



**PENGARUH FLEKSIBILITAS KEUANGAN, STRUKTUR
ASET, UKURAN PERUSAHAAN, PROFITABILITAS DAN
RISIKO BISNIS TERHADAP STRUKTUR MODAL**
(Studi Pada Perusahaan Sektor *Property, Real Estate* dan *Building
Construction* yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2018)

SKRIPSI

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

**Oleh
Sari Fitri Fatimah
NIM 7311416084**

**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG**

2020

PESETUJUAN PEMBIMBING

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

Hari: Rabu

Tanggal: 22 Juli 2020

Mengetahui,

Ketua Jurusan Manajemen



Dorojatun Prihandono, S.E., M.M., Ph.D.
NIP. 197311092005011001

Pembimbing

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized cursive letters.

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

PENGESAHAN KELULUSAN

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

Hari : Selasa

Tanggal : 11 Agustus 2020

Penguji I



Dr. Dwi Cahyaningdyah, S.E., M.Si.
NIP. 197504042006042001

Penguji II



Andhi Wijayanto, S.E., M.M.
NIP. 198306172008121003

Penguji III



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

Mengetahui,
Dekan Fakultas Ekonomi



UNNES
FAKULTAS EKONOMI

Drs. Heri Yanto, M.BA., Ph.D.
NIP. 196307181987021001

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Sari Fitri Fatimah

NIM : 7311416084

Tempat, Tanggal Lahir : Semarang, 17 September 1998

Alamat : Jalan Bugen Syuhada III, Tlogosari Kulon, Kec.
Pedurungan Kota Semarang.

Menyatakan bahwa yang tertulis dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian ataupun seluruhnya. Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila dikemudian hari terbukti skripsi ini adalah jiplakan dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang, Agustus 2020



Sari Fitri Fatimah
NIM. 7311416084

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO:

“Barangsiapa yang menginginkan (kebahagiaan) dunia, maka hendaknya dengan ilmu. Dan barangsiapa yang menginginkan (kebahagiaan) akhirat, maka hendaknya dengan ilmu. Dan barangsiapa yang menginginkan (kebahagiaan) dunia akhirat, maka hendaknya dengan ilmu.” (al-Imam asy-Syafi’i rahimahullah, 2:139)

“What ever that may come, just need to do well, doing all you can and give your best, be nice to ourselves, to people around us. Because we are given only once chance. We only live once. ”

(Sari Fitri F.)

PERSEMBAHAN

Skripsi ini dipersembahkan kepada:

1. Kedua orang tua tercinta dan adikku.
2. Almamater UNNES.

PRAKATA

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengaruh Faktor Fleksibilitas Keuangan, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor *Property, Real Estate* dan *Building Construction* yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2018)”.

Penulisan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan program studi strata satu (S1), untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang. Penyusunan skripsi ini tidak akan terselesaikan tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, oleh karena itu, disamping rasa bersyukur yang tak terhingga atas nikmat yang telah diberikan oleh Allah SWT, penulis juga menyampaikan rasa terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada:

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M.Hum, Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memeberikan kesempatan untuk menyelesaikan studi di Universitas Negeri Semarang.
2. Drs. Heri Yanto, M.B.A., Ph.D., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memeberikan kesempatan untuk mengikuti program S1 di Fakultas Ekonomi.
3. Dorojatun Prihandono, S.E., M.M., Ph.D. Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan fasilitas dan layanan selama masa studi.

4. Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M., dosen pembimbing yang telah memberikan semangat, arahan, dan telah membimbing penulis dengan penuh kesabaran dan ketelitian dalam penyelesaian skripsi.
5. Segenap Bapak/Ibu Dosen dan Karyawan Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi yang telah memberikan ilmu bermanfaat selama masa perkuliahan serta kemudahan dalam hal administrasi maupun sarana dan prasarana selama masa perkuliahan hingga dalam penyusunan skripsi ini.
6. Kedua orang tua yang saya sayangi dan kasihi yang tidak berhenti memberikan doa dan dukungan moral maupun materiil dengan ikhlas dan penuh kasih sayang selama masa perkuliahan hingga penyusunan skripsi.
7. Saudaraku tercinta Ramadhan Ar Rasyid, serta segenap keluarga yang telah memberikan doa serta dukungan selama penyusunan skripsi.
8. Temanku Labib Falah, Unzilla Ainun, Mila Oktavia, Eri Kholifah, Andi Ramadhan, Dimas W. dan Sintia Y. yang telah memberikan bantuan berupa ilmu pengetahuan, dukungan serta motivasi dalam proses penelitian skripsi.
9. Teman-teman Duta Fakultas Ekonomi dan Duta Unnes yang telah kebersamai di forum dan organisasi selama masa perkuliahan.
10. Sahabat dan teman-teman Jurusan Manajemen angkatan 2016 Fakultas Ekonomi.
11. Seluruh pihak yang tidak bisa saya sebutkan satu-persatu yang turut membantu kelancaran penyelesaian skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa terdapat banyak kekurangan, sehingga pihak pembaca dapat memberikan saran yang membangun agar kekurangan dapat

diperbaiki. Akhirnya penulis berharap semoga skripsi ini dapat berguna untuk menerapkan ilmu ekonomi khususnya bidang manajemen keuangan di masa yang akan datang.

Semarang, Agustus 2020

Penulis

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized, cursive letters that appear to be 'SFF'.

Sari Fitri Fatimah
NIM. 7311416084

SARI

Fatimah, Sari Fitri. 2020. “Pengaruh Fleksibilitas Keuangan, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal : Studi Kasus Pada Perusahaan *Property, Real Estate* dan *Building Construction* Periode Tahun 2009-2018”. Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing: Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.

Kata kunci : Fleksibilitas Keuangan, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Risiko Bisnis, Struktur Modal.

Keputusan dalam penentuan struktur modal merupakan hal mendasar yang dilakukan oleh perusahaan dalam menemukan kombinasi sumber dana yang tepat bagi perusahaan. Struktur modal menjadi bagian penting pihak manajemen karena menunjukkan kondisi keuangan perusahaan, baik buruknya struktur modal perusahaan akan mempunyai dampak secara langsung terhadap posisi finansial perusahaan. Penelitian ini dimaksudkan untuk membuktikan pengaruh variabel fleksibilitas keuangan, struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas dan risiko bisnis terhadap struktur modal.

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan data sekunder. Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan sektor *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di BEI periode tahun 2009-2018. Jumlah sampel yang digunakan adalah 28 perusahaan dengan metode *purposive sampling*. Variabel fleksibilitas keuangan, struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas dan risiko bisnis dianalisis dengan regresi berganda untuk menguji pengaruhnya terhadap struktur modal.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal, sedangkan profitabilitas dan risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, namun struktur aset dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Manajemen perusahaan diharapkan dapat memperhatikan variabel-variabel yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal tersebut, sebagai pertimbangan perusahaan dalam memperoleh dana dan sebagai penyesuaian hutang ke arah optimalnya. Saran pada penelitian selanjutnya, sebaiknya peneliti menambah jumlah sampel data baik jumlah perusahaan maupun tahun pengamatan, penelitian dapat dilakukan juga terhadap jenis-jenis industri lain dan menggunakan variabel-variabel lain.

ABSTRACT

Fatimah, Sari Fitri. 2020. "The Influence of Financial Flexibility, Asset Structure, Firm Size, Profitability and Business Risk to The Capital Structure: Case Study on Property, Real Estate and Building Construction Companies Period 2009-2018". Thesis. Management Departement. Faculty of Economics. Universitas Negeri Semarang. Supervisor: Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.

Keywords: Financial Flexibility, Asset Structure, Firm Size, Profitability, Business Risk, Capital Structure.

The decision of determining the capital structure is a fundamental thing for company to finding the right combination of funding sources. Capital structure is an important part of the management because it shows the financial condition of the company, the right or not the company's choice capital structure will have a direct impact on the company's financial position. This study is intended to prove the effect of financial flexibility, asset structure, firm size, profitability and business risk variables on capital structure.

This type of research is quantitative research with secondary data. The population in this study are property, real estate and building construction companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the period 2009-2018. The number of samples used were 28 companies with a purposive sampling method. Variables of financial flexibility, asset structure, company size, profitability and business risk are analyzed with multiple regression to test their effect on capital structure.

The results on this study indicate that financial flexibility has a insignificant negative effect on capital structure, while profitability and business risk have a significant negative effect on capital structure, but asset structure and size of the company have a significant positive effect on capital structure.

The company's management is expected to pay attention to the variables that have a significant effect on the capital structure, as a consideration of the company in obtaining funds and as an adjustment to debt in its optimal direction. Suggestions for further research, researchers should increase the number of data samples both the number of companies and years of observation, research can also be carried out on other types of industries and use other variables.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
PESETUJUAN PEMBIMBING	i
PENGESAHAN KELULUSAN.....	ii
PERNYATAAN	iii
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	iv
PRAKATA	v
SARI	viii
<i>ABSTRACT</i>	ix
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Identifikasi Masalah	18
1.3 Cakupan Masalah	20
1.4 Rumusan Masalah	21
1.5 Tujuan Penelitian	22
1.6 Kegunaan Penelitian.....	23
1.6.1 Kegunaan Teoritis	23
1.6.2 Kegunaan Praktis	23
1.7 Orisinalitas Penelitian.....	24
KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN.....	26
2.1 Kajian Teori Utama.....	26

2.1.1 <i>Pecking Order Theory</i>	26
2.1.2 <i>Trade of Theory</i>	31
2.2 Kajian Variabel Penelitian.....	34
2.2.1 Struktur Modal	34
2.2.2 <i>Financial Flexibility</i>	38
2.2.3 <i>Asset Structure</i>	40
2.2.4 <i>Firm Size</i>	41
2.2.5 <i>Profitability</i>	42
2.2.6 <i>Business Risk</i>	45
2.3 Kajian Penelitian Terdahulu	48
2.4 Kerangka Berpikir	57
2.4.1 Pengembangan Hipotesis.....	57
2.4.1.1 Pengaruh <i>Financial Flexibility</i> terhadap Struktur Modal.....	57
2.4.1.2 Pengaruh <i>Asset Structure</i> terhadap Struktur Modal.....	58
2.4.1.3 Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap Struktur Modal	59
2.4.1.4 Pengaruh <i>Profitability</i> terhadap Struktur Modal	60
2.4.1.5 Pengaruh <i>Business Risk</i> terhadap Struktur Modal	61
2.5 Hipotesis Penelitian.....	63
METODE PENELITIAN	64
3.1 Jenis dan Desain Penelitian	64
3.2 Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel	65
3.2.1 Populasi	65
3.2.2 Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel	65
3.3 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel	66
3.3.1 Variabel Penelitian	66

3.3.1.1	Variabel Dependen.....	66
3.3.1.2	Variabel Independen	67
3.4	Teknik Pengumpulan Data	72
3.5	Teknik Pengolahan dan Analisis Data.....	72
3.5.1	Statistik Deskriptif	72
3.5.2	Pemilihan Model Estimasi Data Panel	73
3.5.2.1	Pendekatan Model Estimasi Data Panel	73
3.5.2.2	Pemilihan Model Estimasi Data Panel	75
3.5.2.3	Pemilihan Model Terbaik	77
3.5.3	Uji Asumsi Klasik	78
3.5.3.1	Uji Normalitas.....	78
3.5.3.2	Uji Multikolinearitas	79
3.5.3.3	Uji Heteroskedastisitas	80
3.5.3.4	Uji Autokorelasi.....	81
3.5.4	Uji <i>Goodness of Fit</i>	82
3.5.4.1	Koefisien Determinasi (R^2)	83
3.5.4.2	Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)	84
3.5.5	Uji Hipotesis	85
3.5.5.1	Analisis Regresi Data Panel	85
3.5.5.2	Pengujian Hipotesis (Uji Statistik t).....	86
HASIL DAN PEMBAHASAN		87
4.1	Hasil Penelitian	87
4.1.1	Deskripsi Objek Penelitian	87
4.1.2	Analisis Statistik Deskriptif	87
4.1.3	Pemilihan Model Estimasi Data Panel	90

4.1.3.1	<i>Chow Test</i>	90
4.1.3.2	<i>Hausman Test</i>	91
4.1.3.3	Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	92
4.1.4	Uji Asumsi Klasik	93
4.1.4.1	Uji Normalitas.....	93
4.1.4.2	Uji Multikolinearitas	95
4.1.4.3	Uji Heteroskedastisitas	96
4.1.4.4	Uji Autokorelasi.....	97
4.1.5	Uji <i>Goodnes of Fit</i>	99
4.1.5.1	Koefisien Determinasi (R^2)	99
4.1.5.2	Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)	100
4.1.6	Analisis Regresi Random Effect Model.....	101
4.1.7	Uji Hipotesis	109
4.2	Pembahasan	111
4.2.1	Pengaruh <i>Financial Flexibility</i> terhadap Struktur Modal.....	111
4.2.2	Pengaruh <i>Asset Structure</i> terhadap Struktur Modal.....	113
4.2.3	Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap Struktur Modal	115
4.2.4	Pengaruh <i>Profitability</i> terhadap Struktur Modal	117
4.2.5	Pengaruh <i>Business Risk</i> terhadap Struktur Modal	119
SIMPULAN DAN SARAN		121
5.1	Simpulan.....	121
5.2	Saran.....	122
DAFTAR PUSTAKA		127
LAMPIRAN		132

DAFTAR TABEL

Tabel 1. 1 Research Gap	16
Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu.....	48
Tabel 3. 1 Kriteria Pengambilan Sampel	66
Tabel 3. 2 Definisi Operasional Variabel.....	70
Tabel 3. 3 Keputusan Uji Durbin-Watson.....	82
Tabel 4. 1 Hasil Statistik Deskriptif Variabel Penelitian Perusahaan Property, Real Estate dan Building Construction 2009-2018	88
Tabel 4. 2 Hasil Uji Chow.....	91
Tabel 4. 3 Hasil Uji Hausman	92
Tabel 4. 4 Hasil Uji Lagrange Multiplier	93
Tabel 4. 5 Hasil Uji Multikolinearitas	95
Tabel 4. 6 Hasil Uji Heterokedastisitas.....	97
Tabel 4. 7 Hasil Uji Autokorelasi.....	98
Tabel 4. 8 Hasil Uji Koefisien Determinasi	99
Tabel 4. 9 Output Uji F-Statistik	100
Tabel 4. 10 Hasil Uji Regresi Random Effect Model.....	101
Tabel 4. 11 Intersep Perusahaan Property, Real Estate dan Building Construction	103
Tabel 4. 12 Hasil Uji Hipotesis (Uji t).....	110
Tabel 4. 13 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis (Uji t).....	111

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Grafik Pertumbuhan PDB Sektor <i>Property, Real Estate</i> dan <i>Building Construction</i>	12
Gambar 1. 2 Rata-Rata Kenaikan/Penurunan Hutang Perusahaan <i>Property, Real Estate</i> dan <i>Building Construction</i> yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2009-2018.....	13
Gambar 2. 1 Kerangka Berpikir	62

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Sampel Perusahaan <i>Property, Real Estate</i> dan <i>Building Construction</i> 2009-2018.....	133
Lampiran 2 Data Sampel.....	135
Lampiran 3 Data Setelah Dieliminasi Outlier	143
Lampiran 4 Output Uji Statistik Deskriptif.....	148
Lampiran 5 <i>Output Uji Chow</i>	149
Lampiran 6 Output Uji Hausman	150
Lampiran 7 Output Uji Lagrange Multiplier	151
Lampiran 8 Output Uji Normalitas	152
Lampiran 9 Output Uji Multikolinearitas	153
Lampiran 10 Output Uji Heterokedastisitas.....	154
Lampiran 11 Output Uji Autokorelasi	155
Lampiran 12 Output Koreksi Uji Autokorelasi (Menambah Lag Variabel Terikat)	156
Lampiran 13 Effect Cross-Section Random Effect Model Pada Perusahaan	157

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Setiap perusahaan memiliki tujuan untuk memaksimalkan keuntungan sesuai dengan harapan para *stakeholders*. Tujuan tersebut dapat dicapai dengan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan diperlukan adanya biaya modal untuk terlaksananya kegiatan operasional perusahaan. Ketersediaan modal untuk operasional dan pengembangan bisnis diperlukan untuk menjamin keberlangsungan usaha. Perusahaan harus mampu menentukan besarnya biaya modal untuk memenuhi atau membiayai bisnisnya. Struktur modal menjadi bagian penting pihak manajemen karena menunjukkan kondisi keuangan perusahaan. Keputusan dalam penentuan struktur modal adalah hal mendasar yang dilakukan oleh perusahaan dalam menemukan kombinasi sumber dana yang tepat untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Sawir, 2004).

