubah-ubah. Pada variabel ukuran perusahaan (*Size*) pada tahun 2006-2008 mengalami kenaikan yang cukup besar, kenaikan pada ukuran perusahaan seharusnya di ikuti dengan kenaikan pada kecepatan penyesuaian (*Speed*) mendekati 1 sesuai yang dijelaskan pada teori struktur modal dinamis, namun sebaliknya pada tabel di atas nilai kecepatan penyesuaian mengalami penurunan dari tahun 2006-2008. Perusahaan yang terdaftar di BEI memiliki rata –rata pertumbuhan aset yang fluktuatif. Pada tahun 2013-2016 pertumbuhan aset mengalami tren yang

menurun, namun pada nilai kecepatan penyesuaian (*Speed*) juga mengalami penurunan, seharusnya sesuai dengan teori struktur modal dinamis pertumbuhan yang mengalami penurunan akan menyebabkan kenaikan pada nilai kecepatan penyesuaian (*Speed*). Pada variabel struktur aset (*Tang*) juga mengalami fluktuatif. Pada tabel terlihat nilai struktur aset pada tahun 2012-2013 mengalami penurunan, sedangkan pada nilai kecepatan penyesuaian (*Speed*) memperoleh hasil yang mengalami kenaikan. Hal tersebut bertentangan dengan teori struktur modal dinamis.

Variabel lainnya yaitu risiko bisnis (*Risk*), pada tabel dapat dilihat variabel risiko bisnis tahun 2011-2012 mengalami kenaikan, begitu pula pada nilai kecepatan penyesuaian juga mengalami kenaikan pada tahun tersebut. Hasil pada variabel risiko bisnis bertentangan dengan teori struktur modal yang menyatakan bahwa risiko bisnis memiliki korelasi negatif terhadap kecepatan penyesuaian (*Speed*). Kondisi dari determinan variabel struktur modal yang fluktuatif pada grafik di atas berpengaruh dalam menentukan struktur modal yang optimal. Dengan adanya struktur modal yang optimal maka diharapkan perusahaan dapat lebih mampu menyesuaikan pada kecepatan perubahan struktur modal.

Kelemahan yang ada pada penelitian terdahulu tentang struktur modal adalah menyatakan bahwa teori struktur modal tidak bertujuan untuk menjelaskan perbedaan pada *debt ratios*, tetapi lebih kepada perbedaan pada *the optimal debt – equity ratios* dalam sebuah perusahaan. Penggunaan determinan struktur modal memang penting pada penelitian struktur modal. Pada penelitian

yang menggunakan pendekatan statis masih banyak yang terabaikan. Menurut Heshmati (2001) ada tiga hal yang harus diperhatikan pada kelemahan penelitian sebelumnya. Pertama, *leverage* yang diobservasi (biasa digunakan sebagai parameter struktur modal yang optimal) terdeviasi dari *leverage* optimalnya. Kedua, analisis yang dilakukan statis, sehingga tidak dapat menangkap kedinamisan yang terjadi pada lingkungan perusahaan yang senantiasa berubah. Ketiga, penyesuaian yang dilakukan oleh perusahaan tidak konstan. Beberapa penelitian sebelumnya (Hovakimian *et al.*, 2001; Heshmati, 2001; Gaud *et al.*, 2005; Drobetz dan Wanzenried, 2006; Said, 2012) telah mengungkap bahwa variabel ukuran perusahaan, *distance* (variabel yang merepresentasikan perbedaan absolut antara *leverage* optimal dengan yang aktual) pertumbuhan, ukuran, dan profitabilitas perusahaan dapat digunakan sebagai determinan dari kecepatan perubahan struktur modal.

Heshmati (2001) menduga bahwa perusahaan yang menggunakan *leverage cost* yang lebih tinggi memiliki optimal debt yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *leverage cost* yang rendah. Fischer *et al.*, (1989) mengajukan suatu model struktur modal dinamis. Teori tersebut memprediksi bahwa perusahaan dapat secara sistematis menyimpang dari target *leverage*, walaupun pilihan struktur modal mereka sesuai dengan *trade-off theory*.

Menurut Hovakimian *et al.* (2002) *dynamic tradeoff theory* adalah versi kompromi dari *trade-off theory* dan *pecking order theory*. Dalam teori ini menyatakan bahwa *leverage ratio* perusahaan dapat menyimpang dari target

dalam beberapa saat, ketika jaraknya cukup besar, manajer menggesernya kembali menuju target.

Kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) pada struktur modal perusahaan yang dapat diartikan sebagai kecepatan perputaran struktur modal, dipengaruhi oleh beberapa faktor (Dewi dan Ramli, 2016). Salah satu faktor penting yang mempengaruhi Kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) adalah struktur modal yang optimal (Utomo, 2013). Oleh karena itu tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk mengestimasi penyesuaian *dynamics of capital structure* dengan struktur modal yang optimal. Selain itu juga untuk membuktikan bahwa tingkat *leverage* aktual perusahaan memiliki frekuensi yang berbeda dibandingkan dengan target leverage optimal. Inilah yang menjadi alasan pentingnya menggunakan *dynamic model* dalam mempelajari struktur modal.

Perusahaan yang terdapat dalam Bursa Efek Indonesia, perusahaan sektor non keuangan merupakan perusahaan yang memiliki susunan struktur modal yang memiliki komposisi pendanaan yang lebih fleksibel dalam pemilihan hutang dan modal pada keputusan struktur modal dan tidak terikat peraturan dari Bank Indonesia terkait penyediaan modal minimum. Sedangkan pada perusahaan keuangan terutama bank, masalah struktur modal diatur pada peraturan Bank Indonesia. Sehingga penggunaan hutang pada bank dibatasi.

Terdapat beberapa penelitian yang menggunakan pendekatan model dinamis dalam mempelajari struktur modal seperti yang telah dilakukan pada beberapa penelitian. Fischer *et al.* (1989) menguji model yang menentukan

ruang lingkup penyimpangan dalam struktur modal perusahaan dari waktu ke waktu. Jalivand dan Harris, (1984) meneliti tentang karakteristik perilaku keuangan perusahaan sebagai bagian dari penyesuaian target jangka panjang. Tujuan utama penelitian ini adalah mengetahui pengaruh determinan variabel struktur modal optimal terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan. Banerjee *et al.* (2004) menganalisis struktur modal yang dinamis pada perusahaan di Amerika dan Inggris dengan parameter penyesuaian yang fleksibel

Tabel 1.2. Research Gap

	Isu		Temuan
Perbedaan hasil pengaruh ukuran perusahaan terhadap kecepatan penyesuaian	Semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin besar kemungkinan mendanai pemenuhan kebutuhannya menggunakan hutang, sehingga lebih cepat melakukan kecepatan penyesuaian.	Abdeljawad <i>et al.</i> (2013)	
		Dewi dan Ramli (2016)	
			modal
	modal.		Pertumbuhan aset berpengaruh negatif terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal

	Isu		Temuan
			terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal.
			Struktur aset berpengaruh negatif terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal.
modal.			signifikan terhadap kecepatan penyesuaian
			Risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal.