Pemilihan kombinasi yang tepat dalam penentuan struktur modal akan mampu untuk mengoptimal nilai perusahaan. Struktur modal yang tepat akan menjadi dasar kuat keuangan perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. Permasalahan yang akan dihadapi perusahaan pada keputusan struktur modal yaitu bagaimana sumber dana akan diperoleh. Perusahaan akan menentukan sumber dana yang berasal dari dalam maupun sumber dana yang berasal dari luar perusahaan. Sumber dana yang digunakan dalam kegiatan operasional perusahaan dapat diperoleh melalui

modal ekuitas atau hutang maupun kombinasi keduanya (Brigham & Houston, 2011).

Menurut Sharma, (2015) struktur modal menurut sifatnya ada dua, yaitu pendanaan yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Pendanaan dari dalam itu berupa laba ditahan (*retained earning*) dan pendanaan dari luar berupa pinjaman hutang (*debt*) maupun surat berharga melalui pasar modal. Komposisi yang diambil oleh perusahaan dalam penentuan struktur modal sangat penting, karena akan berpengaruh pada beban perusahaan di masa yang akan datang. Keputusan yang nantinya dihasilkan oleh manajer keuangan mengenai sumber perolehan dana bertujuan untuk mengetahui seberapa besar hutang yang akan digunakan oleh perusahaan (Hapsari, 2010).

Menurut Thesarani, (2017) penentuan struktur modal yang tepat dan optimal, maka perusahaan dapat berjalan efektif dan efisien, karena komposisi yang tepat dapat meminimalkan biaya modal. Perusahaan dapat memilih penggunaan sumber dana baik dari *internal* maupun *eksternal* dengan mempertimbangkan biaya modal yang akan dikeluarkan. Biaya modal yang rendah maka keuntungan perusahaan akan semakin tinggi. Tujuan perusahaan dalam mencapai komposisi yang tepat yaitu tidak menimbulkan kerugian serta dapat meminimalkan jumlah biaya modal, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Brealey, et al. 2011).

Nisak dan Ardiansari, (2016) menyatakan bahwa tugas manajer keuangan yaitu bisa menentukan sumber pendanaan yang tepat digunakan dalam kegiatan investasi dan operasional perusahaan. Seorang manajer

keuangan mengoptimalkan penyusunan struktur modal yang tepat baik melalui alokasi berupa modal yang berasal dari *internal* maupun *eksternal* perusahaan. Menurut Sofat dan Singh, (2017) pengambilan keputusan yang tepat, maka perusahaan tidak akan mengalami risiko kerugian, karena struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang memperhatikan risiko dalam pengambilannya. Manajer dalam memutuskan penggunaan hutang, maka biaya modal yang muncul adalah biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur, sedangkan apabila manajer menggunakan biaya dari sumber internal maka akan timbul *opportunity cost* dari dana internal yang digunakan (Alipour, et al. 2015).

Brigham dan Houston (2011) menyatakan bahwa pengambilan keputusan struktur modal yang optimal dengan cara menentukan sasaran struktur modalnya (*target capital structure*). Menurut Wirjawan (2015) komposisi struktur modal optimal penggunaan hutang dan ekuitas secara ideal yang dapat menyeimbangkan nilai perusahaan dan biaya atas struktur modalnya. Seiring berjalannya waktu struktur modal yang optimal dapat berubah, sehingga berpengaruh terhadap biaya modal (*weighted average cost of capital*). Menurut Widodo, dkk (2014) struktur modal yang optimal memiliki biaya rata-rata tertimbang rendah. Sedangkan, menurut Brigham dan Houston (2006:48) struktur modal optimal merupakan kondisi kombinasi hutang dan ekuitas pada struktur modal perusahaan yang akan memaksimalkan harga saham.

Pengambilan keputusan struktur modal merupakan bentuk keputusan yang penting bagi perusahaan, karena baik buruknya keputusan struktur modal yang diambil oleh perusahaan akan memiliki dampak secara langsung terhadap kondisi finansial perusahaan (Riyanto, 2012:296). Selain itu, menurut Alipour, et al. (2015) pengambilan keputusan dalam struktur modal sangat penting bagi perusahaan, karena keputusan yang salah akan menyebabkan *financial distress* hingga kebangkrutan. Oleh karena itu dalam penetapan struktur modal perusahaan perlu mempertimbangkan berbagai faktor yang mempengaruhinya.

Menurut Alipour, et al.(2015), faktor - faktor yang mempengaruhi struktur modal seperti *effective tax rate, firm size, liquidity, financial flexibility, share price performance, assets structure, growth opportunities, risk, profitability, asset utilization ratio* dan *ownership structure*. Selain itu, Sofat dan Singh (2017) menyebutkan terdapat empat faktor yang mempengaruhi pengambilan keputusan struktur modal, yaitu *business risk, firm size, profitability* dan *asset structure*. Selanjutnya, menurut Chandra, et al.(2019) struktur modal dapat diukur melalui *leverage*, terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal seperti, *firm size, growth, profitability, growth opportunities, tangibility of assets, liquidity, volatility* dan *uniqueness*. Menurut Brigham dan Houston (2011) terdapat beberapa faktor-faktor yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan struktur modal, diantaranya *financial flexibility, asset structure, firm size, liquidity, profitability*, dan *growth*.

Struktur modal dapat dipengaruhi oleh faktor *financial flexibility*, karena faktor ini melihat kemampuan perusahaan dalam melakukan tindakan-tindakan yang efektif berkaitan dengan waktu dan jumlah aliran kas (Rapp, et al. 2014). Perusahaan dengan tingkat fleksibilitas yang tinggi apabila ada tantangan kebutuhan yang tak terduga maka perusahaan dapat mengatasi dan mengambil kesempatan yang ada (Murti, 2016). Keputusan yang diambil oleh perusahaan dalam strategi bisnisnya sangat penting dengan melihat fleksibilitas keuangannya, dengan fleksibilitas yang tinggi maka perusahaan akan memiliki dampak yang sangat kecil terhadap risiko krisis (Bancel & Mitoo, 2011).

Menurut Rapp et al, (2014) keputusan struktur modal yang diambil oleh manajer keuangan dapat dipengaruhi oleh fleksibilitas keuangan, semakin kecil fleksibilitas keuangan yang dimiliki oleh perusahaan maka akan semakin tinggi tingkat hutang yang diambil oleh perusahaan selaras dengan *pecking order* teori. Menurut Alipour, et al. (2015) perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi memberikan dampak yang tidak fleksibel, karena keterbatasan kas yang dimiliki perusahaan untuk membayar hutang. Perusahaan dengan tingkat fleksibilitas yang tinggi tidak ragu untuk meningkatkan modalnya.

Menurut Alipour, (2015) perusahaan pada kondisi penjualan atau pendapatan yang meningkat, maka fleksibilitasnya akan tinggi sehingga mengurangi penggunaan hutang. Kondisi perusahaan dengan tingkat hutang yang rendah, maka semakin besar tingkat fleksibilitas yang dimiliki oleh

perusahaan. Penelitian Murti, et al. (2016) menggunakan rasio cakupan utang tunai (*cash debt coverage ratio*) menunjukkan informasi mengenai fleksibilitas keuangan. Rasio ini dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk membayar kembali kewajibannya dengan kas bersih yang disediakan oleh aktivitas operasi tanpa harus melikuidasi aktiva (Hanafi dan Halim, 2009). Penelitian Alipour, et al. (2015) dan Rapp, et al. (2014) memberikan hasil bahwa perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang tinggi akan memiliki tingkat hutang yang rendah. Sedangkan, penelitian yang dilakukan oleh Anderson dan Carverhill (2012) memberikan hasil bahwa semakin tinggi tingkat fleksibilitas keuangan, akan meningkatkan tingkat hutang perusahaan.

Menurut Sofat dan Singh, (2017) *Asset structure* dapat mempengaruhi pengambilan keputusan struktur modal, struktur aset dapat dilihat dengan jumlah *tangible assets* yang dimiliki perusahaan, *tangible assets* dengan jumlah lebih besar akan lebih mudah untuk mendapatkan sumber dana dari pihak luar dibandingkan dengan perusahaan yang nilai *tangible assets*nya masih rendah. Struktur aset dapat dilihat dengan perbandingan total aktiva tetap dengan jumlah keseluruhan total aset yang dimiliki perusahaan (Riyanto, 2008:22).

Perusahaan dengan *tangible assets* yang besar dapat dipercaya oleh para kreditur dengan kesanggupan dalam pembayaran hutang (Alipour, et al. 2015). Hal ini selaras dengan *Trade off* teori bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal. Penelitian sebelumnya menemukan hasil

bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal (Alipour, et al 2015 ; Sofat & Singh, 2017; Santika & Sudiyanto 2011). Sementara itu, penelitian lain memberikan hasil bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Vo, 2017 ; Kartika, 2016).

Menurut Sofat dan Singh, (2017) struktur modal juga dipengaruhi oleh *firm size*, selaras dengan *trade off* teori perusahaan dengan ukuran yang semakin besar, maka hutang yang akan diambil perusahaan semakin besar. *Firm size* dapat dilihat dengan menggunakan besar kecilnya total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan, selain itu dapat dilihat melalui total penjualannya atau rata-rata tingkat aktiva dan rata-rata tingkat penjualannya (Seftianne & Handayani, 2011). Sehingga pada penelitian ini menggunakan proksi ukuran perusahaan dengan besar kecilnya total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, dana yang dibutuhkan akan semakin besar untuk menjalankan kegiatan operasionalnya.

Ukuran perusahaan yang besar akan lebih mudah mendapatkan sumber dana dari pihak luar dibandingkan perusahaan ukuran kecil dengan melihat faktor kesanggupan dan tingkat risiko (Sofat & Singh, 2017). Hal ini selaras dengan penelitian Chandra, et al. (2019) ; Dewi dan Ramli (2016), bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dengan struktur modal. Berbeda dengan hasil penelitian Alipour, et al. (2015) ; Sofat dan Singh (2017) ; Indriani dan Widyarti (2013), ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Penggunaan *profitability* merupakan faktor penting dalam menentukan struktur modal. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan mendapatkan laba ditahan yang semakin besar, yang nantinya akan digunakan kembali sebagai modal perusahaan (Sofat & Singh, 2017). Sesuai dengan *pecking order theory* bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan yang berasal dari internal perusahaan berupa laba ditahan dibandingkan dengan eksternal perusahaan. *Profitability* merupakan rasio untuk melihat kemampuan sebuah perusahaan dalam memperoleh laba baik dalam penjualan aset maupun modal sendiri (Nuswandari, 2013).

Pada penelitian ini rasio profitabilitas diproksikan dengan menggunakan *return on asset* (ROA). Peningkatan ROA akan meningkatkan laba ditahan sehingga dapat digunakan sebagai sumber dana perusahaan dan rasio hutang akan menurun (Indriani & Widyarti, 2013). Penelitian yang dilakukan oleh Sofat dan Singh (2017) ; Alipour, et al (2015), membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Akan tetapi, penelitian Nugroho (2014) ; Liang, et al. (2014) membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Menurut Sofat dan Singh, (2017) struktur modal dapat dipengaruhi oleh faktor *business risk*. Risiko merupakan ketidakpastian dari suatu pengembalian investasi. Risiko bisnis muncul akibat volatilitas laba atau tingkat *return* yang tidak pasti yang dihadapi oleh perusahaan (Chandra, 2017). Sehingga pada proksi risiko bisnis dapat dihitung melalui volatilitas laba yang didapatkan oleh perusahaan. Ketidakpastian akan *return* tersebut

berakibat terhadap risiko bisnis perusahaan yang berubah-ubah maupun keputusan struktur modal yang dihasilkan (Hapsari, 2010). Risiko bisnis merupakan risiko yang dihadapi oleh perusahaan apabila tidak mampu dalam mengelola biaya operasional (Gitman & Zutter, 2012). Risiko bisnis yang muncul akan berpengaruh terhadap risiko kebangkrutan pada perusahaan. Perusahaan dengan tingkat volatilitas yang tinggi akan cenderung untuk mengurangi tingkat hutangnya (Alipour, et al. 2015).

Menurut Nuswandari, (2013) perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki risiko bisnis lebih rendah. Hal ini selaras dengan *pecking order theory* bahwa perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan mengurangi hutang untuk menghindari adanya kemungkinan kebangkrutan. Menurut (Alipour, et al. 2015) pengukuran terhadap risiko bisnis dapat dilakukan dengan menggunakan standar deviasi dari keuntungan atau laba perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Alipour, et al. (2015) dan Nuswandari (2013) membuktikan bahwa *business risk* berpengaruh negatif dengan struktur modal. Penelitian oleh Sofat dan Singh (2017) dan Dewi (2014) menemukan hasil yang berbeda yaitu *business risk* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

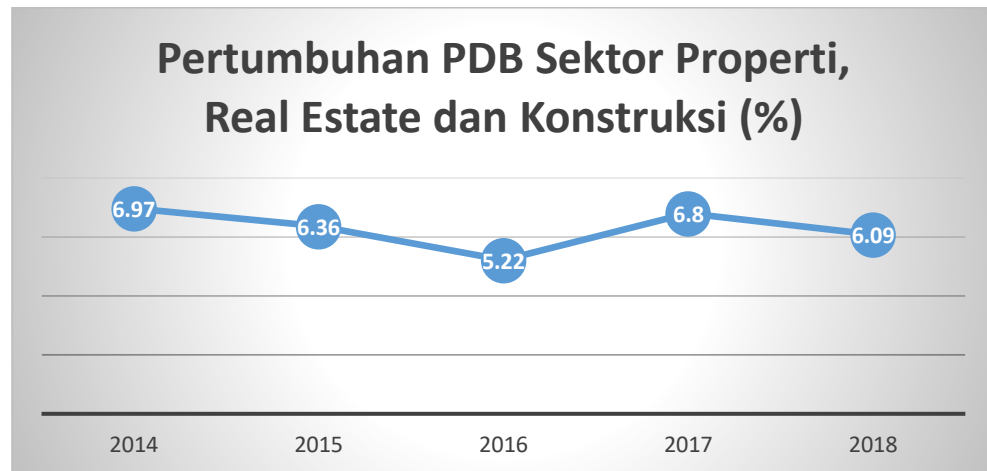
Berdasarkan *Pecking Order Theory*, menurut Myers (1984) perusahaan lebih menyukai untuk menggunakan sumber dana dari dalam perusahaan (internal) terlebih dahulu, kemudian menggunakan sumber pendanaan dari luar perusahaan (eksternal). Asimetri informasi mempengaruhi pengambilan

sumber dana dari luar sehingga manajer lebih menyukai pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan. Asimetri informasi akan mengeluarkan biaya eksplisit dan akan mengurangi margin yang didapatkan oleh perusahaan (Gomez, et al. 2014). Penggunaan sumber dana dari internal perusahaan akan mengurangi risiko perusahaan, karena perusahaan cenderung menggunakan laba ditahan dibandingkan dengan hutang, sehingga perusahaan tidak harus membayarkan kewajiban hutang maupun memberikan dividen kepada pemegang saham (Alipour, et al. 2015).

Trade Off Theory menurut Jensen dan Meckling (1976), perusahaan dapat menggunakan hutang dengan melihat manfaat dari pendanaan itu sendiri, karena hutang dapat mengurangi pajak perusahaan. Perusahaan akan menggunakan hutang dengan menyeimbangkan dan mengoptimalkan penggunaan hutangnya dengan tujuan agar menguntungkan bagi perusahaan. Perusahaan dengan kondisi menguntungkan akan memanfaatkan dan mengoptimalkan hutang perusahaan sesuai dengan target perusahaan. Perusahaan akan menyeimbangkan manfaat dari adanya pendanaan dengan utang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi (Brigham & Houston, 2011). Hal tersebut bertujuan perusahaan dengan adanya hutang akan memberikan dampak positif bagi perusahaan. Berdampak positif bagi perusahaan artinya, apabila perusahaan menggunakan hutang pengembalian harus lebih besar dibandingkan pengorbanan yang harus dikeluarkan (Chandra, et al. 2019).

Berdasarkan data Bursa Efek Indonesia sektor *property, real estate* dan *building construction* merupakan salah satu sektor yang paling diminati para investor hingga tahun 2019. Saham- saham yang tercatat pada sektor ini tumbuh hingga 7,37% *year to date(ytd)*, dimana pertumbuhan sektor ini paling tinggi dibandingkan dengan sembilan sektor lainnya yang terdapat di Bursa Efek Indonesia (<http://kontan.co.id>, 2020). Hal tersebut menjadi sentimen positif bagi para investor untuk menanamkan modalnya pada sektor ini.

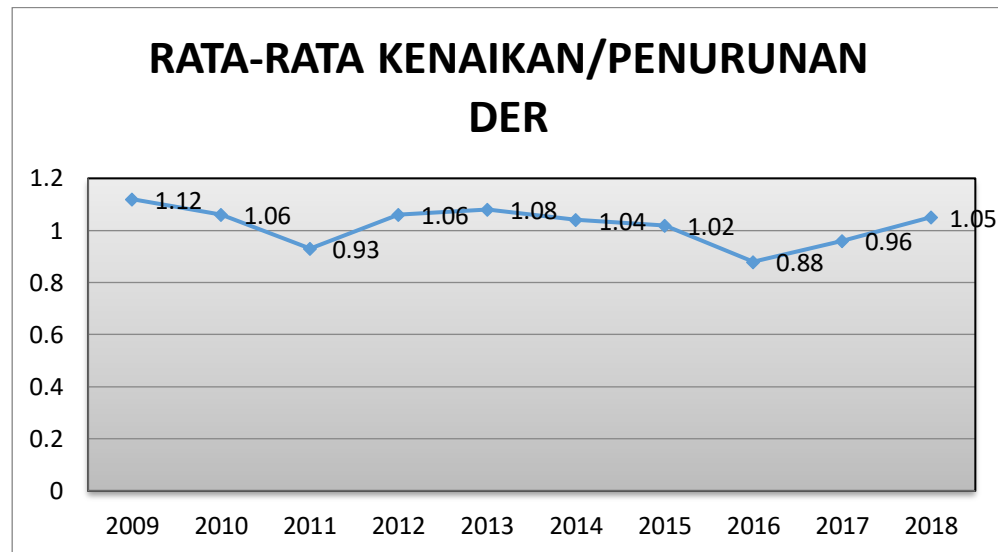
Pada tahun 2017 berdasarkan data Bursa Efek Indonesia terdapat fenomena bahwa indeks sektor *property, real estate* dan *building construction* sepanjang 2017 turun 4,31% di saat IHSG justru meningkat di angka 19,99%. Kinerja sektor properti ternyata tidak terbukti membaik meski suku bunga Bank Indonesia turun dan kebijakan *loan to deposit ratio* diperlonggar (<http://idx.co.id>, 2020). Grafik pertumbuhan sektoral yang dikeluarkan oleh Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian Republik Indonesia pada tahun 2019 dalam buku *outlook* perekonomiannya menunjukkan pergerakan pertumbuhan PDB sektor *property, real estate* dan *building construction*.



(Sumber : BPS, Kemenko Perekonomian 2019)

Gambar 1. 1 Grafik Pertumbuhan PDB Sektor *Property, Real Estate* dan *Building Construction*

Berdasarkan data Kementerian Perekonomian pada gambar 1.1 di atas, menunjukkan bahwa sektor *property, real estate* dan *building construction* cenderung mengalami *trend* penurunan PDB pada tahun 2014-2016 sebesar 6,97%-5,22% dan tahun 2017-2018 sebesar 6,8%-6,09%, akan tetapi berdasarkan data Bursa Efek Indonesia, minat investor pada sektor ini mengalami kenaikan sebesar 7,37% pada tahun 2019, sehingga pengelolaan struktur modal pada sektor ini menarik untuk diteliti.



(Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan *Property, Real Estate* dan *Building Construction* 2009-2018 diolah kembali.)

**Gambar 1. 2 Rata-Rata Kenaikan/Penurunan Hutang Perusahaan
Property, Real Estate dan *Building Construction* yang Tercatat di Bursa
Efek Indonesia (BEI) Tahun 2009-2018**

Gambar 1.2. menunjukkan nilai rata – rata kenaikan/penurunan hutang perusahaan dilihat melalui rasio DER perusahaan. Berdasarkan data pada Bursa Efek Indonesia rasio utang jangka panjang dibanding modal sendiri (DER) perusahaan *property, real estate* dan *building construction* dari tahun 2009 – 2018 dilihat pergerakan grafik, rata-rata rasio kenaikan/penurunan hutang bersifat fluktuatif setiap tahunnya (<http://idx.co.id>, 2020). Nilai yang menunjukkan *trend* positif menandakan bahwa perusahaan mengalami kenaikan rasio DER. Sebaliknya, nilai yang menunjukkan *trend* negatif menandakan bahwa perusahaan mengalami penurunan pada rasio DER. Pada rata-rata rasio tahun mengalami penurunan (*trend* turun) 2009 - 2011 dan 2014 – 2015 yaitu sebesar 1,12; 1,06; 0,93 dan 1,04; 1,02 namun rata-rata

rasio mengalami kenaikan (*trend* naik) pada tahun 2012 - 2013 dan 2016 - 2018, yaitu 1,06; 1,08 dan 0,88; 0,96; 1,05.

Pada sisi lain rata-rata rasio profitabilitas mengalami kenaikan pada tahun 2014- 2015 yaitu 3,18 menjadi 3,87 namun pada tahun 2016 mengalami penurunan menjadi 3,42 dan kembali mengalami kenaikan pada tahun 2017-2018 yaitu dari 4,03 dan 4,12. Pada gambar 1.2 tersebut dimana pada tahun 2015-2018 seharusnya peningkatan dan penurunan rasio DER dengan rasio profitabilitas perusahaan berbanding terbalik. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin besar peningkatan kinerja perusahaan maka rasio hutangnya akan semakin menurun. Berdasarkan data hubungan antara DER mengalami kenaikan dan profitabilitas juga mengalami kenaikan, maka perlu diuji faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan.

Pengambilan keputusan struktur modal perusahaan yang tidak tepat akan berdampak buruk bagi perusahaan bahkan hingga risiko kebangkrutan. Terdapat beberapa kasus kepailitan yang terjadi pada beberapa *perusahaan property, real estate* dan *building construction* di Indonesia. Berdasarkan putusan Mahkamah Agung Pengadilan Negeri Jakarta Pusat No.62/Pdt.Sus-Pailit/2017/PN.Niaga.Jkt.Pst PT Maha Karya Agung (MAP) dinyatakan pailit oleh Majelis Hakim Pengadilan Niaga Jakarta Pusat pada tanggal 22 Agustus 2017. Berdasarkan hasil verifikasi PT MAP terlilit hutang dan memiliki tagihan sejumlah Rp 190-an miliar dari 346 kreditur, yang terdiri dari konsumen pembeli apartemen dan supplier. Hal ini diakibatkan oleh

pembayaran hutang yang tidak sesuai dengan penjualan propertinya (<http://mahkamahagung.go.id>, 2020).

Berdasarkan putusan Mahkamah Agung Pengadilan Negeri Jakarta, No.47/Pdt.Sus-PKPU/2017/PN.Niaga.Jkt.Pst. PT Dinar Property dinyatakan pailit oleh Pengadilan Niaga Negeri Jakarta pada tanggal 27 Juli 2017 dengan total nilai hutang kurang lebih 296 miliar yang terbagi kepada kreditur dan tagihan pajak. Keputusan pailit diakibatkan oleh gagal bayar kepada para kreditur (<http://mahkamahagung.go.id>, 2020). Kemudian, berdasarkan putusan Mahkamah Agung Pengadilan Negeri Surabaya, No.29/Pdt.Sus-PKPU/2017/PN.Niaga.Sby_Grup Hardys Holding milik Gede Hardy yang dinyatakan pailit pada putusan Pengadilan Niaga Surabaya pada tanggal 9 November 2017. Perusahaan memiliki total hutang sebanyak 2,3 triliun pada 18 bank. Pailit ini terjadi dikarenakan pihak Grup Hardys Holding tidak dapat memenuhi kewajibannya membayar kepada kreditur yang telah jatuh tempo. Pada agenda voting tanggal 9 November 2017, voting kreditur menolak adanya proposal perdamaian. Sehingga berdasarkan hasil voting dan adanya penolakan perdamaian dari beberapa kreditur, perusahaan dinyatakan pailit dikarenakan gagal bayar (<http://mahkamahagung.go.id>, 2020).

Kasus kepailitan yang terjadi pada perusahaan-perusahaan *property*, *real estate* dan *building construction* yang diakibatkan tidak mampu membayar utang atau gagal bayar, sebagai tanda bukti betapa pentingnya keputusan struktur modal yang baik bagi perusahaan. Kesalahan pada saat pengambilan keputusan struktur modal dapat berakibat fatal bagi perusahaan,

yaitu kepailitan bahkan sampai penutupan perusahaan. Berdasarkan kasus-kasus kepailitan yang terjadi pada perusahaan *property, real estate* dan *building construction*, maka peneliti tertarik untuk menjadikan perusahaan *property, real estate* dan *building construction* sebagai objek penelitian dalam penelitian ini.

Tabel 1. 1

Research Gap Pengaruh Financial Flexibility, Asset Structure, Firm Size, Profitability, Business Risk Terhadap Struktur Modal

Research Gap	Isu	Peneliti dan Tahun Penelitian	Temuan
Perbedaan hasil pengaruh <i>financial flexibility</i> terhadap DER	Semakin besar <i>financial flexibility</i> yang dimiliki oleh perusahaan, perusahaan akan cenderung menghindari hutang. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi memberikan dampak yang tidak fleksibel terhadap keuangan perusahaan. Dengan demikian <i>Financial flexibility</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal	Alipour, et al.(2015)	Negatif Signifikan
		Rapp, et al.(2014)	
		Murti, et al.(2016)	
		Bancel dan Mittoo (2012)	
		Byoun (2008)	Negatif tidak signifikan
		Anderson dan Carverhill (2012)	Positif Signifikan
Perbedaan hasil pengaruh <i>asset structure</i> terhadap DER	Perusahaan dengan <i>tangible asset</i> yang tinggi akan lebih mudah untuk mendapat sumber dana dari pihak luar dibandingkan dengan perusahaan yang <i>tangible assetnya</i> masih rendah.	Alipour, et al. (2015)	Positif Signifikan
		Sofat dan Singh (2017)	
		Amidu (2007)	
		Widodo (2014)	

Research Gap	Isu	Peneliti dan Tahun Penelitian	Temuan
	Perusahaan dengan <i>tangible asset</i> yang besar dapat percaya oleh para kreditur dalam kesanggupan pembayaran hutangnya. Dengan demikian, <i>asset structure</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal	Vo (2017)	Negatif Signifikan
		Kartika, (2016)	
		Santika dan Sudyatno (2011)	Positif tidak Signifikan
		Sholikhadi (2016)	Negatif tidak Signifikan
Perbedaan hasil pengaruh <i>firm size</i> terhadap DER	Semakin besar ukuran perusahaan, maka dana yang dibutuhkan oleh perusahaan akan semakin besar untuk menjalankan kebutuhan dana dalam operasionalnya. Dengan demikian, <i>firm size</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal	Chandra (2014)	Positif Signifikan
		Chandra , et al. (2019)	
		Widodo (2014)	
		Gomez (2014)	
		Alipour, et al (2015)	Negatif Signifikan
		Dewi dan Ramli (2016)	
		Indriani dan Widyarti (2013)	
Sofat dan Singh (2017)	Negatif tidak Signifikan		
Perbedaan hasil pengaruh <i>profitability</i> terhadap DER	Perusahaan dengan tingkat laba yang tinggi cenderung untuk mengambil sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan dibandingkan menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Dengan demikian, <i>profitability</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal	Sofat dan Singh (2017)	Negatif Signifikan
		Alipour, et al.(2015)	
		Sharma(2015)	
		Vo (2017)	
		Nugroho (2014)	Positif Signifikan
		Liang, et al. (2014)	
		Nugrahani dan Sampurno (2012)	Positif tidak signifikan
		Nisak dan Ardiansari (2016)	Negatif tidak signifikan

Research Gap	Isu	Peneliti dan Tahun Penelitian	Temuan
Perbedaan hasil pengaruh <i>business risk</i> perusahaan terhadap DER	Perusahaan dengan <i>business risk</i> yang tinggi akan cenderung untuk mengurangi penggunaan hutang. Dengan demikian, <i>business risk</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal.	Alipour, et al.(2015)	Negatif Signifikan
		Nuswandari (2013)	
		Sharma (2015)	
		Gomez (2014)	
		Sofat dan Singh(2017)	Positif Signifikan
		Dewi(2014)	
		Chandra (2014)	Positif tidak signifikan
		Hapsari (2010)	Negatif tidak signifikan

Sumber: Artikel penelitian yang diolah kembali (2020)

Adanya beberapa perbedaan hasil penelitiann tentang implikasi teori *pecking order* dan teori *trade off*, penelitian ini akan menguji konsistensi akan signifikansi varibel- variabel *financial flexibility*, *asset structure*, *firm size*, *profitability* dan *businiess risk* pada struktur modal perusahaan dalam hal ini difokuskan pada sektor *property*, *real estate* dan *building construction* yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2018.

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang, maka peneliti telah mengidentifikasi beberapa masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini, yaitu sebagai berikut:

1. Berbagai penelitian sebelumnya menghasilkan kesimpulan yang berbeda tentang struktur modal dan variabel- variabel yang berkaitan

dengannya. Oleh karena itu ditemukan bahwa *Research Gap* dalam penelitian ini :

- a. Inkonsistensi dalam implikasi teori *Pecking Order*, antara lain :
 1. Pendapat Alipour, et al. (2015) dan Rapp et, al (2014) tentang pengaruh negatif signifikan *financial flexibility* dengan struktur modal ternyata berbeda dengan pendapat (Anderson dan Carverhill, 2012) yang menyatakan bahwa faktor *financial flexibility* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.
 2. Sofat dan Singh (2017); Alipour, et al. (2015) menemukan adanya hubungan negatif signifikan antara *profitability* dengan struktur modal. Namun di Indonesia, penelitian yang dilakukan Nugroho (2014) dan Dewi (2017) menunjukkan hal sebaliknya.
 3. Terdapatnya hubungan negatif signifikan antara *business risk* dengan struktur modal menurut Alipour, et al (2015) dan Sharma (2015) ternyata tidak sejalan dengan Sofat dan Singh(2017); Dewi (2014) yang menemukan hasil bahwa berpengaruh positif antara *business risk* dengan struktur modal.

Hal ini menunjukkan bahwa beberapa implikasi *Pecking order theory* belum bisa secara konsisten menjelaskan struktur modal.
- b. Inkonsistensi dalam implikasi *Trade Off theory*, yaitu antara lain :
 1. Sofat dan Singh (2017); Alipour, et al. (2015);Amidu (2007) menunjukkan *asset structure* berpengaruh positif signifikan

terhadap struktur modal namun hasil penelitian Vo (2017) dan Kartika (2016) menunjukkan hasil yang sebaliknya.

2. Terdapatnya hubungan positif signifikan antara *firm size* dengan struktur modal menurut penelitian Chandra (2014) dan Gomez (2014) ternyata tidak sejalan dengan penelitian Alipour, et al. (2015) ; Sofat dan Singh (2017).

Hal ini menunjukkan bahwa beberapa penelitian implikasi teori *Trade Off* juga belum bisa secara konsisten menjelaskan struktur modal perusahaan.

2. Perusahaan masih mengalami kesulitan dalam penentuan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Kesulitan perusahaan dalam menentukan struktur modal yang optimal yaitu mengenai susunan komposisinya. Sehingga faktor- faktor yang mempengaruhi struktur modal harus di pertimbangkan.
3. Perusahaan dalam menghindari adanya risiko kebangkrutan atau *financial distress*, maka manajer keuangan akan membutuhkan keputusan yang tepat untuk menentukan komposisi struktur modalnya.

1.3 Cakupan Masalah

Berdasarkan latar belakang serta indentifikasi masalah yang telah diuraikan di atas, maka peneliti membatasi penelitian ini dalam ruang lingkup penelitian yang mencakup, antara lain:

1. Subjek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009 - 2018.
2. Periode yang diamati dalam penelitian ini adalah sepuluh tahun tahun yang dimulai dari tahun 2009 – 2018.
3. Penelitian ini meneliti faktor faktor penentu struktur modal perusahaan dan pengaruh struktur modal perusahaan.
4. Faktor faktor penentu struktur modal yang diteliti dalam penelitian ini adalah *financial flexibility, asset structure, firm size, profitability* dan *businiess risk*.