Sumber: Penelitian terdahulu, diolah tahun 2018

Pada tabel 1.1 dapat dilihat bahwa di setiap variabel terdapat perbedaan hasil penelitian yang dilakukan oleh para peneliti terdahulu. Pemilihan sampel periode mengambil tahun 2006-2016, karena pada tahun tersebut dapat mengetahui kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan non keuangan yang terjadi pada saat sebelum krisis ekonomi dan sesudah krisis ekonomi.

Penelitian mengenai determinan dari kecepatan perubahan struktur modal memang belum banyak diteliti di Indonesia. Oleh karena itu pada penelitian ini, peneliti akan menguji pengaruh beberapa variabel stuktur modal perusahaan (ukuran perusahaan, struktur aset, pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis)

yang telah digunakan pada beberapa penelitian sebelumnya (Hovakimian *et al.*, 2001; Heshmati, 2001; Gaud *et al.*, 2005; Drobetz & Wanzenried, 2006; Said 2012) terhadap kecepatan perubahan struktur modal perusahaan di Indonesia.

Struktur modal yang optimal akan selalu berubah-ubah dan sangat dinamis mengikuti perubahan determinannya, oleh karena itu untuk dapat menjelaskan fenomena keseluruhan dari perubahan struktur modal perusahaan diperlukan suatu model dinamik. Penggunaan model dinamik tidak saja mampu menjelaskan determinan dari struktur modal yang optimal, bahkan determinan kecepatan perubahan struktur modalpun dapat dijelaskan dengan model ini, seperti yang telah digunakan pada penelitian-penelitian struktur modal yang dinamik sebelumnya (Hovakimian *et al.*, 2001; Heshmati, 2001; Gaud *et al.*, 2005; Drobetz dan Wanzenried, 2006; Said 2012). Oleh karena itu, berdasarkan uraian latar belakang masalah yang ada dan inkonsisten penelitian satu dengan yang lainnya penulis tertarik untuk melakukan penelitian menggunakan model dinamik untuk dapat menguji determinan yang diduga dapat mempengaruhi kecepatan perubahan struktur modal perusahaan-perusahaan non keuangan di Indonesia menuju pada struktur modal optimalnya dengan judul “ **KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL (Studi pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2016)**”

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas dan dikaitkan dengan teori struktur modal dinamis. Identifikasi masalah dalam penelitian ini adalah :

1. Teori struktur modal dinamis menyatakan bahwa kenaikan pada ukuran perusahaan akan menyebabkan adanya kenaikan mendekati 1 pada kecepatan penyesuaian. Akan tetapi terdapat perbedaan hasil yang terdapat antara tahun 2006 hingga 2016. Bahwa dengan adanya kenaikan pada ukuran perusahaan justru menyebabkan kecepatan penyesuaian mengalami penurunan. Penelitian terdahulu pada variabel ukuran perusahaan juga memiliki perbedaan hasil penelitian.
2. Teori struktur modal dinamis menyatakan bahwa kenaikan pada pertumbuhan aset akan menyebabkan adanya penurunan pada kecepatan penyesuaian. Akan tetapi terdapat perbedaan hasil yang terdapat antara tahun 2006 hingga 2016. Bahwa dengan adanya kenaikan pada pertumbuhan aset justru menyebabkan kecepatan penyesuaian mengalami kenaikan. Penelitian terdahulu pada variabel Pertumbuhan Aset juga memiliki perbedaan hasil penelitian
3. Teori struktur modal dinamis menyatakan bahwa kenaikan pada struktur aset akan menyebabkan adanya kenaikan pada kecepatan penyesuaian. Akan tetapi terdapat perbedaan hasil yang terdapat antara tahun 2006 hingga 2016. Bahwa dengan adanya kenaikan pada struktur aset justru menyebabkan kecepatan penyesuaian mengalami penurunan. Penelitian

terdahulu pada variabel struktur aset juga memiliki perbedaan hasil penelitian.

4. Teori struktur modal dinamis menyatakan bahwa kenaikan pada risiko bisnis akan menyebabkan adanya penurunan pada kecepatan penyesuaian. Akan tetapi terdapat perbedaan hasil yang terdapat antara tahun 2006 hingga 2016. Bahwa dengan adanya kenaikan pada pertumbuhan aset justru menyebabkan kecepatan penyesuaian mengalami kenaikan. Penelitian terdahulu pada variabel risiko bisnis juga memiliki perbedaan hasil penelitian

1.3 Cakupan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah di atas, maka penelitian ini mencoba menguji pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan aset, struktur aset, dan risiko bisnis terhadap kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) pada struktur modal. Penelitian ini membatasi periode pengamatan sampel dari tahun 2006-2016.

1.4 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka rumusan masalah yang diajukan dalam penelitian ini antara lain sebagai berikut:

1. Seberapa Besar deskriptif statistik ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aset dan risiko bisnis dan kecepatan penyesuaian pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
2. Seberapa besar kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

3. Apakah faktor ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aset dan risiko bisnis mempengaruhi kecepatan penyesuaian (*Speed Adjustment*) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

1.5 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang diajukan dalam penelitian, maka tujuan penelitian ini antara lain sebagai berikut :

1. Menganalisis seberapa besar deskriptif statistik ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aset dan risiko bisnis dan kecepatan penyesuaian pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Menganalisis seberapa besar kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Menganalisis faktor ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aset dan risiko bisnis mempengaruhi kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.6 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat antara lain sebagai berikut:

1. Manfaat teoritis

Penelitian ini menguji teori *trade off* dinamis dalam struktur modal melalui kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) dan faktor-faktor yang mempengaruhi terhadap struktur modal dinamis, dan dapat digunakan sebagai dasar penelitian selanjutnya terutama yang berhubungan dengan faktor – faktor fundamental lainnya yang mempengaruhi struktur modal dinamis.

2. Manfaat praktis

1. Bagi Manajemen Perusahaan

Penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan bagi para pengambil keputusan perusahaan dalam menetapkan kebijakan struktur modalnya.