1.4 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, pertanyaan penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

1. Apakah *financial flexibility* berpengaruh negatif terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdapat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2018?
2. Apakah *asset structure* berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdapat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2018?
3. Apakah *firm size* berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building*

construction yang terdapat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2018?

4. Apakah *profitability* berpengaruh negatif terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdapat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2018?
5. Apakah *business risk* berpengaruh negatif terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdapat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2018?

1.5 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menemukan bukti empiris pengaruh *financial flexibility* terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdapat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009 – 2018.
2. Untuk menemukan bukti empiris pengaruh *asset structure* terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdapat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009 – 2018.
3. Untuk menemukan bukti empiris pengaruh *firm size* terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate*

dan *building construction* yang terdapat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 – 2018.

4. Untuk menemukan bukti empiris pengaruh *profitability* terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdapat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009 – 2018.
5. Untuk menemukan bukti empiris pengaruh *business risk* terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdapat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009 – 2018.

1.6 Kegunaan Penelitian

1.6.1 Kegunaan Teoritis

Penelitian mengenai pengaruh *financial flexibility, asset structure, firm size, profitability* dan *business risk* terhadap struktur modal pada perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dapat dijadikan referensi bagi peneliti selanjutnya.

1.6.2 Kegunaan Praktis

1. Bagi Investor

Hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan dan sumber informasi mengenai struktur modal perusahaan, sehingga investor dapat melihat sinyal bagaimana kondisi keuangan perusahaan dan dapat dijadikan bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan untuk melakukan

kegiatan investasi di suatu perusahaan agar investor dapat menginvestasikan dananya dengan tepat.

2. Bagi Perusahaan

Hasil penelitian ini dapat menjadi sumber informasi bagi perusahaan, khususnya bagi para manajer sebelum membuat keputusan pendanaan perusahaan, dengan penelitian ini diharapkan perusahaan dapat membuat komposisi struktur modal yang lebih efektif dan efisien sehingga mampu meminimalkan biaya modal yang dikeluarkan perusahaan.

3. Bagi Akademisi

Hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai tambahan pengetahuan mengenai struktur modal dan sumber referensi dalam melakukan penelitian selanjutnya terkait dengan struktur modal.

4. Bagi Universitas

Penelitian ini dapat dijadikan sebagai tambahan bahan penelitian selanjutnya, sebagai tambahan bahan mengajar, maupun sebagai tambahan koleksi bahan bacaan di perpustakaan.

1.7 Orisinalitas Penelitian

Penelitian ini mengacu pada penelitian Sofat dan Singh (2017) dengan judul penelitian *Determinants of capital structure*. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah terletak pada faktor- faktor yang mempengaruhi struktur modal dan objek penelitian. Penelitian sebelumnya menggunakan faktor *profitability, firm size, asset structure dan business risk* namun, pada penelitian memodifikasikan menggunakan faktor *financial*

flexibility, asset structure, firm size, profitability dan *business risk* mengacu pada penelitian Alipour, et al.(2015).

Penambahan faktor *financial flexibility* karena penelitian mengenai struktur modal dengan faktor tersebut masih jarang digunakan di Indonesia. Menurut artikel acuan Alipour, et al (2015), *financial flexibility* di dukung oleh hasil penelitian lainya merupakan faktor penting dalam penentuan struktur modal, sehingga perlu adanya penelitian ini digunakan untuk meneliti pengaruh *financial flexibility* terhadap struktur modal di Indonesia. Sesuai dengan *future research* penelitian sebelumnya untuk meneliti kepada sektor yang lebih spesifik. Pemilihan objek pada penelitian sebelumnya menggunakan sektor manufaktur sedangkan, penelitian ini menggunakan sektor manufaktur berfokus pada sektor *property, real estate* dan *building construction*.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

2.1 Kajian Teori Utama

2.1.1 Teori Struktur Modal

Struktur modal merupakan faktor penting bagi perusahaan untuk menjalankan kegiatan operasionalnya. Teori struktur modal ini dimulai oleh Modigliani dan Miller (1958) mengeluarkan sebuah teori keuangan yang merupakan awal dari teori struktur modal. Teori struktur modal yang dikeluarkan oleh Modigliani dan Miller dikenal dengan MM-teori dengan preposisi I dan II. Struktur modal itu sendiri terdiri dari hutang dan ekuitas yang akan digunakan untuk membiayai kegiatan perusahaan. Struktur modal menurut Hanafi (2013) adalah perimbangan atau perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri. Konsep struktur modal menurut Dewi dan Ramli (2016) adalah menggambarkan pengabungan atau bobot relatif antara hutang jangka panjang dan ekuitas (modal sendiri) sebagai pembiayaan perusahaan yang digunakan untuk kegiatan operasional dan kelangsungan perusahaan.

Pemenuhan akan kebutuhan sumber dana dapat diperoleh dengan baik secara internal maupun secara eksternal perusahaan. Struktur modal yang menjadi tujuan perusahaan adalah struktur modal yang terbaik dari komposisi dan bagaimana dana akan diperoleh sehingga akan berdampak memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal.

Struktur modal yang baik adalah komposisi struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan harga saham (Husnan dan Pudjiastuti, 2006).

Bentuk pendanaan dibagi atas pendanaan dari internal maupun eksternal perusahaan yaitu secara internal (*internal financing*) adalah laba ditahan dan depresiasi. Pemenuhan kebutuhan yang dilakukan secara eksternal dapat dibedakan menjadi pembiayaan utang (*debt financing*) dan pendanaan modal sendiri (*equity financing*). Pembiayaan akan hutang dapat diperoleh melalui pinjaman, sedangkan modal sendiri melalui penerbitan saham baru (Kartika, 2016). Keputusan mengenai komposisi struktur modal merupakan dasar penting bagi perusahaan karena, apabila salah dalam mengambil keputusan maka biaya modal yang ditanggung perusahaan akan meningkat, atau bahkan dapat menyebabkan *financial distress* hingga kebangkrutan (Indriani dan Widyarti, 2013).

Keputusan struktur modal yang optimal dalam perusahaan merupakan keputusan sulit untuk dilakukan bagi pihak perusahaan karena, akan berdampak langsung pada kelangsungan operasional perusahaan. Struktur modal yang optimal yaitu struktur modal dengan biaya yang terendah tetapi memberikan tingkat pengembalian yang tertinggi, yang kemudian akan berdampak pada harga saham perusahaan yang maksimum (Hanafi, 2013). Struktur modal perusahaan yang berasal dari hutang akan mempunyai biaya modal yang berupa bunga. Sumber dana yang berasal dari ekuitas akan mempunyai biaya modal berupa dividen. Perusahaan akan

memilih sumber dana yang paling rendah biayanya diantara berbagai alternatif sumber dana yang tersedia. Oleh karena itu perusahaan diharapkan mampu menemukan komposisi penggunaan dana internal dan dana eksternal yang mampu meminimalkan biaya modal, sehingga mampu meningkatkan keuntungan perusahaan (Nugroho, 2006).

Menurut Brigham dan Houston (2010:155) penentuan struktur modal akan melibatkan pertukaran antara risiko dan pengembalian:

- a. Menggunakan hutang dalam jumlah yang lebih besar akan meningkatkan risiko yang tertanggung oleh perusahaan.
- b. Namun, menggunakan lebih banyak hutang akan meningkatkan perkiraan pengembalian atas ekuitas.

Oleh karena itu perlu diusahakan adanya keseimbangan yang optimal antara kedua sumber baik dari internal dan eksternal perusahaan. Pendanaan melalui hutang akan meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu investasi, tetapi adanya hutang meningkatkan tingkat risiko dari investasi tersebut bagi perusahaan (Alipour, et al., 2015). Risiko yang tinggi terkait dengan hutang dalam jumlah yang lebih besar cenderung akan menurunkan harga saham, tetapi perkiraan tingkat pengembalian yang lebih tinggi diakibatkan oleh hutang yang lebih besar akan membuat perusahaan tidak ragu untuk meningkatkan tingkat hutangnya tetapi akan berakibat terhadap risiko yang lebih besar. Tujuan perusahaan berusaha untuk mencari struktur modal yang menghasilkan keseimbangan antara

risiko dan pengembalian yang akan memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2010:155).

2.1.2 *Pecking Order Theory*

Pecking order theory pertama kali diperkenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961 kemudian dikembangkan oleh Stewart C. Myers dan Nicolas Majluf pada tahun 1984. *Pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan dari internal dalam struktur modalnya. Perusahaan lebih mengutamakan sumber pendanaan yang berasal dari internal dibandingkan dengan sumber pendanaan eksternal. Menurut Haron, (2016) manajer perusahaan mempunyai hirarki pendanaan dengan urutan bahwa pendanaan internal sebagai pilihan pertama, baru kemudian diikuti oleh hutang, dan ekuitas.

Pecking order theory menjelaskan bahwa perusahaan lebih menyukai sumber pendanaan internal karena biaya akan pinjaman meningkat apabila memperoleh dana dari eksternal perusahaan, kemudian sumber pendanaan dari internal memiliki tingkat informasi asimetris yang rendah (Sofat & Singh, 2017). Teori ini menyatakan bahwa, perusahaan cenderung menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu yaitu *retained earning*, dibandingkan dengan pendanaan dari eksternal. Hal ini dikarenakan kecilnya risiko yang dihasilkan oleh perusahaan. Pilihan sumber dana internal tidak mengharuskan perusahaan mengungkapkan informasi baru kepada pemodal sehingga dapat menurunkan harga saham (Chandra, et al. 2019).

Seftianne dan Handayani, (2011) menyatakan bahwa menurut *pecking order theory* perusahaan lebih menyukai sumber pendanaan internal (*retairned earning*) untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Penggunaan adanya hutang adalah pilihan kedua setelah sumber dana internal perusahaan, baru kemudian penerbitan saham. Hal tersebut sesuai dengan hirarki pendanaan bahwa perusahaan lebih mengutamakan pembiayaan dari internal karena urutan risiko yang paling rendah, kemudian memilih untuk melakukan peminjaman hutang kepada pihak luar dibandingkan dengan melakukan penerbitan saham, hal ini dikarenakan pertimbangan timbulnya biaya emisi saham dan adanya informasi asimetris salah tafsir dari pihak luar. Ketika perusahaan melakukan pemilihan sumber dana dari hutang, biaya emisi akan hutang yang dikeluarkan oleh perusahaan jauh lebih rendah jika dibandingkan dengan biaya untuk melakukan penerbitan saham baru.

Pengambilan sumber dana dari eksternal baik hutang maupun penerbitan saham akan menimbulkan adanya informasi asimetris antara manajer dan para pemegang saham, manajer akan mempertimbangkan apabila ada salah penafsiran oleh para pemegang saham ketika perusahaan menerbitkan saham baru merupakan kabar buruk yang membuat harga saham akan turun (Santika & Sudiyatno, 2011). Hal tersebut akan mempengaruhi alasan perusahaan lebih menyukai pendanaan dari internal dibandingkan eksternal. Menurut Alipour, et al. (2015) perusahaan dengan struktur modal yang optimal menggunakan *pecking order theory*, dengan

urutan lebih menyukai menggunakan pendanaan yang bersumber dari internal dibandingkan dengan eksternal.

Secara ringkas *pecking order theory* tersebut menyatakan sebagai berikut Husnan dan Pudjiastuti, (2006:278) :

1. Perusahaan lebih menyukai sumber dana internal (*retained earning*).
2. Perusahaan akan menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan kesempatan investasi yang dihadapi dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar.
3. Pembayaran dividen secara rutin dan profitabilitas yang fluktuatif akan memberikan dampak dana internal yang digunakan untuk perusahaan tidak terduga, bisa berlebih atau kurang untuk investasi.
4. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dengan urutan menerbitkan obligasi terlebih dahulu, kemudian obligasi yang dapat di konversi, dan terakhir adalah penerbitan saham baru.

2.1.3 Trade of Theory

Trade off theory pertama kali di kemukakan oleh Alan Kraus dan Robert H. Litzenger pada tahun 1963 kemudian dikembangkan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1963. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan menggunakan hutang dan ekuitas untuk sumber pembiayaan dengan menyeimbangkan manfaat dan biayanya. Menurut Ridloah, (2010) *trade off theory* digunakan oleh perusahaan dengan melihat manfaat dan

pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Penggunaan hutang dapat memperbesar risiko perusahaan tetapi dapat memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Brigham dan Houston (2011) menyatakan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat dari penggunaan pembiayaan hutang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan risiko biaya kebangkrutan yang lebih tinggi.

Menurut Sofat dan Singh, (2017) *trade off theory* menjelaskan bahwa perusahaan dapat menggunakan hutang dengan menyeimbangkan dan melihat manfaatnya agar dapat menguntungkan bagi perusahaan, karena dengan adanya hutang akan mengurangi pajak. Hal ini memiliki arti bahwa, perusahaan dapat terus menambah penggunaan hutangnya pada suatu titik tertentu selama memberikan manfaat lebih bagi perusahaan (tingkat pengembalian yang lebih besar dibandingkan dengan tingkat pengorbanan penggunaan hutang), dan pada suatu titik tertentu perusahaan tidak disarankan untuk menambah hutang ketika tidak memberikan manfaat lebih bagi perusahaan (tingkat pengembalian lebih kecil dibandingkan tingkat pengorbanan yang dikeluarkan oleh perusahaan karena penggunaan utang).

Pada teori *trade off*, penggunaan hutang akan mengurangi pajak perusahaan, adanya bunga yang dibayarkan sebagai beban pengurangan pajak membuat hutang menjadi lebih murah dibandingkan saham biasa atau preferen. Penggunaan hutang dalam jumlah yang lebih besar akan mengurangi pajak sehingga laba yang diperoleh perusahaan akan semakin besar, hal tersebut akan berdampak akan meningkatkan harga saham

(Brigham & Houston, 2011). Penggunaan hutang dapat terus ditambah apabila memiliki dampak yang positif bagi perusahaan, namun penggunaan hutang yang tidak seimbang dapat berdampak buruk bagi perusahaan, hal tersebut apabila penggunaan hutang berada ketika biaya modal melebihi tingkat pengembalian yang diharapkan (Alipour.,, 2015).

Menurut Gomez, et al. (2014) pendanaan dengan hutang dapat memberikan dampak positif dengan didapatkannya manfaat beban pajak, perusahaan lebih memilih penggunaan pendanaan eksternal karena pembayaran akan pajak yang lebih rendah untuk perusahaan. Perusahaan yang membayar pajak tinggi cenderung lebih banyak menggunakan pendanaan yang berasal dari hutang dibandingkan perusahaan yang membayar pajak rendah. Hal ini karena penggunaan utang akan menimbulkan biaya bunga sebagai pengurang dari laba atau keuntungan perusahaan, sehingga pembayaran pajak atas keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan semakin sedikit.

Ringkasan *trade off theory* secara garis besar adalah sebagai berikut:

1. Penggunaan hutang dapat digunakan oleh perusahaan dengan menyeimbangkan manfaatnya.
2. Adanya penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan dapat mengurangi pembayaran pajak perusahaan.
3. Penggunaan hutang lebih murah dibandingkan saham biasa atau preferen karena beban bunga yang dapat berkurang karena hutang. Sehingga, adanya hutang memberikan manfaat perlindungan pajak.

2.2 Kajian Variabel Penelitian

2.2.1 Struktur Modal

Menurut Sofat dan Singh, (2017) struktur modal adalah pemilihan kombinasi antara hutang dan modal yang akan digunakan perusahaan dalam kegiatan operasionalnya. Menurut Chandra, et al. (2019) struktur modal adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen mengenai bauran pendanaan dari dalam maupun luar perusahaan dengan menyeimbangkan antara risiko dan pengembaliannya. Menurut Nugroho, (2014) struktur modal adalah kondisi pendanaan perusahaan dengan perbandingan antara modal sendiri dan modal eksternal.

Menurut Alipour, et al. (2015) struktur modal adalah komposisi penggunaan sumber pendanaan yang berasal dari ekuitas dan utang. Menurut Seftianne dan Handayani, (2011) struktur modal merupakan gabungan dari berbagai sumber pendanaan, dengan dua kategori utamanya adalah hutang ataupun ekuitas, yang mana perusahaan akan menggunakannya untuk mendanai investasi-investasi asetnya. Berdasarkan referensi tersebut, dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah kombinasi antara hutang dan modal sendiri yang sumber dana dapat di peroleh dari internal maupun eksternal yang memiliki tujuan mendapatkan komposisi struktur modal yang optimal dan meminimalkan risiko perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston, (2006:7), terdapat empat faktor utama yang mempengaruhi keputusan struktur modal, sebagai berikut:

1. Risiko bisnis, ketika perusahaan memiliki risiko bisnis yang tinggi maka semakin rendah rasio hutangnya.
2. Posisi perpajakan perusahaan, keuntungan atau manfaat menggunakan hutang yaitu akan timbulnya bunga yang dapat mengurangi pajak secara efektif.
3. Fleksibilitas keuangan atau kemampuan memperoleh modal dengan persyaratan yang wajar ketika perusahaan dalam kondisi yang buruk.
4. Konservatisme atau keagresifan manajemen, kondisi dimana manajer perusahaan mengambil keputusan menggunakan hutang sebagai usaha mendorong keuntungan.

Perusahaan juga mempertimbangkan faktor-faktor di atas, selain itu terdapat faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi keputusan struktur modal yaitu sebagai berikut (Brigham & Houston, 2006: 42-43):

1. Stabilitas penjualan, perusahaan dengan stabilitas yang baik atau penjualannya relatif stabil lebih di percaya oleh para kreditur untuk mengambil hutang dan menanggung bebannya, dibandingkan perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil.
2. Struktur aktiva, perusahaan dengan struktur aktiva yang jumlahnya besar dapat dijadikan sebagai jaminan atas pinjaman hutang. Aktiva perusahaan mempunyai tujuan umum yang dapat digunakan oleh para pelaku bisnis sebagai jaminan atas hutang.

3. *Leverage* operasi, perusahaan dengan *leverage* operasi yang rendah memiliki risiko bisnis yang kecil sehingga penggunaan akan hutang dapat ditingkatkan.
4. Tingkat pertumbuhan, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat akan memerlukan lebih banyak dana untuk kebutuhan operasional usaha sehingga lebih mengandalkan pendanaan akan hutang atau dana dari eksternal.
5. Profitabilitas, perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian atas investas atau labai yang tinggi lebih mengurangi penggunaan hutang, karena laba perusahaan dapat digunakan kembali sebagai modal perusahaan.
6. Pajak, bunga yang terdapat pada pajak merupakan beban yang dapat menjadi pengurang pajak, manfaat akan adanya hutang sangat berpengaruh terhadap perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi. Sehingga, semakin tinggi biaya pajak maka semakin besar manfaat adanya penggunaan hutang.
7. Pengendalian, struktur modal dapat dipengaruhi oleh dampak penggunaan hutang terhadap saham pada posisi pengendalian manajemen. Perusahaan lebih memilih menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan baru dibandingkan menerbitkan saham.
8. Sikap manajemen, ketika sikap manajemen lebih konservatif akan mengakibatkan penggunaan hutang perusahaan yang relatif kecil.

Sedangkan sikap manajemen yang agresif maka penggunaan hutang relatif lebih besar.

9. Sikap pemberi pinjaman (kreditur) dan agen pemberi peringkat, hal tersebut akan mempengaruhi keputusan struktur keuangan.
10. Kondisi pasar, perusahaan akan menentukan struktur modal yang optimal dengan melihat kondisi pasar, apakah kondisi pasar sedang mengalami perubahan baik untuk angka panjang maupun jangka pendek .
11. Kondisi internal perusahaan, kondisi internal perusahaan memiliki pengaruh terhadap keputusan struktur modalnya. Internal perusahaan salah satunya yaitu tingkat likuiditas, perusahaan dengan aset lancar tinggi maka perusahaan mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi sehingga cenderung menggunakan tingkat hutang yang rendah.
12. Fleksibilitas keuangan, menjaga fleksibilitas keuangan memiliki arti menjaga kapasitas pinjaman cadangan perusahaan yang memadai. Perusahaan dengan tingkat fleksibilitas yang tinggi cenderung untuk mengurangi sumber dana yang berasal dari hutang.

Penelitian Sofat dan Singh, (2017) menggunakan *debt to equity ratio* (DER) sebagai rasio yang mengukur struktur modal, karena DER menentukan level pembiayaan struktur modal perusahaan dengan perbandingan hutang dan modalnya. Penelitian Seftianne dan Handayani, (2011) menggunakan *debt to asset ratio* (DAR) untuk mengukur struktur modal perusahaan, karena DAR dapat melihat komposisi hutang perusahaan

dengan total asetnya. Pada penelitian ini, struktur modal diukur menggunakan *debt to equity ratio* (DER) karena *debt to equity ratio* merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam pengembalian biaya hutang melalui modal yang dimilikinya, DER diukur dengan perbandingan total hutang dengan total *equity*.

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Sumber :(Sofat & Singh, 2017)

2.2.2 *Financial Flexibility*

Fleksibilitas keuangan (*financial flexibility*) adalah kondisi dimana perusahaan dalam kapasitas dan kecepatan untuk dapat mengelola sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif sesuai tujuan memaksimalkan nilai perusahaan (Byoun, 2008). Fleksibilitas keuangan adalah kemampuan perusahaan untuk melakukan tindakan-tindakan yang efektif berkaitan dengan jumlah dan waktu aliran kas, dalam perusahaan dalam memenuhi kebutuhan yang tidak diharapkan (tak terduga) dengan mengambil kesempatan yang ada (Murti, et al. 2016).

Menurut Rapp, et al (2014) fleksibilitas keuangan dapat diartikan kemampuan untuk merestrukturisasi pembiayaan perusahaan dengan biaya rendah, yaitu dengan kepemilikan kas pada perusahaan digunakan sebagai pendanaan yang cepat dalam peluang investasi, dibandingkan dengan pembiayaan eksternal (hutang atau ekuitas) karena lebih mahal atau memakan waktu. Sehingga dapat disimpulkan fleksibilitas keuangan sebagai tindakan efektif yang diambil perusahaan dalam memenuhi

kebutuhan perusahaan dengan menggunakan sumber daya keuangannya dan meminimalkan pembiayaan perusahaan.

Fleksibilitas keuangan merupakan penentu utama struktur modal yang optimal bagi perusahaan, memiliki peran sebagai pengganti sekaligus pelengkap akan *leverage* (Alipour, et al. 2015). Perusahaan dapat menggunakan fleksibilitas keuangannya untuk pembiayaan struktur modalnya. Perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang tinggi mengalami dampak yang lebih rendah pada saat terjadi krisis, oleh sebab itu fleksibilitas keuangan merupakan bagian dari strategi bisnis perusahaan dan penting untuk keputusan struktur modalnya (Bancel & Mitoo, 2011).

Penelitian Murti, et al. (2016) menggunakan rasio cakupan utang tunai (*cash debt coverage ratio*) menunjukkan informasi mengenai fleksibilitas keuangan. Rasio ini dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk membayar kembali kewajibannya dengan kas bersih yang disediakan oleh aktivitas operasi tanpa harus melikuidasi aktiva (Hanafi dan Halim, 2009). Pada penelitian ini menggunakan rasio cakupan utang tunai (*cash debt coverage ratio*) sebagai proksi akan fleksibilitas keuangan perusahaan, karena dapat melihat perbandingan arus kas bersih perusahaan dengan total hutang yang dimiliki perusahaan.

$$\text{Cash debt coverage ratio} = \frac{\text{Cash Flow from Operations}}{\text{Total Liabilities}}$$

Sumber : (Murti, et al. 2016).

2.2.3 *Asset Structure*

Menurut Hardiningsih dan Oktaviani, (2012) stuktur aset merupakan cerminan aset, kekayaan, atau harta yang dimiliki oleh perusahaan. Menurut Seftianne dan Handayani, (2011) struktur aset adalah dua komponen aktiva yang secara garis besar dalam komposisinya yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap. Menurut Ridloah, (2010) struktur aset adalah harta atau kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan sebagai jaminan akan hutang. Sehingga dapat disimpulkan, struktur aset adalah kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan yang berasal dari komponen aktiva, baik aktiva tetap maupun aktiva lancar yang dapat digunakan sebagai jaminan akan hutang.

Struktur aset dapat dilihat dengan perbandingan total aktiva tetap dengan jumlah keseluruhan total aset yang dimiliki perusahaan (Riyanto, 2008:22). *Tangible* aset yang tinggi mendapatkan peluang hutang yang lebih besar, karena *tangible* aset dapat dipercaya sebagai jaminan(*collateral*) (Sofat & Singh, 2017). Aset tetap sering digunakan sebagai jaminan (*collateral*) atas hutang oleh perusahaan, hal ini dilihat oleh para kreditur atau pemberi hutang untuk mengurangi risiko (Alipour, et al. 2015).

Penelitian Sofat dan Singh, (2017) dan Alipour, et al. (2015) menggunakan rasio *tangible asset to total assets* sebagai proksi akan struktur aset dengan melihat komposisi aset tetap dengan total keseluruhan aset. Penelitian Sheikh & Wang, (2011) menggunakan rasio *net-fixed assets to total aassets* sebagai proksi akan struktur aset dengan melihat jumlah aset bersih dengan total keseluruhan aset. Pengukuran struktur aset dalam

penelitian ini menggunakan rasio *tangible asset* dibagi *total assets* karena melihat struktur aset dari perbandingan total aktiva tetap dengan total aset keseluruhan. Berikut adalah rumus untuk menghitung *tangibility*:

$$Tangibility = \frac{Aktiva\ Tetap}{Total\ Asets}$$

Sumber: (Brigham & Houston, 2011)

2.2.4 *Firm Size*

Menurut Gitman dan Zutter, (2012) ukuran perusahaan adalah ukuran dari besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Menurut Seftianne dan Handayani, (2011) ukuran perusahaan adalah besar kecilnya suatu perusahaan dapat dilihat dari total aktiva, total penjualan, rata-rata tingkat aktiva ataupun rata-rata tingkat penjualan. Menurut Riyanto, (2001:313) ukuran perusahaan adalah ukuran besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun nilai total aktiva dari suatu perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan adalah ukuran dari besarnya aset, nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun nilai total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan.

Ukuran perusahaan pada beberapa perusahaan terbukti memiliki peranan penting dalam menentukan pemilihan struktur modal yang akan digunakan (Sheikh & Wang, 2011). Perusahaan dengan ukuran besar akan lebih memerlukan pendanaan yang besar untuk operasional perusahaan, dibandingkan kebutuhan pendanaan perusahaan yang ukurannya kecil. Penelitian Haron, (2016) dan Sharma, (2015) pengukuran besar kecilnya perusahaan dapat dilihat dari besarnya total aset yang dimiliki perusahaan

tersebut. Ukuran perusahaan diukur oleh logaritma natural (\ln) dari total aset (Sofat & Singh, 2017). Penggunaan natural \log disini dikarenakan sifat data yang fluktuatif sehingga dapat mengurangi *skewness of distribution* serta meminimalisir standar error koefisien regresi (Harjanti dan Tandelilin, 2007). Pada penelitian ini menggunakan proksi ukuran perusahaan dengan total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Berikut adalah rumus untuk menghitung *size*:

$$Size = Total Asset$$

Sumber: (Riyanto, 2008)

2.2.5 Profitability

Menurut Wimelda dan Marlinah, (2013) bahwa profitabilitas atau tingkat keuntungan adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba pada periode tertentu. Menurut Ridloah, (2010) profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu dihasilkan perusahaan dalam menjalankan operasinya. Profitabilitas dapat diartikan sebagai kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan pendapatan atau laba dan biaya-biaya dengan menggunakan aset, baik aset lancar maupun aset tetap (manajemen aktiva) serta mengelola penjualan, maupun modal sendiri dalam aktivitas produksi perusahaan (Brigham & Houston, 2010:146). Sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba atau keuntungan yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan pada periode tertentu.

Profitabilitas memiliki peran penting untuk keputusan struktur modal perusahaan, profitabilitas yang tinggi akan memberikan dampak perusahaan akan lebih sedikit menggunakan tingkat hutang karena perusahaan dapat memenuhi pembiayaan perusahaan dengan tingkat laba yang didapatkannya (Sofat & Singh, 2017). Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan cenderung menggunakannya kembali untuk pembiayaan perusahaan dibandingkan menggunakan modal eksternal atau hutang (Alipour, et al. 2015).

Brigham dan Houston (2011: 146) menyebutkan bahwa ada beberapa rasio yang dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas perusahaan, di antaranya adalah:

1. Margin Laba atas penjualan

Margin Laba atas penjualan (*Profit Margin on Sales*), dapat dihitung dengan membagi laba bersih dengan penjualan, yang dinyatakan dalam rumus berikut ini:

$$\text{Margin laba atas penjualan} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Penjualan}}$$

2. Pengembalian atas Total Aset

Rasio laba bersih terhadap total aset mengukur pengembalian atas total aset (*Return On Total Assets – ROA*) setelah bunga dan pajak, dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Pengembalian atas total aset} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Aset}}$$

(ROA)

3. Rasio Kemampuan Dasar untuk Menghasilkan Laba

Rasio kemampuan untuk menghasilkan laba (*Basic Earning Power - BEP*) dihitung dengan membagi jumlah laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan total aset, seperti yang dinyatakan berikut ini:

$$\text{Basic Earning Power (BEP)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Aset}}$$

4. Pengembalian Ekuitas Biasa

Pengembalian Ekuitas Biasa (*Return on Common Equity – ROE*) adalah rasio laba bersih terhadap ekuitas biasa, mengukur tingkat pengembalian atas investasi pemegang saham biasa. Rasio ini dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Return on Common Equity (ROE)} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Ekuitas Biasa}}$$

Menurut Brigham dan Houston, (2014: 149) profitabilitas diukur dengan menggunakan *Return On Equity (ROE)*, *Return On Equity (ROE)* merupakan rasio laba bersih terhadap ekuitas biasa, mengukur tingkat pengembalian atas investasi pemegang saham. Pada penelitian Alipour, et al. (2015) dan Sofat dan Singh, (2017) menggunakan ROA untuk mengukur profitabilitas pada perusahaan. Penelitian Seftianne & Handayani, (2011) menggunakan proksi BEP sebagai alat ukur profitabilitas perusahaan. Penelitian Ridloah, (2010) menggunakan NPM sebagai proksi profitabilitas. Pada penelitian ini menggunakan proksi ROA sebagai alat ukur profitabilitas, karena ROA merupakan rasio laba bersih terhadap total aset yang mengukur pengembalian atas total aset setelah bunga dan pajak. ROA menurut (Sofat & Singh, 2017) dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{Laba\ Bersih}{Total\ Aset} \times 100\%$$

2.2.6 *Business Risk*

Risiko bisnis adalah ketidakpastian akan *return* atau pengembalian yang disebabkan oleh sifat alami dari bisnis perusahaan (Reily & Brown , 2012). Menurut Brigham dan Houston (2001: 7) risiko bisnis (*business risk*) adalah tingkat risiko dari aktiva perusahaan apabila perusahaan tidak menggunakan hutang. Menurut Chandra, (2017) risiko bisnis adalah volatilitas laba atau tingkat *retrun* yang dihadapi oleh perusahaan. Sehingga risiko bisnis dapat diartikan sebagai kondisi perusahaan dalam menghadapi ketidakpastian akan laba atau keuntungan yang akan diperoleh perusahaan karena sifat alami dari bisnis.

Menurut Dewi dan Lestari, (2014) risiko bisnis meliputi kemungkinan ketidakmampuan perusahaan dalam membayar kewajiban membayar beban hutang dan tidak tercapainya tingkat profitabilitas yang ditargetkan oleh perusahaan. Menurut Alipour, et al. (2015) risiko bisnis dapat meningkat ketika perusahaan menggunakan tingkat hutang yang tinggi untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya. Sehingga risiko bisnis merupakan faktor penting dalam penentuan struktur modal perusahaan karena melihat tingkat risiko perusahaan dan tingkat pengambilan hutangnya (Sofat & Singh, 2017).

Risiko bisnis antar industri dan antar perusahaan berbeda-beda. Menurut Brigham dan Houston (2001) risiko bisnis tergantung pada sejumlah faktor, antara lain:

1. Variabilitas permintaan (unit yang terjual)

Dengan asumsi hal-hal lain tetap, semakin stabil penjualan unit produk perusahaan, maka akan semakin kecil risiko bisnisnya. Jumlah persaingan yang dihadapi perusahaan merupakan faktor yang berpengaruh terhadap risiko bisnis perusahaan.