2. Bagi Kreditur

Kreditur dapat mengetahui besarnya kecepatan penyesuaian struktur modal pada perusahaan non keuangan. Sehingga kreditur lebih selektif dalam memberikan modal berupa hutang dan memilih perusahaan non keuangan dengan kecepatan penyesuaian struktur modal mendekati optimal.

3. Bagi Investor

Investor dapat memahami faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dan mengetahui besarnya kecepatan penyesuaian struktur modal ke arah yang optimal. Sehingga investor dapat membaca sinyal mengenai prospek perusahaan di masa depan yang tercermin dari struktur modal perusahaan.

1.7 Orisinalitas Penelitian

Penelitian ini menggunakan data dengan periode dari tahun 2006 – 2016 pada perusahaan sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian terdahulu belum ada yang menggunakan periode tersebut. Dewi dan Ramli (2016) menggunakan profitabilitas, ukuran perusahaan, *equity cost*, *debt cost*, *firm value volatility* serta *optimal leverage* dan *speed adjustment*. Orisinalitas dapat terlihat dari penambahan variabel risiko bisnis, serta tidak

terdapat adanya variabel profitabilitas sebagai variabel independen dalam penelitian ini. Hal ini didasarkan pada penelitian sebelumnya yang menunjukkan hasil inkonsisten pada variabel risiko bisnis dan lebih banyak menggunakan hasil yang konsisten pada variabel profitabilitas.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

2.1 Kajian Teori Utama

2.1.1 Struktur Modal Dinamis

Teori yang digunakan dalam menganalisa struktur modal dapat dibagi menjadi 2 kategori: yang termasuk dalam kategori pertama adalah teori *trade-off* (Baxter dan Wurgler, 2002; Kraus dan Litzenberger, 1973), teori agensi (Jensen dan Meckling, 1976) dan teori arus kas bebas (Jensen, 1986) yang memberikan pernyataan dengan adanya tingkat hutang yang optimal (*target leverage*). Kategori kedua meliputi teori *pecking order* (Myers dan Majluf, 1984) dan teori waktu pasar ekuitas (Baxter dan Wurgler, 2002) yang tidak menyatakan adanya tingkat hutang yang optimal di dalam teori struktur modal.

Teori yang termasuk dalam kedua kategori tersebut biasanya digunakan sebagai kerangka kerja statis atau dinamis. Namun pada kategori kedua tidak menggunakan tingkat hutang optimal dalam kerangka dinamis. Dalam kategori kedua hanya menggambarkan faktor yang berhubungan dengan biaya seleksi (teori *pecking order*) atau *mispricing* dari *common stock* (teori waktu).

Perbedaan utama dalam teori dinamis pada kedua kategori adalah pada kategori pertama faktor dinamis yang terdapat pada teori secara bertahap bergerak dan dapat diamati pada hutang yang masuk dalam faktor tingkat hutang yang optimal. Sedangkan dalam kategori kedua faktor hutang dapat diamati dengan faktor yang mendukung rasio hutang. Pada teori struktur modal semua teori saling melengkapi satu sama lain dan bukan menggantikan teori lainnya

(Myers dan Majluf, 1984).

Menurut Darminto dan Manurung (2008) teori struktur modal dinamis merupakan penyempurnaan dari kelemahan yang ada pada model statis yaitu di dalam model statis melupakan adanya restrukturisasi optimal struktur modal untuk merespon adanya fluktuasi dalam nilai aset sepanjang waktu. Artinya perusahaan akan selalu berusaha menyesuaikan tingkat *leverage* ke arah yang optimal. Jadi, terdapat pergerakan tingkat *leverage* dari waktu ke waktu ke arah suatu target yang ingin dicapai oleh perusahaan. Namun, target *leverage* ini tidak dapat diamati (*unobservable*) dalam praktik diperusahaan, yang dapat diamati adalah arah dan kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) tersebut.

Menurut Elsas dan Florysiak, (2011) Teori struktur modal dinamis memberikan prediksi bahwa *leverage* perusahaan dapat secara sistematis menyimpang dari target, walaupun pemilihnya sudah mengikuti *trade-off theory*. *Adjustment cost* meliputi biaya transaksi untuk penerbitan sekuritas, dan *opportunity cost* karena menyimpang dari target. Pada lingkungan tanpa friksi, perusahaan dapat dengan sekejap menyesuaikan struktur modal menuju target yang diinginkan tanpa adanya biaya transaksi dan biaya benefit lainnya.

Teori struktur modal tidak dapat menjelaskan *debt ratio* yang diamati, tetapi justru menjelaskan *leverage* optimal yang berbeda pada setiap perusahaan (Heshmati,2001). Informasi tentang *leverage* dan *Speed of Adjustment* merupakan salah satu bahan yang dapat digunakan oleh kreditor sebagai pertimbangan apakah akan meminjamkan dananya kepada suatu perusahaan atau

tidak yaitu dapat dilihat dari seberapa besar perusahaan tersebut memiliki hutang jangka panjang atau *leverage* karena semakin tinggi jumlah *leverage* yang dimiliki, semakin beresiko perusahaan tersebut tidak mampu membayar beban hutang serta pokok hutang tersebut. Sedangkan bagi investor informasi *leverage* dan *Speed of Adjustment* menunjukkan seberapa besar resiko suatu perusahaan dalam hal ketidakmampuan perusahaan membayar deviden pada investor (Citro, 2014).

Menurut Graham dan Harvey (2001) karakteristik perusahaan menjadi faktor penyebab yang dapat menentukan struktur modal yang bersifat dinamis. Perusahaan yang cenderung menggunakan hutang dalam pendanaan mempunyai target rasio hutang optimal. Dalam kenyataannya, apabila perusahaan banyak menggunakan hutang dalam sumber modalnya, maka perusahaan beresiko mengalami *financial distress*.