2. Variabilitas harga jual

Perusahaan ketika produk-produknya dijual dalam pasar atau dalam harga jual produk yang bersaing, maka sangat mudah berubah menghadapi risiko bisnis yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan sejenis dengan harga jual produknya relatif lebih stabil. Risiko bisnis bisa meningkat apabila jumlah persaingan semakin meningkat.

3. Variabilitas harga bahan baku

Perusahaan yang biaya bahan baku tidak pasti, termasuk biaya pengembangan produk, biaya pengolahan, biaya pembuatan sangat tidak pasti dalam menghadapi risiko bisnis yang tinggi.

4. Kemampuan untuk menyesuaikan harga keluaran terhadap perubahan harga produksi.

Situasi pada perusahaan menghadapi sedikit kesulitan dalam menaikkan harga produknya apabila biaya produksinya naik, dan

semakin besar kemampuan perusahaan untuk menyesuaikan harga keluaran, maka semakin kecil risiko bisnisnya begitu sebaliknya apabila perusahaan semakin kecil kemampuannya untuk menyesuaikan harga keluaran maka risiko bisnis akan semakin besar.

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

Jika presentase tinggi dari biaya adalah tetap, atau sejauh mana hutang yang akan diambil oleh perusahaan maka pentingnya biaya- biaya yang bersifat tetap sangat berpengaruh terhadap risiko bisnis. Biaya tetap tadi untuk keperluan operasi perusahaan sehingga tidak menurun apabila permintaan menurun, maka hal ini akan mempengaruhi risiko bisnis perusahaan.

Penelitian Gomez et al. (2014) menyatakan bahwa risiko bisnis dapat diukur dengan menggunakan standar deviasi EBIT, sedangkan menurut Riyantina dan Ardiansari (2017) risiko bisnis dapat dihitung dengan menggunakan standar deviasi dari ROE. Penelitian Chandra, (2017) menggunakan EBIT dibagi dengan ekuitas atau modal. Pada penelitian ini risiko bisnis dapat dihitung menggunakan standar deviasi dari ROA karena menurut Alipour, et al. (2015) perhitungan risiko bisnis dapat dilihat seberapa volatil perusahaan dengan standar deviasi dari ROA atau tingkat pengembalian yang akan didapatkan perusahaan, maka risiko bisnis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Risk = \sigma ROA$$

Sumber : (Alipour, et al. 2015)

2.3 Kajian Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian mengenai keputusan Struktur Modal (DER) dengan hasil penelitian yang berbeda-beda. Ringkasan penelitian terdahulu tertera pada tabel berikut:

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
1.	Amidu (2007), <i>Determinants of capital structure of banks in Ghana: an empirical approach</i>	<i>Profitability, Growth, Tax, Asset Structure, Risk, Size</i>	<i>The panel regression</i>	1. <i>Profitability</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal. 2. <i>Risiko</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal. 3. <i>Tax</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. 4. <i>Growth</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal 5. <i>Size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. 6. <i>Asset structure</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

No	Peneliti	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
2.	Hapsari (2010), Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2008 (Studi Kasus Pada Sektor <i>Automotive And Allied Product</i>)	Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, Pertumbuhan Aset dan Profitabilitas	Regresi Linier Berganda	1. Pertumbuhan aset dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. 2. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. 3. Risiko berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
3.	Ridholah, (2010), Faktor Penentu Struktur Modal Studi Empirik pada Perusahaan Multifinansial pada Tahun 2005-2007.	Stuktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Operating Leverage, Profitabilitas, Likuiditas Dan Pertumbuhan Penjualan.	Regresi Linier Berganda	1. Profitabilitas, likuiditas dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. 2. Struktur aktiva, operating leverage dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
4.	Sheikh dan Wang (2011), <i>Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firm in Manufacturing Industry of Pakistan</i>	<i>Profitability, Size, Tangibility, Growth Opportunities, Earnings Volatility, Liquidity</i>	<i>Ordinary least square (OLS) Regression</i>	1. <i>Profitability, liquidity, earnings volatility, asset tangibility</i> , dan <i>growth opportunities</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal. 2. <i>Firm size</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal.
5.	Seftianne dan Handayani (2011), Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur	Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Risiko Binis <i>Growth Opportunity</i> , Kepemilikan Manajerial, dan Struktur Aktiva	Regresi Linier Berganda	1. Ukuran perusahaan dan <i>growth opportunity</i> berpengaruh terhadap struktur modal 2. Profitabilitas, tingkat likuiditas, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, dan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

No	Peneliti	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
6.	Bancel dan Mittoo (2011), <i>Financial flexibility and the impact of the global financial crisis</i>	<i>Financial flexibility</i>	<i>A questionnaire survey and interviews with chief financial officers (CFOs)</i>	<i>Financial flexibility</i> berpengaruh negatif terhadap rasio <i>leverage</i> .
7.	Santika dan Sudiyanto (2011), Menentukan Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia	Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas	Regresi Linier Berganda	1. Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. 2. Struktur aktiva tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. 3. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.
8.	Nisak dan Ardiansari (2012), Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Harga Saham pada Perusahaan yang Tergabung dalam LQ 45 Periode Tahun 2011-2015.	Pertumbuhan Penjualan, Profitabilitas, dan Rasio Hutang	Regresi Linier Berganda	1. Pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. 2. Profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. 3. Rasio hutang berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.
9.	Nugrahani dan Sampurno (2012), Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal	Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Kepemilikan Manajerial	Regresi Linier Berganda	1. <i>Firm Size</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap Struktur Modal. 2. <i>Manajerial Ownership</i> berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap Struktur Modal. 3. <i>Growth Sales (Growth)</i> berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Struktur Modal.

No	Peneliti	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
	Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2010			4. <i>Current Ratio</i> (CR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Struktur Modal. 5. <i>Return On Asset</i> (ROA) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap Struktur Modal.
10.	Anderson Dan Carvrhill (2012), <i>Corporateliquidity And Capital structure</i>	<i>Liquid Asset Holding</i>	<i>Structural Dynamic Model</i>	<i>Financial flexibility</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal.
11.	Nuswandari (2013), Determinan Struktur Modal Dalam Perspektif <i>Pecking Order Theory</i> dan <i>Agency Theory</i>	Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, Pertumbuhan Perusahaan, Kepemilikan Manajerial	Regresi Linier Berganda	1. Profitabilitas dan risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. 2. Ukuran perusahaan, <i>growth opportunity</i> , dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
12.	Indriani dan Widyarti (2013), Penentu-Penentu Struktur Modal Perusahaan yang Sahamnya Masuk <i>Jakarta Islamic Index</i> .	Pertumbuhan Penjualan, Pertumbuhan Aset, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Likuiditas	Regresi Linier Berganda	1. Pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aset tidak berpengaruh terhadap struktur modal. 2. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. 3. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. 4. Likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
13.	Chandra (2014), Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Indonesia	<i>Profitability, Growth Opportunity, Tangibility, Size, Dividend, Liquidity, Business Risk</i>	Regresi Linier Berganda	1. <i>Profitability, Growth, Liquidity, Business Risk</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal.

No	Peneliti	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
				<p>2. <i>Tangibility</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.</p> <p>3. <i>Size</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal.</p> <p>4. <i>Dividend</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal.</p>
14.	Nugroho (2014), Analisis Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, dan Umur Perusahaan terhadap Struktur Modal Usaha Mikro Kecil dan Menengah Kerajinan Kuningan di Kabupaten Pati.	Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, dan Umur Perusahaan.	Regresi Linier Berganda	<p>1. Profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan umur perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.</p> <p>2. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.</p>
15.	Widodo (2014), Pengaruh <i>Tangibility</i> , Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, <i>Non Debt Tax Shields</i> , <i>Cash Holding</i> dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI Tahun 2010-2012)	<i>Tangibility, Profitability, Growth, Non-Debt Tax Shields, Cash Holding, Firm Size</i>	Regresi Linier Berganda	<p>1. <i>Tangibility</i>, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.</p> <p>2. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.</p> <p>3. Pertumbuhan, <i>non debt tax shield</i> dan <i>cash holding</i> tidak berpengaruh terhadap struktur modal.</p>
16.	Liang dkk (2014), <i>An explanation of Capital Structure of China's Listed Property Firms.</i>	Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Struktur Aktiva, Likuiditas,	<i>Generalized Moment Method (GMM)</i>	1. Struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas dan kepemilikan pemerintah berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

No	Peneliti	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
		<i>Debt Interest</i> , dan Kepemilikan Pemerintah		2. . Likuiditas dan <i>Debt Interest</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.
17.	Rapp, et al (2014), <i>The Value of financial flexibility and corporate financial policy</i>	<i>Financial flexibility</i>	<i>Regression equation</i>	<i>Financial flexibility</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
18.	Dewi (2014), Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia	<i>Firm Size</i> , <i>Growth</i> , <i>Tangibility</i> , <i>Profitability</i> , <i>Risk</i>	Regresi Linier Berganda	<p>1. <i>Firm Size</i> berpengaruh positif secara signifikan terhadap <i>total debt ratio</i>, <i>long term debt ratio</i> dan <i>short term debt ratio</i>.</p> <p>2. <i>Firm Growth</i> berpengaruh positif secara signifikan terhadap <i>total debt ratio</i> dan <i>short term debt ratio</i> tetapi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap <i>long term debt ratio</i>.</p> <p>3. <i>Tangibility of assets</i> berpengaruh negatif secara signifikan terhadap <i>total debt ratio</i> dan <i>short term debt ratio</i>, tetapi berpengaruh positif secara signifikan terhadap <i>long term debt ratio</i>.</p> <p>4. <i>Profitability (ROA)</i> berpengaruh negatif secara signifikan terhadap <i>total debt ratio</i>, <i>long term debt ratio</i> dan <i>short term debt ratio</i>.</p>

No	Peneliti	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
				5. <i>Risk</i> tidak berpengaruh secara signifikan terhadap <i>total debt ratio</i> , berpengaruh positif signifikan terhadap <i>long term debt ratio</i> , dan berpengaruh negatif secara signifikan terhadap <i>short term debt ratio</i> .
19.	Gomez (2014), <i>The determinants of capital structure in Peru</i>	<i>Collateral Value of Asset, Profitability, Size, usiness Risk, Growth, Non-debt Tax Shields, Liquidity</i>	<i>Panel Data</i>	1. <i>Collateral Value of asset</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal. 2. <i>Profitability</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal 3. <i>Size</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal. 4 <i>Non-debt Tax Shields</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal. 5. <i>Business Risk</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal. 6. <i>Growth</i> berpengaruh terhadap struktur modal. 7. <i>Liquidity</i> tidak berpnagruh terhadap struktur modal.
20.	Alipour et al. (2015), <i>Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran</i>	<i>Effective Tax Rate, Firms Size, Liquidiy, Financial Flexibility, Shareprice Performance, Asset Structure, Growth Opportu Nities, Risk Profitability, Asset Utilization Ratio, State Ownership</i>	<i>Ordinary least square (OLS) Regression</i>	1. <i>Firm size, financial flexibility, share price performance, sales growth, profitability, effective tax rate, , firms risk</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal. 2. <i>Asset structure</i> dan <i>state ownership</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal. 3. <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

No	Peneliti	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
21.	Chadha dan Sharma (2015), <i>Determinants of capital structure : an empirical evaluation from India</i>	<i>Size, Age, Tangibility, Growth, Profitability, Dividend Payout Ratio, Risk, Liquidity, Uniqueness, Interest Coverage Ratio, Ownership, Inflation</i>	<i>Multiple Regression model</i>	1. <i>Size, growth, profitability, uniqueness, ownership</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal. 2. Variabel <i>age, tangibility, risk</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal. 3. <i>Dividend payout ratio, liquidity, interest coverage ratio, inflation</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal.
22.	Solikhadi (2016), Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Subsektor Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Struktur Aktiva.	Regresi Linier Berganda	1. Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. 2. Struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
23.	Kartika (2016), Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia	Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan	Metode Analisis Kualitatif	1. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. 2. Struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. 4. Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

No	Peneliti	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
24.	Murti, dkk.(2016), Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Fleksibilitas Keuangan (Studi Kasus yada Perusahaan yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (Periode 2008-2012))	Fleksibilitas Keuangan	<i>Synthetic Rating</i>	Fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif terhadap <i>leverage ratio</i> .
25.	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>	<i>Generalized Moment Method (GMM)</i>	1.Profitabilitas dan <i>firm size</i> signifikan negatif mempengaruhi struktur modal. 2. <i>Equity cost, debt cost, dan firm value volatility</i> tidak signifikan mempengaruhi struktur modal.
26.	Sofat dan Singh (2017), <i>Determinants of capital structure :an empirical study of manufacturing firms in India</i>	<i>Profitability, Firm Size, Asset Structure, Business Risk, Debt Service</i>	<i>Multiple Regression model</i>	1. <i>Profitability, Firm size ,Debt service</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal. 2. <i>Asset Structure, Business Risk</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal.
27.	Vo (2017), <i>Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam</i>	<i>Growth, Tanggible Asset, Profitability, Size ,Liquidity</i>	<i>Multiple Regression model</i>	1. <i>Growth</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal. 2. <i>Tangible Asset</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. 3. <i>Profitability</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

No	Peneliti	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
28.	Riyantina dan Ardiansari (2017), <i>The Dterminants Of Capital Structure On Consumer Goods Company Period 2011-2014.</i>	Struktur Aktiva, <i>Leverage</i> Operasi, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, dan Pertumbuhan Penjualan.	Regresi Linier Berganda	1. Struktur aktiva, <i>leverage</i> operasi, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. 2. Risiko bisnis dan pertumbuhan penjualan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal.
29.	Chandra, et al. (2019), <i>The effect of capital structure on profitability and stock return: Empirical analysis of firms listed in Kompas 100</i>	<i>Firm Size, Growth, Tangibility, Liquidity, Uniqueness, Volatility.</i>	<i>Multiple Regression model</i>	1. <i>Firm size, Growth, Tangibility, Liquidity, Uniqueness</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. 2. <i>Volatility</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal.

Sumber: Artikel penelitian yang diolah kembali (2020)

2.4 Kerangka Berpikir

2.4.1 Pengembangan Hipotesis

2.4.1.1 Pengaruh *Financial Flexibility* terhadap Struktur Modal

Menurut Alipour et, al (2015) *financial flexibility* berpengaruh sebagai faktor penentu struktur modal. Semakin fleksibel keuangan perusahaan maka akan semakin besar kesempatan pendanaan perusahaan yang didapatkan dari internal perusahaan. Pertimbangan faktor fleksibilitas keuangan akan mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan, perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang tinggi memilih rasio *leverage* atau hutang yang lebih rendah (Rapp,et al. 2014). Perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang tinggi cenderung memiliki proporsi

hutang yang sedikit, karena dengan tingkat fleksibilitas yang tinggi perusahaan berusaha untuk meminimalkan penggunaan sumber dana eksternal.

Perusahaan dengan tingkat kebutuhan pendanaan secara mendadak, maka perusahaan dengan tingkat fleksibilitas yang tinggi dapat dengan mudah untuk mengambil sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan dibandingkan menggunakan sumber pendanaan eksternal. Perusahaan akan menghindari penggunaan kebutuhan pendanaan dari eksternal dengan meningkatkan fleksibilitas keuangan (Margaretha & Ginting, 2014). Hal ini sejalan dengan *pecking order theory*, perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi akan cenderung memiliki hutang yang lebih sedikit. Pernyataan tersebut dibuktikan dengan penelitian Alipour, et al. (2015) dan Rapp, et al. (2014) *financial flexibility* memiliki hubungan negatif signifikan terhadap struktur modal.

2.4.1.2 Pengaruh *Asset Structure* terhadap Struktur Modal

Asset structure berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan dengan *tangible assets* yang besar lebih mudah mendapatkan sumber dana dari eksternal, karena *tangible assets* yang besar dapat dijadikan sebagai jaminan akan hutang (Sofat & Singh, 2017). Perusahaan dengan *tangible assets* yang besar lebih dapat dipercaya mendapatkan pinjaman dari pihak luar dibandingkan dengan perusahaan yang nilai *tangible assets*nya kecil. Perusahaan dengan *tangible assets* yang tinggi cenderung untuk lebih mudah mendapatkan pinjaman dari kreditur, karena

risiko akan kebangkrutan yang rendah dan masih memiliki jaminan akan hutang berupa *tangible assets* yang dimiliki (Alipour, et al. 2015). Perusahaan dengan struktur aset yang tinggi pada umumnya mempunyai kemungkinan bangkrut yang relatif kecil dibandingkan perusahaan dengan struktur asetnya kecil sehingga lebih mudah untuk melakukan pinjaman ke bank.

Hal ini sejalan dengan *trade off theory*, semakin tinggi *asset structure* dari sebuah perusahaan, maka akan lebih memudahkan perusahaan dalam memperoleh hutang. Hubungan positif memiliki arti bahwa, semakin tinggi struktur aset menunjukkan bahwa hutang yang diambil oleh perusahaan akan semakin besar. Perusahaan akan cenderung untuk meminjam lebih banyak hutang jika *asset structure* perusahaan meningkat. Jaminan yang dapat memberikan kepastian bagi pihak kreditur melalui *tangible aset* yang dimiliki perusahaan. Dengan demikian, jaminan yang akan diberikan perusahaan kepada kreditur semakin tinggi, semakin besar jumlah pinjaman yang dapat diberikan oleh kreditur kepada perusahaan. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sofat dan Singh, (2017); Alipour, et al. (2015), yang menunjukkan bahwa ada hubungan positif antara struktur aset dan struktur modal.

2.4.1.3 Pengaruh *Firm Size* terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan dapat mempengaruhi struktur modal. Menurut Nuswandari (2013) ukuran perusahaan menunjukkan seberapa besar kecilnya suatu perusahaan. Berdasarkan *trade off theory* perusahaan dengan

ukuran besar maka akan membutuhkan pendanaan yang lebih besar pula. Ukuran besar kecilnya perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar ukuran suatu perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan.

Perusahaan dengan ukuran besar akan cenderung menggunakan sumber pendanaan dari hutang, karena perusahaan dengan ukuran besar memiliki risiko kebangkrutan yang rendah (Sofat & Singh, 2017). Perusahaan dengan risiko kebangkrutan yang rendah akan lebih dapat dipercaya oleh para pemberi pinjaman hutang, sehingga perusahaan dengan ukuran besar cenderung menggunakan hutang yang lebih banyak. Hal tersebut sejalan dengan penelitian Chandra, et al. (2019); Gomez, et al. (2014) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

2.4.1.4 Pengaruh *Profitability* terhadap Struktur Modal

Menurut Ridloah, (2010) profitabilitas adalah laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan dalam menjalankan operasinya. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi cenderung untuk mengurangi penggunaan hutang, karena perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tidak membutuhkan penggunaan sumber dana eksternal dan lebih menyukai menggunakan sumber dana internal (Alipour, et al. 2015). Hal tersebut disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya

pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan mengurangi penggunaan hutang.

Brigham dan Houston (2006) menyatakan, bahwa perusahaan dengan tingkat *return* yang tinggi, cenderung menggunakan hutang yang relatif sedikit, karena dengan keuntungan yang tinggi maka perusahaan akan memiliki sumber dana internal yang digunakan sebagai laba ditahan yang semakin tinggi pula, sehingga akan memilih menggunakan laba ditahan dibandingkan dengan menambah hutang. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan lebih menyukai untuk menggunakan dana internal kemudian selanjutnya dana eksternal. Sehingga, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan cenderung mengurangi menggunakan sumber dana eksternal, dengan kata lain profitabilitas memiliki pengaruh negatif dengan struktur modal. Hal tersebut sesuai dengan penelitian Sofat dan Singh, (2017); Alipour, et al. (2015); Sharma, (2015) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

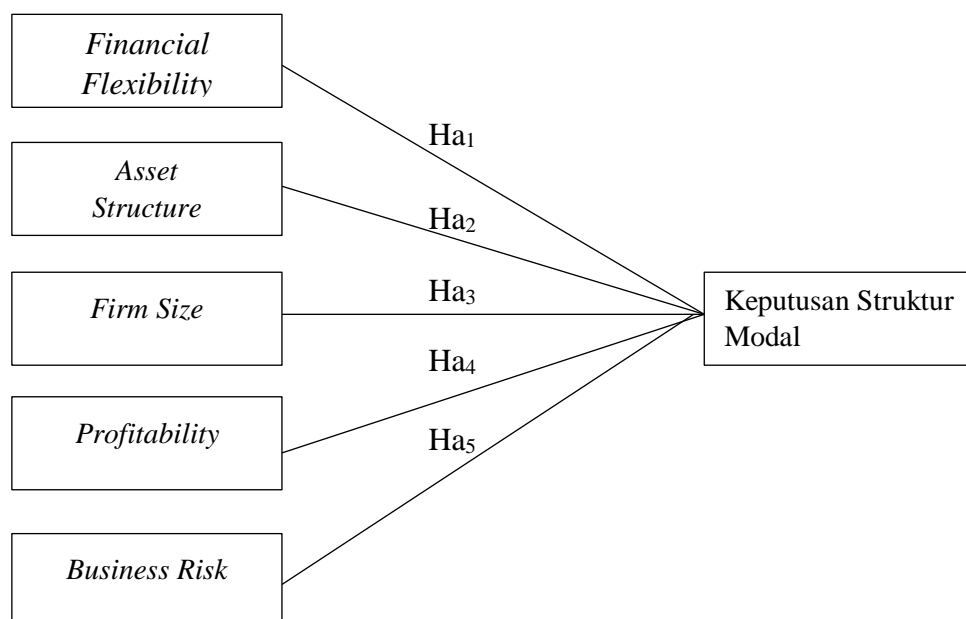
2.4.1.5 Pengaruh *Business Risk* terhadap Struktur Modal

Risiko bisnis dapat mempengaruhi pengambilan keputusan struktur modal. Menurut Reily dan Brown, (2012) risiko bisnis adalah ketidakpastian akan *return* atau pengembalian yang disebabkan oleh sifat alami dari bisnis perusahaan. Perusahaan dengan tingkat risiko yang bisnis yang tinggi akan cenderung mengurangi penggunaan hutang. Perusahaan dengan tingkat risiko bisnis yang tinggi kemungkinan akan memiliki risiko

kebangkrutan yang tinggi, sehingga akan mengurangi penggunaan hutang (Sofat & Singh, 2017).

Perusahaan dengan tingkat risiko bisnis yang tinggi lebih mudah untuk mengalami kebangkrutan, sehingga melihat faktor tersebut maka perusahaan akan mengurangi penggunaan hutangnya (Alipour, et al. 2015). Sesuai dengan *pecking order theory* bahwa, perusahaan dengan tingkat risiko bisnis yang tinggi akan cenderung mengurangi penggunaan sumber dana dari hutang. Risiko bisnis memiliki hubungan negatif dengan struktur modal. Hal tersebut sejalan dengan penelitian Alipour, et al. (2015); Gomez, et al. (2014); Sharma, (2015) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan kerangka pemikiran teoritis diatas, dapat digambarkan kerangka berpikir sebagai berikut :



Gambar 2. 1 Kerangka Berpikir

Sumber: Sofat dan Singh, (2017) dan Alipour,et al (2015).

2.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan penjelasan tentang keterkaitan hubungan antar variabel dan permasalahan yang telah di uraikan di atas, maka hipotesis yang dapat dirumuskan untuk penelitian ini adalah sebagai berikut :

Ha₁ : *Financial Flexibility* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal

Ha₂ : *Asset Structure* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal

Ha₃ : *Firm Size* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal

Ha₄ : *Profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal

Ha₅ : *Business Risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Desain Penelitian

Penelitian ini termasuk dalam penelitian kuantitatif. Metode penelitian kuantitatif dapat diartikan sebagai proses peneliti membangun hipotesis, dan menguji secara empiris terkait hipotesis tersebut (Ferdinand, 2014:9). Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh *financial flexibility*, *asset structure*, *firm size*, *profitability* dan *business risk* terhadap struktur modal perusahaan *property*, *real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2018. Data yang digunakan diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia, yaitu www.idx.co.id. Metode penelitian dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dimana data yang diperoleh secara tidak langsung. Data tersebut didapatkan dari publikasi-publikasi ataupun dokumenter yang dipublikasikan.
2. Metode yang digunakan dalam penelitian ini yaitu metode dokumentasi dengan mengumpulkan data yang berhubungan dengan *financial flexibility*, *asset structure*, *firm size*, *profitability*, *business risk* dan struktur modal.
3. Data diperoleh dari laporan keuangan perusahaan *property*, *real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

tahun 2009-2018. Laporan keuangan tersebut diperoleh dari situs Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id)

3.2 Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

3.2.1 Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2018. Populasi dalam penelitian ini sebanyak 82 perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang nantinya akan diambil beberapa perusahaan yang akan digunakan sebagai sampel penelitian.

3.2.2 Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, metode ini pengambilan sampel berdasarkan atas pertimbangan tertentu (Sanusi, 2011:95). Pada penelitian ini, perusahaan yang menjadi sampel penelitian dipilih berdasarkan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode penelitian yaitu tahun 2009-2018.
2. Perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang tidak mengalami *delisting* dan juga *re-listing* selama periode penelitian 2009-2018.

Berikut data rincian jumlah sampel penelitian dari kriteria pengambilan sampel yang telah ditetapkan:

Tabel 3. 1
Kriteria Pengambilan Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan <i>property, real estate</i> dan <i>building construction</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 – 2018	82
2	Perusahaan <i>property, real estate</i> dan <i>building construction</i> yang mengalami <i>delisting</i> dan <i>relisting</i> selama periode penelitian 2009-2018.	(54)
Sampel Penelitian		28
Jumlah Data Penelitian selama 10 tahun		280

Sumber : Data di oleh kembali, tahun 2020

3.3 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

3.3.1 Variabel Penelitian

Terdapat dua variabel penelitian yang akan digunakan dalam penelitian ini, yaitu variabel dependen dan variabel independen. Masing-masing variabel tersebut akan diuraikan sebagai berikut:

3.3.1.1 Variabel Dependen

Variabel dependen merupakan variabel terikat yang mana akan dipengaruhi oleh variabel yang lain. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal. Menurut Sudiyatno (1997: 17) yang dimaksud dengan struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara hutang (*debt*) dengan modal sendiri (*equity*). Penelitian ini adalah struktur modal dengan menggunakan rasio hutang dibagi ekuitas (*Debt to Equity Ratio*). Mengacu penelitian Sofat dan Singh, (2017) dalam penelitian ini struktur modal diproksikan dengan DER, hal tersebut dikarenakan rasio ini

mengukur seberapa besar bagian dari modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk hutang, rumus dari DER adalah sebagai berikut:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Keterangan:

DER = Debt to Equity Ratio / perbandingan total hutang dengan total ekuitas

Total Debt = Total Hutang

Total Equity = Total Ekuitas

3.3.1.2 Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel yang tidak terikat oleh variabel yang lain, variabel ini akan mempengaruhi variabel terikat. Dimana dalam penelitian ini variabel independen adalah *financial flexibility*, *asset structure*, *firm size*, *profitability* dan *business risk*. Penjelasan untuk masing-masing variabel independen adalah sebagai berikut:

1. *Financial Flexibility*

Fleksibilitas keuangan (*financial flexibility*) adalah kondisi dimana perusahaan dalam kapasitas dan kecepatan untuk dapat mengelola sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif sesuai tujuan memaksimalkan nilai perusahaan (Byoun, 2008). Fleksibilitas keuangan dapat diproksikan dengan rasio cakupan utang tunai (*cash debt coverage ratio*). Rasio cakupan hutang tunai (*cash debt coverage ratio*) menyediakan informasi mengenai fleksibilitas keuangan. Rasio ini mengindikasikan kemampuan suatu perusahaan untuk membayar

kewajibannya dengan kas bersih yang disediakan oleh aktivitas operasi tanpa harus melikuidasi aktiva yang dipakai dalam operasi (Murti, et al. 2016).

$$\text{Cash debt coverage ratio} = \frac{\text{Cash Flow from Operations}}{\text{Total Liabilities}}$$

Keterangan :

Cash debt cover ratio = rasio cakupan hutang tunai

Cash flow from operation = jumlah arus kas bersih dari operasi

Total Liabilities = jumlah total hutang

2. *Asset Structure*

Struktur aset merupakan perimbangan atau perbandingan antara total aset tetap dengan total aset (Riyanto, 2008:22). Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap lebih besar dibandingkan dengan aktiva lancarnya cenderung akan menggunakan hutang lebih besar karena aktiva tetap tersebut bisa dijadikan sebagai jaminan hutang (*collateral value of assets*). Mengacu pada penelitian Sofat dan Singh, (2017) dan Alipour, et al. (2015) rumus struktur aset dapat dinyatakan sebagai berikut :

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

Keterangan :

Tangibility = Struktur Aktiva

Total Aktiva Tetap = jumlah aset tetap

Total Aktiva = jumlah total aktiva

3. *Firm Size*

Ukuran Perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran besar kecilnya perusahaan dapat dilihat dari total aset, total penjualan, rata-rata tingkat aktiva ataupun rata-rata tingkat penjualan (Seftianne & Handayani, 2011). Mengacu penelitian dari Sofat dan Singh, (2017) dan Alipour, et al. (2015) ukuran perusahaan diproksikan dengan total aset, hal ini dikarenakan total aset memiliki nilai yang lebih stabil dibandingkan penjualan, rumusnya sebagai berikut:

$$Size = Total Asset$$

Keterangan:

Size = Ukuran perusahaan

Total Aset = Total Aset perusahaan

4. *Profitability*

Profitabilitas melihat kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Profitabilitas dalam penelitian ini diproksikan dengan menggunakan ROA. Brigham dan Houston (2011), menyatakan bahwa rasio ROA merupakan rasio laba bersih terhadap total aset yang mengukur pengembalian atas total aset setelah bunga dan pajak. Mengacu pada penelitian Sofat dan Singh, (2017) perhitungan ROA (*Return on Asset*) dapat menggunakan pembagian antara laba bersih dan total aset. Berikut adalah rumus dari ROA:

$$ROA = \frac{Laba Bersih}{Total Aset} \times 100\%$$

Keterangan:

ROA = Return on Asset / laba atas aset

Total Aset = Total keseluruhan aset

5. *Business Risk*

Risiko bisnis didefinisikan sebagai ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi tingkat pengembalian aktiva masa depan. Risiko bisnis dihitung dengan menggunakan standar deviasi dari ROA. Risiko bisnis diukur dengan menggunakan standar deviasi laba bersih. Penggunaan deviasi standar dimaksudkan untuk memperoleh estimasi yang lebih baik dari volatilitas akan risiko. Menurut Alipour, et al. (2015) ; Sheikh dan Wang (2011), perhitungan risiko bisnis dapat dilihat seberapa volatil perusahaan dengan standar deviasi dari ROA dirumuskan sebagai berikut:

$$Risk = \sigma ROA$$

Keterangan:

Risk = Risiko

ROA = Laba bersih

Dari uraian pengukuran variabel di atas, dapat diringkas dalam Tabel

3.2. sebagai berikut:

Tabel 3. 2 Definisi Operasional Variabel

No	Nama Variabel	Definisi	Pengukuran	Referensi
1	Variabel Dependen Struktur Modal	Proporsi pendanaan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri	$DER = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$	(Sofat dan Singh, 2017)

No	Nama Variabel	Definisi	Pengukuran	Referensi
2	Variabel Independen <i>Financial Flexibility</i>	Kemampuan suatu perusahaan dalam menjalankan operasionalnya, terhadap kenaikan kas operasional maupun kemampuan dalam menjual aset tanpa mempengaruhi operasional perusahaan.	$\text{Cash Debt Cover age ratio} = \frac{\text{Cash Flow from Operations}}{\text{Total Liabilities}}$	(Murti, et al. 2016)
	<i>Asset Structure</i>	Struktur aset merupakan perimbangan atau perbandingan antara total aset tetap dengan total aset	$\text{Tangi bility} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$	(Sofat dan Singh, 2017)
	<i>Firm Size</i>	Besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat diukur dengan menggunakan jumlah total aset perusahaan tersebut.	$\text{Size} = \text{Total Asset}$	(Sofat dan Singh, 2017)
	<i>Profitability</i>	Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atas asetnya . Profitabilitas merupakan rasio laba bersih terhadap total aset yang mengukur pengembalian atas total aset setelah bunga dan pajak.	$\text{ROA} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$	(Sofat dan Singh, 2017)
	<i>Business Risk</i>	Risiko bisnis didefinisikan sebagai ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi tingkat pengembalian aktiva masa depan.	$\text{Risk} = \sigma \text{ROA}$	(Alipour, et al. 2015)

Sumber: Artikel yang publikasikan, tahun 2020

3.4 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan teknik pengumpulan data yang berasal dari dokumen yang disebut teknik dokumentasi. Data diperoleh peneliti dengan cara menyalin dan mencatat data-data dalam laporan keuangan perusahaan sesuai dengan data yang dibutuhkan oleh peneliti yang sudah diaudit dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Data yang diambil adalah data yang berasal dari laporan keuangan perusahaan yang dibutuhkan untuk pengukuran setiap variabel penelitian, baik variabel dependen maupun variabel independen, melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu www.idx.co.id.