2.2 Kajian Variabel Penelitian

2.2.1 Kecepatan Penyesuaian (*Speed of Adjustment*)

Menurut Dewi dan Ramli (2016) Kecepatan Penyesuaian (*Speed of Adjustment*) merupakan kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal yang optimal, hal ini ditentukan oleh biaya berpidah dari satu struktur modal kepada struktur modal yang lain. Citro (2014) juga menyatakan bahwa Kecepatan Penyesuaian (*Speed of Adjustment*) merupakan kecepatan suatu perusahaan dalam memenuhi target *leverage* nya, hal ini sesuai dengan *dynamic trade-off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan secara berkala melakukan penyesuaian dari waktu ke waktu menuju struktur modal optimalnya. Struktur

modal dinamis mencerminkan tingkat optimal serta biaya penyimpangan dari leverage dan biaya penyesuaian ke arah *optimal leverage* (Falnnery dan Hankins, 2007). Jadi dapat disimpulkan bahwa Kecepatan Penyesuaian (*Speed of Adjustment*) merupakan suatu fungsi dari sejumlah variabel yang mempengaruhi biaya tingkat hutang yang ditentukan oleh jarak antara tingkat hutang aktual dengan tingkat hutang optimal. Kecepatan Penyesuaian (*Speed of Adjustment*) dapat dihitung dengan persamaan *Partial Adjustment Model* :

$$L_t = (1-\sigma_1)Lev_{t-1} + \sigma_2(L^*_t)$$

Keterangan:

L_t = *Speed of Adjustment*

L_{t-1} = Nilai variabel Y atau *Leverage* di tahun sebelumnya

L^*_t = *Optimal leverage*

σ_1, σ_2 = Koefisien regresi

2.2.2 Ukuran Perusahaan (*Size*)

Menurut Bouallegui (2006) Ukuran perusahaan (*Size*) adalah besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat diukur dengan menggunakan aset total perusahaan. Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari total aset yang dimiliki perusahaan (Haryanto, 2014). Namun menurut Dewi dan Ramli (2016) ukuran perusahaan (*Size*) menggambarkan besar kecilnya perusahaan berkaitan dengan prospek perusahaan dimasa depan dengan melihat total aset dan tingkat penjualan yang dimiliki perusahaan yang mampu memberikan sinyal kepada pemegang saham

bahwa dengan total aset atau tingkat penjualan yang besar akan memiliki prospek yang baik. Jadi dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan adalah besar kecilnya sebuah perusahaan yang dapat dihitung dengan cara melihat total aset dan tingkat penjualan pada perusahaan tersebut. Berikut adalah rumus untuk menghitung ukuran perusahaan (*Size*).

$$Size = Ln (Total Sales)$$

Sumber: (Abdeljawad dkk., 2013)

Keterangan:

Size = Ukuran Perusahaan

Ln = Logaritma Natural

Total Sales = Total penjualan perusahaan

2.2.3 Pertumbuhan Aset (*Assets Growth*)

Pertumbuhan Aset (*Assets Growth*) adalah pertumbuhan perusahaan yang mempertahankan posisi usahanya melalui penjualan (Mazur, 2007). Menurut Maftukhah (2013) Pertumbuhan Aset (*Assets Growth*) menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional dalam suatu perusahaan. Sedangkan menurut Weston dan Copeland (1995) Pertumbuhan Aset (*Assets Growth*) dapat didefinisikan sebagai peningkatan yang terjadi pada suatu perusahaan. Jadi Pertumbuhan Aset (*Assets Growth*) diukur dengan pertumbuhan total aset. Jadi dapat disimpulkan dengan bertumbuhnya penjualan, maka kapasitas perusahaan juga harus ditingkatkan melalui tambahan investasi pada aset. Pertumbuhan Aset

(*Assets Growth*) dapat di ukur menggunakan presentase perubahan *total asset*.

Berikut adalah rumus untuk menghitung Pertumbuhan Aset (*Growth*):

$$\text{Growth} = \frac{\text{Total Aktiva (t)} - \text{Total Aktiva (t-1)}}{\text{Total Aktiva (t-1)}}$$

Sumber: (Weston dan Copeland, 1995)

Keterangan:

Growth = Pertumbuhan aset perusahaan

Total Aktiva_(t) = Total aktiva perusahaan tahun berjalan

Total Aktiva_(t-1) = Total aktiva perusahaan tahun sebelumnya

2.2.4 Struktur Aset (*Tangibility*)

Menurut Riyanto (2008: 22) Struktur Aset (*Tangibility*) adalah perimbangan atau perbandingan baik dalam artian absolut maupun dalam artian relatif antara aktiva lancar dan aktiva tetap. Struktur Aset (*Tangibility*) menggambarkan sebagian jumlah aktiva yang dapat dijadikan jaminan (Utomo, 2013). Analisis yang digunakan untuk menghitung seberapa besar aset dari perusahaan yang dapat dijadikan jaminan hutang (Sofildan dan Maryani, 2007) dalam (Ridloah, 2010). Struktur Aset (*Tangibility*) perusahaan menggambarkan harta atau investasi yang dimiliki oleh perusahaan (Oktavianie, 2011). Jadi dapat disimpulkan bahwa Struktur Aset (*Tangibility*) dapat diukur menggunakan perbandingan antara total aktiva tetap bersih yang dapat digunakan sebagai jaminan hutang, dengan total aktiva. Berikut adalah rumus untuk mengukur Struktur Aset (*Tangibility*).

$$\text{Tangability} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Sumber: (Brigham dan Houston, 2010)

2.2.5 Risiko Bisnis (*Bussines Risk*)

Risiko bisnis (*Bussines Risk*) mewakili tingkat risiko dari operasi – operasi perusahaan yang tidak menggunakan hutang (Atmaja, 2008: 224). Menurut Horne dan Wachowicz, (2005) Risiko bisnis (*Bussines Risk*) dapat diartikan dalam beberapa cara. Dalam pendekatan statistika, Risiko bisnis (*Bussines Risk*) diartikan sebagai variabilitas laba operasi atau laba sebelum bunga dan pajak. Faktor-faktor yang mempengaruhi Risiko bisnis (*Bussines Risk*) adalah variabilitas penjualan, variabilitas biaya operasi, dan *leverage* operasi. Jadi dapat disimpulkan bahwa Risiko bisnis (*Bussines Risk*) adalah ketidakpastian pada perkiraan pendapatan operasi perusahaan di masa mendatang. Berikut adalah rumus untuk mengukur Risiko bisnis (*Bussines Risk*):

$$\text{Risiko Bisnis} = \frac{\text{Deviasi Standar Laba Operasi}}{\text{Laba Operasi Diharapkan}}$$

Sumber: (Horne dan Wachowicz, 2005)

2.3 Kajian Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian mengenai Kecepatan Penyesuaian (*Speed of Adjustment*) Struktur Modal dengan hasil penelitian yang berbeda-beda. Ringkasan penelitian terdahulu tertera pada tabel berikut:

Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian		Kesimpulan
1	Fischer dkk. (1989)	<i>Dynamic capital structure choice: Theory and tests.</i>	<i>Firm debt dan Firm range</i>	Terdapat ruang (<i>range</i>) optimal yang memungkinkan bagi rasio utang perusahaan untuk bervariasi mengikuti perubahan determinan
2	Hovikiman dkk. (2001)	<i>The debt- equity choice</i>	<i>Debt ratio, information asymmetries, transaction cost, ather adjustment cost</i>	Pergerakan struktur modal menuju targetnya terjadi pada saat perusahaan menjual saham dan membeli kembali saham.
3	Nosita (2012)	Struktur Modal Optimal dan Kecepatan Penyesuaian: Studi empiris di Bursa Efek Indonesia	Tangibility, profitabilitas, size, dan growth opportunities	Perusahaan non keuangan di Indonesia sudah mengikuti dynamic trade-off theory tetapi masih underleverage dan memerlukan waktu 2,45 tahun untuk melakukan penyesuaian struktur modalnya.
4	Warmana dan Widnyana (2014)	Determinan dan Kecepatan Penyesuaian Struktur Modal Perusahaan pada Sektor Pertanian Di Bursa Efek Indonesia	Profitabilitas, Peluang pertumbuhan, ukuran perusahaan, tangiabilitas aset dan likuiditas	Profitabilitas, peluang pertumbuhan dan likuiditas signifikan mempengaruhi kecepatan struktur modal
5	Dewi dan Ramli (2016)	Struktur Modal Pendekatan Dinamis Perusahaan Otomotif dan Komponennya	<i>Profitabilitas, firm size, equity cost, debt cost, dan firm value volatility serta optimal leverage dan speed adjustment</i>	Hanya <i>profitabilitas</i> dan <i>firm size</i> signifikan negatif mempengaruhi struktur modalnya sedangkan <i>equity cost, debt cost, dan firm value volatility</i> tidak signifikan mempengaruhi struktur modal

2.4 Kerangka Berpikir

2.4.1 Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) struktur modal

Ukuran perusahaan sering digunakan sebagai patokan dalam kemudahan memperoleh hutang. Menurut *trade-off theory*, perusahaan besar umumnya cenderung lebih memiliki kemungkinan dalam mengalami kebangkrutan sehingga lebih mudah dalam memperoleh pinjaman dari bank dibandingkan dengan perusahaan kecil (Darmanto, 2008). Perusahaan yang memiliki ukuran besar juga, akan mudah memperoleh pendanaan dari sektor perbankan dibandingkan dengan perusahaan kecil (Murhadi, 2011). Menurut Sari dan Haryanto (2013) perusahaan besar di mana saham perusahaan tersebar luas. Setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau bergesernya pengendalian perusahaan yang dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya perusahaan yang kecil di mana sahamnya hanya tersebar pada lingkup yang kecil maka penambahan jumlah sahamnya akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian perusahaan yang lebih besar berani mengeluarkan saham baru guna memenuhi kebutuhan untuk membiayai pertumbuhan penjualan jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Dalam hal ini bisa dikatakan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki tingkat hutang yang tinggi.

242 Pengaruh Pertumbuhan Aset terhadap kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) struktur modal

Menurut *trade-off theory*, sebuah perusahaan dengan pertumbuhan aset yang tinggi lebih cenderung untuk membiayai investasinya dengan cara mengeluarkan saham, karena harga saham pada perusahaan yang memiliki pertumbuhan aset tinggi cenderung memiliki harga saham yang tinggi pula. Alasan lainnya adalah karena perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung menanggung *Cost of Financial Distress* yang besar karena memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi (Darminto dan Manurung, 2008). Perusahaan dengan pertumbuhan aset tinggi juga memiliki risiko yang jauh lebih tinggi dalam hal stabilitas pendapatan (Murhadi, 2011).

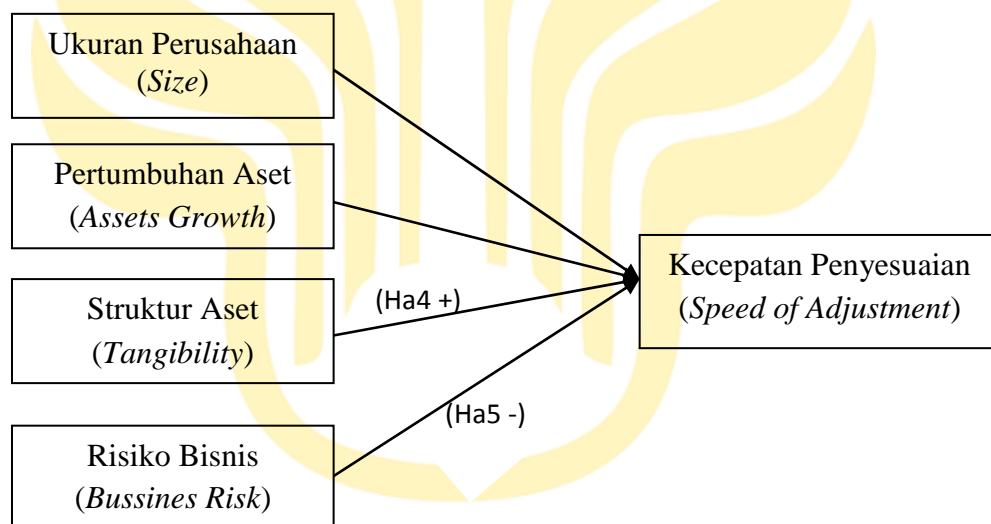
243 Pengaruh struktur aset terhadap kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) struktur modal

Berdasarkan *static trade-off theory* perusahaan dengan sebagian besar asetnya merupakan *Tangible Asset* cenderung menggunakan hutang yang lebih banyak dikarenakan dapat dijadikan sebagai jaminan kepada kreditur untuk memperoleh hutang. Muhardi (2011) menyatakan bahwa perusahaan dengan aset berwujud besar akan dapat menggunakan sebagai jaminan bank. Tanpa adanya jaminan maka biaya jaminan cenderung lebih tinggi (Admaja, 2010).

244 Pengaruh risiko bisnis terhadap kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) struktur modal

Perusahaan yang memutuskan menggunakan hutang dalam struktur modal akan menanggung risiko yang disebut risiko bisnis. Menurut Horne dan

Wachowicz (2005) risiko bisnis dapat diartikan dalam berbagai cara. Dalam pendekatan statistika, risiko bisnis dapat diartikan sebagai variabilitas laba operasi atau laba sebelum bunga dan pajak. Faktor-faktor yang mempengaruhi adalah: variabilitas penjualan, variabilitas biaya operasi, dan leverage operasi (Marsh, 1995). Jika faktor variabilitas tersebut meningkat maka risiko bisnis dalam perusahaan juga meningkat. Sebaliknya jika ketiga variabilitas tersebut menurun, maka risiko bisnis juga menurun. Adapun kerangka berpikir dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



Sumber: (Abdeljawad *et al*, 2013; Dewi dan Ramli, 2016) dikembangkan untuk keperluan penelitian (2018)

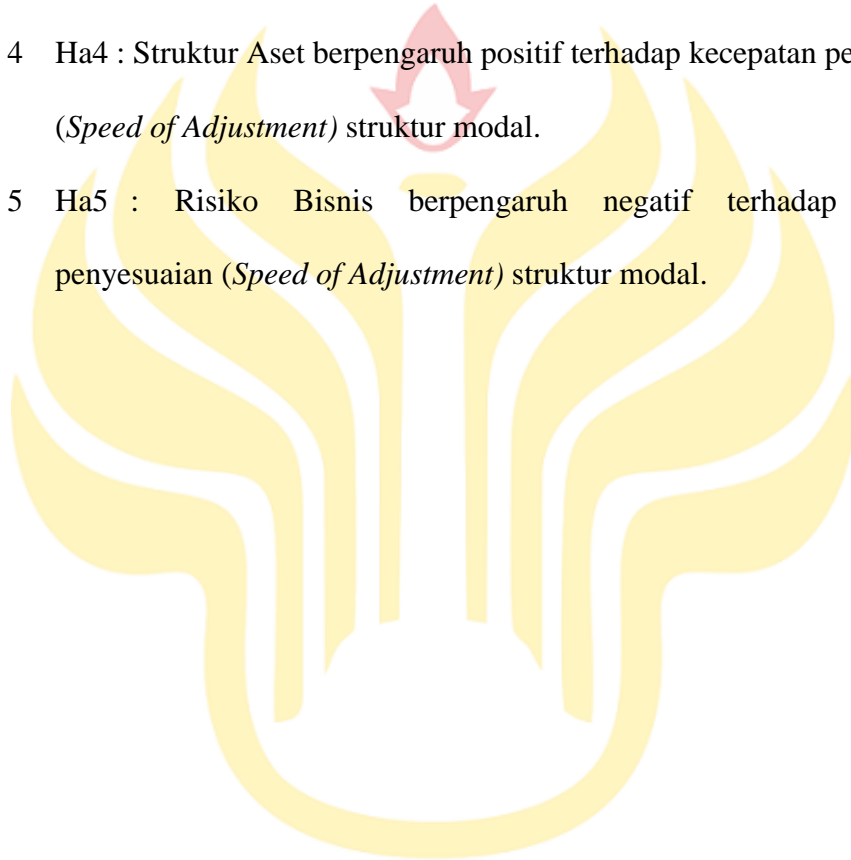
Gambar 2.1. Kerangka Berpikir

2.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan penelitian terdahulu, maka dapat disusun beberapa hipotesis untuk penelitian ini yaitu:

- 1 Ha1 : perusahaan di indonesia memiliki kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) struktur modal yang lambat sebesar < 1 (tidak optimal).

- 2 Ha2 : Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) struktur modal.
- 3 Ha3 : Pertumbuhan Aset berpengaruh negatif terhadap kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) struktur modal.
- 4 Ha4 : Struktur Aset berpengaruh positif terhadap kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) struktur modal.
- 5 Ha5 : Risiko Bisnis berpengaruh negatif terhadap kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) struktur modal.



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

BAB V

PENUTUP

5.1 Simpulan

1. Hasil analisis statistik deskriptif

Dari hasil analisis statistik deskriptif pada kecepatan penyesuaian dan faktor yang mempengaruhi diperoleh nilai rata-rata lebih besar dari nilai standar deviasinya yang menyatakan bahwa data kecepatan penyesuaian dan faktor yang mempengaruhi kecepatan penyesuaian tidak mengalami penyimpangan data, sehingga dapat menunjukkan bahwa tidak terdapat data yang ekstrim yang dapat menimbulkan bias pada hasil penelitian.

2. Kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*)

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa nilai pada kecepatan penyesuaian pada perusahaan non keuangan di indonesia rata-rata memiliki nilai kecepatan penyesuaian yang kurang dari satu, dimana hal tersebut berarti perusahaan non keuangan di indonesia belum mencapai struktur modal yang optimal. Berdasarkan pertimbangan logika peneiti, teori struktur modal dinamis dan penelitian terdahulu kecepatan penyesuaian pada struktur modal di indonesia belum mencapai pada titik optimal di sebabkan karena faktor-faktor yang mempengaruhi leverage yang optimal pada perusahaan di indonesia belum berada pada posisi yang baik dan perusahaan di indonesia lebih cenderung memperhatikan laba dari pada struktur modal yang optimal.

3. Faktor-faktor yang mempengaruhi kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*)

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa hanya faktor risiko

bisnis yang tidak mempengaruhi kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) dan berpengaruh positif terhadap kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*), sehingga ketika suatu perusahaan akan memilih sumber modal pada struktur modal perlu memperhatikan risiko bisnis yang dapat terjadi pada perusahaan dan memperkecil terjadinya risiko tersebut, sehingga perusahaan dapat melakukan kecepatan struktur modal secara optimal.

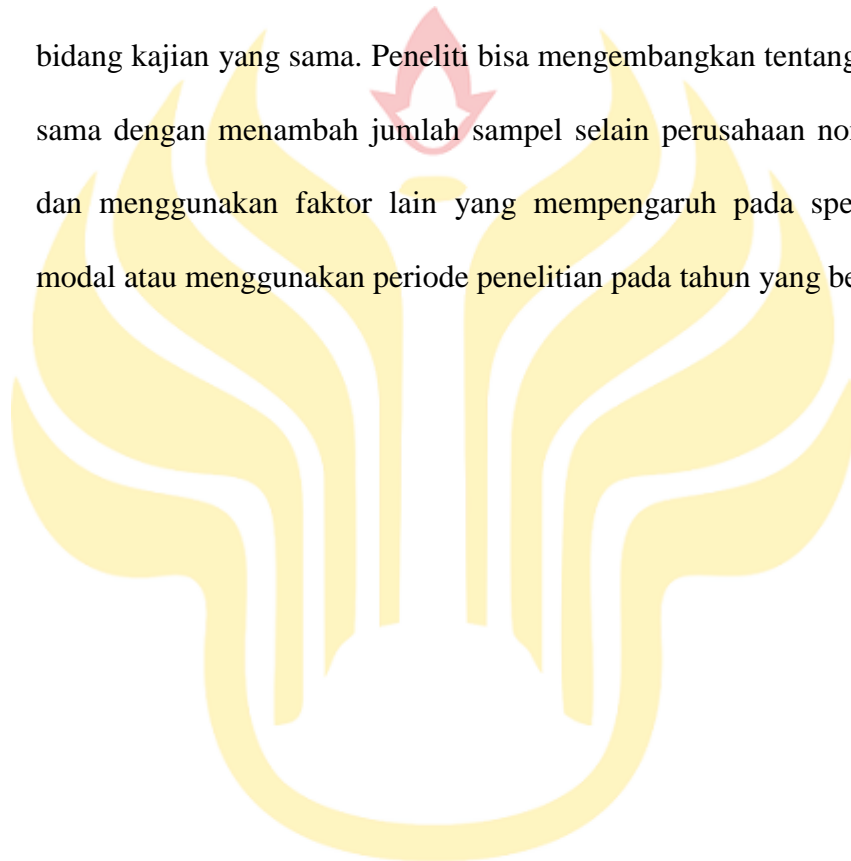
5.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka saran yang diberikan sebagai berikut:

1. Bagi Manajemen Perusahaan, hasil penelitian ini dapat dijadikan pertimbangan bahwa perusahaan di Indonesia untuk mengganti sumber pendanaanya yang awalnya menggunakan hutang dapat digantikan dengan pendanaan lain seperti saham, obligasi atau sumber pendanaan lainnya agar dapat mencapai struktur modal yang optimal.
2. Bagi kreditur dan investor, berdasarkan nilai dari speed struktur modal pada perusahaan pada penelitian ini memiliki hasil yang tidak optimal. Sehingga dapat dijadikan pertimbangan bagi kreditur dan investor untuk lebih selektif dalam memberikan pinjaman ataupun melakukan investasi pada perusahaan yang memiliki nilai speed struktur modal yang tidak

optimal. Kreditur dan Investor seharusnya memilih perusahaan dengan nilai kecepatan penyesuaian struktur modal mendekati 1.

3. Bagi peneliti selanjutnya, hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai referensi tambahan untuk melakukan penelitian lanjutan khususnya di bidang kajian yang sama. Peneliti bisa mengembangkan tentang tema yang sama dengan menambah jumlah sampel selain perusahaan non keuangan dan menggunakan faktor lain yang mempengaruhi pada speed struktur modal atau menggunakan periode penelitian pada tahun yang berbeda.



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

DAFTAR PUSTAKA

- Abdeljawad, I., Mat-nor, F., Ibrahim, I., dan Abdul-rahim, R. (2013). Dynamic Capital Structure Trade-off Theory : Evidence from Malaysia, *International Review of Bussiness Research Papers*, Vol. 9, No. 6, Hal. 102–110.
- Aisjah, Siti. (2009), Strategi Diversifikasi Korporat, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia), *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Vol. 8, No. 1
- Apriada, Kadek dan Suardikha, Made Sadha. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Struktur Modal dan Profitabilitas Pada Nilai Perusahaan, *E-Journal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, Vol. 5, No. 2, Hal. 201–218, ISSN (Online): 2337-3067.
- Ariefianto, Moch. Doddy. (2012). *Ekonometrka: Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan Eviews*. Jakarta: Erlangga.
- Astuti, Febriani Dhian. (2014). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kecepatan Penyesuaian Struktur Modal, Leverage dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan Studi pada Perusahaan Yang Termasuk Dalam Kelompok *Property & Real Estate* Periode Tahun 2004-2013. *Thesis*. Semarang: Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Diponegoro.
- Atmaja, Lukas Setya. (2008). *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: ANDI.
- Banerjee, L., Venkatesh, K., & Hasan, G. (2004). Corporate finance in Europe: Confronting theory and practice. *Financial Management*, 40, 185–211.

- Basuki, Agus Tri. (2014). *Regresi Model PAM, ECM dan Data Panel dengan Eviews 7*. Katalog Dalam Terbitan (KDT). Yogyakarta.
- Baxter, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57, pp.1-32.
- Bouallegui, I. (2006). Capital structure determinants and the new high-tech firm: The critical distinction between fixed and random effect through a static panel data investigation. *Munich Personal RePEc Archive*.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. (2010). *Fundamental of Financial Management*. Ohio: Thomson South-Western.
- Chandra, Teddy. (2008). “Agency Problem” dan Keputusan Struktur Modal: Bagaimana Perusahaan Mengelola Utang dalam Rangka Meningkatkan Produktivitas, Nilai, dan Kinerja. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Vol. 8, No. 1.
- Citro, Veronica D. H. (2014). Pengaruh Determinan Struktur Modal Terhadap *Leverage dan Speed of Adjustment* Industri Pertambangan di Indonesia. *FINESTA*, Vol. 2, No. 1 Hal. 48-55.
- Darminto dan Manurung, Adler H. (2008). Pengujian Teori *Trade-Off* dan *Pecking Order* dengan Satu Model Dinamis pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis*, Vol. 1 No 1 Hal 35 – 52.
- Dewi, Syanti dan Ramli, Ishak. (2016). Struktur Modal Pendekatan Dinamis Perusahaan Otomotif dan Komponenya saat Krisis Global 2008. *Jurnal Ekonomi*, Volume XXI, No. 03 Hal 360-374.
- Dewi, Ayu Sri Mahatma, dan Wirajaya, Ary. (2013). Pengaruh Struktur Modal , Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Pada Nilai Perusahaan, *E-Jurnal*

akuntansi Universitas Udayana, No. 2, Hal. 358–372.

Drobetz, W., & Wanzenried. (2006). What determines the speed of adjustment to the target capital structure. *Applied Financial Economics*, 16(941–958).
<https://doi.org/10.1108/17439131011056242>

Elsas, R., & Florysiak, D. (2011). Heterogeneity in the speed of adjustment toward target leverage. *International Review of Finance*, 11(20), 181–211.
<https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.897>

Falnnery, & Hankins. (2007). Which factors are realiably important?. *Financial Management*, 1–37.

Ferdinand, Agusty. (2014). *Metode Peelitian Manajemen: Pedoman Penelitian Untuk Penulisan Skripsi, Tesis, dan Desertasi Ilmu Manajemen*, semarang: Universitas Diponegoro

Fischer, E., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice : Theory and Tests. *The Journal of Finance*, XLIV(1), 19–40.

Fuady, Misbach. (2013). Pengujian Trade-Off Theory : Apakah Perusahaan Di Indonesia Melakukan Optimalisasi Hutang ?, *Jurnal Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Bisnis dan Perbankan Yogyakarta*, Vol. 12, No. 2, Hal. 13–26, ISSN (Online): 1411-1497

Gaud, J., Hoesli, M., & Bende, A. (2005). An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1), 51–69.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.09.001>

Ghozali, Imam dan Dwi Ratmono. (2013). *Analisis Multivariate dan Ekonometrika (Teori, Konsep Dan Aplikasi Dengan Eviews 8)*, Semarang:

Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.

Graham, J., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187–243.

Gujarati, Damodar N, dan Dawn C. Porter. (2013). *Dasar-dasar ekonometrika*, Edisi 5, Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.

Haryanto, Sugeng. Profitability Identification of National Banking Through Credit, Capital, Capital Structure, Efficiency, and Risk Level. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 7, No. 1 Hal 11-21.

Heshmati, A. (2001). The Dynamics Of Capital Structure : Evidence From Swedish Micro And Small Firms, *Research in Banking and Finance*, Vol. 2, pages 199-241.

Hidayatullah, I. A., dan Witiastuti, R. S. (2017). Pengaruh Karakteristik Perusahaan , Optimal Leverage , Dan Speed Of Adjustment Terhadap Struktur Modal Dengan Pendekatan Dinamis Abstrak. *Management Analysis Journal*, 1–18.

Horne, & Wachowicz. (2005). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, (46). <https://doi.org/10.1108/NBRI-12-2015-0033>

Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The Debt-Equity Choice. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1–24.

Indriani, Astiwi dan Widyarti, Endang Tri. (2013). Penentu-Penentu Struktur Modal Perusahaan yang Sahamnya masuk Jakarta Islamic Index, *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 4, No. 1, Hal. 59–68.

Jalilvand, & Harris, M. (1984). The theory of capital structure. *The Journal of*

Finance, 43.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 30–60.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 4, Hal. 911–922.

Maftukhah, Ida. (2013). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kinerja Keuangan Sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 4, No. 1, 2013, pp; 69-81.

Mazur, Kinga. (2007). “ The Determinan of Capital Structure Choice: Evidence From Polish Companies”. *Internasional Advances in Economic Research*, Vol. 13, No. 4, pp. 495-514.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The American economic. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.

Murhadi, Werner R. (2011). Determinan Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 13, No. 2, Hal. 91-98.

Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 31, 187–224.

Nirmala, Aulia. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan dan Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan Manufaktur di Indonesia (Perspektif Pecking Order Theory), *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Vol. 36.

- Nisak, N. K., dan Ardiansari, Anindya. (2016). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Dan Harga Saham Pada Perusahaan yang Tergabung dalam LQ 45 Periode Tahun 2011-2013, *Management Analysis Journal*, Vol. 5, No. 2, Hal. 88–95.
- Nosita, Firda. (2012). Struktur Modal Optimal dan Kecepatan Penyesuaian: Studi Empiris Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, Vol. 20, No. 3 Hal 305-324.
- Nugroho, Nur Cahyo. (2014). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan dan Umur Perusahaan Terhadap Struktur Modal Usaha Mikro Kecil dan Menengah Kerajinan Kuningan di Kabupaten Pati. *Management Analysis Journal*, Vol. 3, No. 2, Hal. 6–10.
- Oktavianie, Windy. (2011). Analisis Pengaruh Struktur Aset, Tingkat Pertumbuhan Pasar, Tingkat Profitabilitas, Tingkat Likuiditas, Dan Non-Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal Perusahaan: Studi Empiris Perusahaan Minyak dan Gas Bumi Periode 2007-2010. *Skripsi*, Depok: Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
- Putri, Meidera Elsa Dwi. (2012). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Makanan dan Minuman yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Manajemen* , Vol. 1, No. 1, Hal. 1–10.
- Priyanto, Duwi, (2009). *SPSS untuk Analisis Korelasi, Regresi, dan Multivariate*. Yogyakarta: Gava Media.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some

evidence from international data. *Journal of Finance*, 7(1).

Ridloah, Siti. (2010). Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empirik pada Perusahaan Multifinansial. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 1, No. 2, Hal. 144–153.

Riyantina dan Ardiansari, Anindya. (2017). The Determinan of Capital Structure on Consumer Goods Company Period 2011-2014. *Management Analysis Journal*, Vol. 6, No. 1.

Riyanto, Bambang. (2008). *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*, (Edisi 4). Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

Said, H. (2012). Capital structure determinants: New evidence from france panel data. *International Journal of Business and Management*, 7(1).
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.009>

Sanusi, Anwar. (2011). *Metodelogi Penelitian Bisnis*. Cetakan Kelima. Jakarta: Salemba Empat.

Sari, D. H., Djazuli, A., dan Aisjah, S. (2012). Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia), *Universtas Brawijaya*, No. 66, ISSN (Online): 1693-5241 .

Sari, Devi V., dan Haryanto, A. Mulyo. (2013). Pengaruh profitabilitas, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan likuiditas, terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di bursa efek indonesia tahun 2008-2010. *Diponegoro Journal of Mangement*, Vol. 2, No. 3, Hal. 1-11, ISSN (Online): 2337-3792.

- Sarwono, Jonathan. (2006). *Metode Penelitian Kuantitatif dan Kualitatif*.
Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Sitorus, Palti Marulitua. (2013). Struktur Modal Optimal Pada Perusahaan Telekomunikasi Indonesia, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 17, No. 3, Hal. 400–406.
- Utomo, Prastyo. (2013). Pengaruh Variabel Fundamental terhadap Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Tekstil yang Go-Public di Indonesia), *Jurnal Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya*, No. 11.
- Wahyuni, Sri. (2013). Efek Struktur Modal Terhadap Profitabilitas Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia, *Management Analysis Journal*, Vol. 1, No. 2.
- Warmana, G. Oka. dan Widyana, I. Wayan. (2014). Determinan dan Kecepatan Penyesuaian Struktur Modal Perusahaan Pada Sektor Pertanian Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Pertanian Berbasis Keseimbangan Ekosistem*, Universitas Mahasaraswati Denpasar.
- Weston, & Copeland. (1995). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *Journal of Financial Research*, 22, 161–187.
- Widodo, Muh. (2012). Pengaruh Tangibility , Profitabilitas , Pertumbuhan Perusahaan , Non Debt Tax Shields , Cash Holding dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI Tahun 2010-2012), *Jurnal Manajemen*, No. 66, Hal 143–150.

- Yulianto, A. (2013). Keputusan Struktur Modal dan Kebijakan Dividen Sebagai Mekanisme Mengurangi Masalah Keagenan, *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(2), 161–179.
- Yulianto, A., Suseno, D. A., dan Widiyanto. (2015). Testing Pecking Order Theory and Trade off Theory Models in Public Companies in Indonesia, *Handbook on Bussines Strategy and Social Sciences*, Vol. 3, Hal. 13–18. <https://doi.org/10.18488/picbsss.3/2015.3/3.13.18>
- Yulianto, A., Kiswanto, Widiyanto, dan Yulianto, A. (2014). Linear and Non-linear Approaches in Testing Managerial Ownership on the Firm Value: Evidence Indonesian Firms. *IOSR Journal of Bussines and Management*, 16(9), 1–5.