3.5 Teknik Pengolahan dan Analisis Data

3.5.1 Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif menjelaskan suatu gambaran atau deskripsi data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, *maksimum*, *minimum*, *sum*, *range*, *kurtosis*, dan *skewness* (kemencengan distribusi) (Ghozali & Ratmono, 2013: 19). Menurut Sanusi (2014:116) analisis statistik deskriptif adalah penyajian data dengan tabel, grafik atau diagram lingkaran yang didalamnya terdapat perhitungan seperti *modus*, *median*, *mean*, persentase, dan standar deviasi. Sehingga analisis statistik deskriptif yang digunakan dalam penelitian ini untuk memberikan gambaran mengenai data struktur modal, fleksibilitas keuangan, struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas dan risiko bisnis dari perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

3.5.2 Pemilihan Model Estimasi Data Panel

3.5.2.1 Pendekatan Model Estimasi Data Panel

Penelitian ini menggunakan analisis data panel, yaitu gabungan dari runtut waktu (*time series*) selama tahun 2009-2018 dan data deret lintang (*cross section*) yang meliputi 28 perusahaan. Data-data yang dikumpulkan tersebut diolah dengan menggunakan software pengolahan data *e-views 9*. Data panel yang digunakan tersebut termasuk dalam kategori panel seimbang (*balance panel*), karena masing-masing subjek mempunyai jumlah observasi yang sama (Gujarati & Porter, 2013:238). Analisis data panel terdapat tiga metode pendekatan, pertama adalah pendekatan *common effect*, kemudian pendekatan *fixed effect model*, dan yang terakhir pendekatan *random effect model*. Penjelasan dari ketiga pendekatan tersebut yaitu sebagai berikut:

1. Pendekatan *Common Effect Model* atau *Pooled Least Square (PLS)*

Metode koefisien konstan merupakan metode yang digunakan untuk mengestimasi data panel dengan tujuaninstersep dari semua objek *cross section* sama yaitu dengan cara menggabungkan seluruh observasi pada masing-masing variabel, sehingga dapat diasumsikan tidak terdapat perbedaan setiap individu dalam berbagai kurun waktu (*time-invariant*) (Gujarati & Porter, 2012:240).

2. Pendekatan *Fixed Effect Model*

Fixed Effect Model (FEM) mengasumsikan bahwa terdapat adanya perbedaan intersep antar individu, akan tetapi koefisien (*slope*) dari variabel independen tetap sama antar individu atau antar waktu Gujarati dan Porter (2012:242).

Berikut adalah persamaan *fixed effect model* :

$$\text{DER}_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2}\text{FLEX}_{it} + \beta_{3}\text{AS}_{it} + \beta_{4}\text{SIZE}_{it} + \beta_{5}\text{ROA}_{it} + \beta_{6}\text{BRISK}_{it} + \mu_{it}$$

Dengan β_1 sebagai intersep, β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , dan β_6 sebagai koefisien variabel independen. Pada pendekatan FEM adanya intersep yang berbeda-beda pada setiap individu *cross section*, hal tersebut menunjukkan bahwa adanya perbedaan setiap individu tersebut. Meskipun terdapat intersep berbeda-beda untuk masing-masing individu, setiap intersep tidak berubah seiring dengan berjalannya waktu, hal tersebut dinamakan *time variant*. Sedangkan koefisien (*slope*) dari masing - masing variabel independen sama untuk setiap individu atau antar waktu.

3. Pendekatan *Random Effect Model*

Ketika pendekatan dengan menggunakan variabel *dummy* menunjukkan fakta bahwa pendekatan tersebut justru mencerminkan keterbatasan pengetahuan mengenai model yang sebenarnya, lebih baik mencoba untuk mengabaikan melalui *disturbance term*. Pendekatan ini yang disebut pendekatan *Random Effect Model* (REM) atau *Error Components Model* (ECM) dengan asumsi yang digunakan bahwa β_{1i}

merupakan variabel random dengan nilai dari β_1 . Selanjutnya nilai intersep untuk tiap individu dimodelkan sebagai berikut (Gujarati & Porter, 2012:250):

$$\beta_{1i} = \beta_1 + \varepsilon_i$$

$$i = 1, 2, 3, \dots, N$$

Dimana ε_i adalah random *error term* dengan nilai rata-rata nol dan variance σ^2 . Terdapat perbedaan antara FEM dan ECM. Pada FEM setiap individu *cross section* memiliki nilai intersep masing-masing. Sedangkan pada ECM, memiliki intersep bersama yang mewakili nilai rata-rata dari semua intersep (*cross section*) dan komponen *error* mewakili deviasi dari intersep individual terhadap nilai rata-rata tersebut (Gujarati & Porter, 2013:251).

3.5.2.2 Pemilihan Model Estimasi Data Panel

Penentuan model terbaik yang akan digunakan oleh peneliti, maka harus melakukan uji pemilihan model estimasi. Terdapat tiga cara dalam melakukan pemilihan model estimasi yang tepat pada parameter data panel. Pemilihan model estimasi dilakukan dengan pengujian formal statistik. Uji formal statistik terdiri dari tiga, yaitu :

1. *Chow Test*

Uji chow dilakukan dengan tujuan untuk memilih pendekatan *common effect* atau *fixed effect* yang lebih baik digunakan untuk regresi data panel. Menurut Basuki dan Prawoto, (2016:294) untuk mengetahui apakah

model fixed effect lebih baik dibandingkan dengan *Common Effect* atau OLS maka hipotesis yang digunakan adalah sebagai berikut:

H_0 : Model *Common Effect* atau OLS

H_1 : Model *Fixed Effect*

H_0 ditolak jika nilai *probability Cross-section Chi-Square* lebih kecil dari α . Sebaliknya H_0 diterima jika *probability Cross-section Chi-Square* lebih besar dari nilai α . Nilai α yang digunakan yaitu sebesar 5%.

2. *Hausman Test*

Uji *Hausman* dilakukan untuk menentukan model estimasi data panel yang tepat dan terbaik antara *fixed effect model* atau *random effect model*. Menurut Basuki dan Prawoto, (2016:277) untuk memilih antara FEM dan ECM yaitu dengan cara menggunakan pengujian formal melalui uji hausman dengan hipotesis yang digunakan adalah sebagai berikut:

H_0 : Model *Random Effect* (ECM)

H_1 : Model *Fixed Effect*

H_0 ditolak jika nilai *probability Cross-section Chi-Square* lebih kecil dari α . Sebaliknya H_0 diterima jika *probability Cross-section Chi-Square* lebih besar dari nilai α . Nilai α yang digunakan yaitu sebesar 5%.

3. *Uji Lagrange Multiplier*

Uji *Lagrange Multiplier* (LM) adalah uji statistik yang digunakan untuk mengetahui apakah model *random effect* atau *common effect* lebih tepat dan terbaik untuk analisis regresi data panel (Basuki & Prawoto, 2016:277). Uji signifikansi *Random Effect Model* dikembangkan oleh

Breusch Pagan. Metode Breusch Pagan untuk uji signifikansi *Random Effect Model* berdasarkan pada nilai residual dari metode *Common Effect*.

Hipotesis yang digunakan dalam uji LM adalah sebagai berikut :

H_0 : Model *Common Effect*

H_1 : Model *Random Effect*

H_0 ditolak jika nilai probability *Cross-section Chi-Square* lebih kecil dari α . Sebaliknya H_0 diterima jika *probability Cross-section Chi-Square* lebih besar dari nilai α . Nilai α yang digunakan yaitu sebesar 5%.

3.5.2.3 Pemilihan Model Terbaik

Menurut Gujarati dan Porter (2012:255), untuk memilih model yang tepat dan terbaik dapat dilakukan uji informal untuk memilih metode mana yang lebih digunakan dalam permodelan data panel:

1. Jika jumlah T (jumlah data *time series*) besar dan N (jumlah data *cross section*) kecil, hanya terdapat sedikit perbedaan nilai parameter yang diestimasi FEM dan REM, maka FEM dapat menjadi pilihan yang lebih baik.
2. Jika T dan N besar, maka akan terdapat perbedaan yang cukup signifikan. Biasanya akan dipilih menggunakan metode FEM ketika individu yang digunakan sebagai sampel dipilih secara tidak acak dari seluruh populasi. Namun ketika sampel yang digunakan dipilih secara acak dari populasi, maka metode REM lebih cocok untuk digunakan.

3. Jika eror individual u_i satu atau lebih variabel independen saling berkorelasi, maka REM menjadi bias, sehingga FEM lebih tepat karena tidak bias.
4. Jika N besar dan T kecil, jika asumsi REM terpenuhi maka REM lebih efisien dibandingkan FEM.

3.5.3 Uji Asumsi Klasik

Model estimasi yang digunakan untuk membentuk persamaan regresi adalah metode *ordinary least square (OLS)*. Metode OLS didasari pada asumsi utama yang harus dipenuhi sehingga model yang digunakan dalam penelitian ini ideal dan sesuai menurut teori Gauss-Markov dan memiliki sifat BLUE (*Best Linear Unbiased Model*) (Gujarati & Porter (2010:92).

3.5.3.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual mempunyai distribusi normal. Uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Jika asumsi ini tidak terpenuhi maka hasil uji statistik menjadi tidak valid khususnya untuk ukuran sampel kecil. Pengujian normalitas residual yang banyak digunakan adalah uji *Jarque-Bera (JB)*. Uji JB adalah untuk uji normalitas untuk sampel besar (*asymptotic*) (Ghozali & Ratmono, 2013:165).

Hipotesis yang digunakan adalah :

H_0 : residual terdistribusi normal

H_1 : residual tidak terdistribusi normal

Jika data memiliki nilai probabilitas *Jarque-Bera* (JB) lebih besar dari 0,05 atau 5% maka dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima sehingga residual dikatakan berdistribusi normal dan sebaliknya apabila nilai probabilitas kurang dari 0,05 atau 5% maka residual tidak terdistribusi normal (Ghozali, 2011:163). Menurut Gujarati dan Porter (2015: 207) permasalahan normalitas data dapat diatasi dengan cara transformasi, ada empat model transformasi data yaitu model log-linear, model semilog, model *reciprocal* dan model logaritma *reciprocal* setiap model dapat digunakan sesuai ciri-ciri khusus dengan permasalahan pada data. Permasalahan normalitas data dapat juga dilakukan dengan cara mengeliminasi data *outlier*, data *outlier* yaitu data-data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim baik variabel tunggal atau kombinasi (Ghozali & Ratmono, 2013).

3.5.3.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas memiliki tujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (Ghozali & Ratmono, 2013:77). Model dikatakan baik apabila tidak terdapat korelasi antar variabel independen. Jika terdapat variabel independen yang berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal atau nilai korelasi antarsesama variabel independen nilainya tidak sama dengan nol (Ghozali & Ratmono, 2017:71).

Menurut Ghozali dan Ratmono (2013:79) adanya multikolinearitas antar variabel independen dapat dideteksi dengan melihat nilai VIF

(*Variance Inflation Factor*). Indikator yang menunjukkan adanya multikolinearitas yaitu apabila nilai VIF > 10 . Sebaliknya apabila nilai VIF < 10 maka tidak ada multikolinearitas. Mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas didalam model regresi dapat dilihat melalui koefisien korelasi antar variabel independen. Jika koefisien antar variabel independen berada di bawah 0,90 maka dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas (Ghozali & Ratmono, 2013:157). Apabila terdapat masalah multikolinearitas terdapat dua pilihan yang dapat dilakukan yaitu, tidak melakukan apapun atau biarkan saja, kemudian yang kedua yaitu menggunakan aturan tertentu dengan cara apriori informasi atau menggabungkan antara data silang (*cross –section*) dan data runtun waktu (*time series*) (Ghozali & Ratmono, 2017:79).

3.5.3.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi mempunyai variabel pengganggu yang konstan atau heteroskedastisitas. Model regresi yang baik yaitu homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Menurut Ghozali dan Ratmono (2013:95), terdapat dua cara untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas, yaitu dengan metode grafik dan metode uji statistik (uji formal). Metode grafik relatif mudah dilakukan karena dengan melihat data grafik akan tetapi kelemahannya adalah karena jumlah pengamatan mempengaruhi tampilannya, sehingga diperlukan uji statistik formal agar hasil lebih akurat.

Menurut Ghozali dan Ratmono (2017:90), bahwa untuk memprediksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas pada suatu model penelitian dapat dilihat dengan uji *Glejser*, dengan melihat nilai signifikansi hasil regresi absolut residual. Hipotesis uji *Glejser* adalah sebagai berikut:

H_0 : Tidak terjadi heterokedastisitas

H_1 : Terjadi heterokedastisitas

Apabila nilai signifikansinya lebih besar dari 5%, maka H_0 diterima, artinya tidak terjadi heteroskedastisitas. Sebaliknya, apabila nilai signifikansi kurang dari 5%, maka H_a diterima yaitu terjadi heteroskedastisitas. Pada model regresi apabila terjadi permasalahan heterokedastisitas maka terdapat dua cara untuk mengatasinya yaitu, ketika varian residual diketahui maka dapat menggunakan metode estimasi WLS (*weighted least square*) namun, jika varian residual tidak diketahui maka dapat menggunakan pendekatan yaitu *white's heteroscedasticity-consistent variance and standard error* (Ghozali & Ratmono, 2017:99).

3.5.3.4 Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu periode $t-1$. Autokorelasi muncul karena observasi yang urut, saling terkait. Masalah ini timbul diakibatkan oleh residual (kesalahan pengganggu) yang tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu (*time series*) yang menunjukkan adanya kesamaan pergerakan naik dan turun.

Model regresi yang baik yaitu model regresi yang bebas dari autokorelasi (Ghozali & Ratmono, 2017:121). Apabila terdapat permasalahan autokorelasi pada model regresi maka dapat disembuhkan dengan dilakukan dengan menambah *lag* variabel terikat Y_t , yaitu Y_{t-1} , pada model regresi (Gujarati & Ratmono, 2013:157).

Menurut Ghozali dan Ratmono (2013:138), terdapat beberapa cara yang dapat digunakan untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi yaitu, dengan melalui pengujian uji *Durbin Watson* merupakan sebuah uji yang sering digunakan untuk melihat gejala autokorelasi. Hipotesis yang akan diuji adalah :

H_0 : tidak ada autokorelasi ($\rho = 0$)

H_1 : ada autokorelasi ($\rho \neq 0$)

Dasar pengambilan keputusan dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 3. 3 Keputusan Uji Durbin-Watson

Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < d_L$
Tidak ada autokorelasi positif	Tidak ada keputusan	$d_L \leq d \leq d_U$
Tidak ada autokorelasi negative	Tolak	$4 - d_L < d < 4$
Tidak ada autokorelasi negative	Tidak ada keputusan	$4 - d_U \leq d \leq 4 - d_L$
Tidak ada autokorelasi positif dan negative	Tidak ditolak	$d_U < d < 4 - d_U$

Sumber : Ghozali dan Ratmono (2013:138)

3.5.4 Uji *Goodness of Fit*

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dengan melihat *goodness of fit*. Secara statistik dapat diukur dari nilai

koefisien determinasi, nilai statistik F dan nilai statistik t (Ghozali & Ratmono, 2013:59).

3.5.4.1 Koefisien Determinasi (R^2)

Menurut Gujarati dan Porter (2015:97) dalam mengukur *goodness of fit* dari sebuah model regresi yaitu dengan melihat nilai R^2 yang dikenal sebagai koefisien determinasi (sampel). Nilai tersebut menunjukkan ukuran proporsi atau persentasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Koefisien determinasi pada dasarnya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali dan Ratmono (2013:59). Nilai dari koefisien determinasi adalah antara 0 dan 1. Nilai koefisien determinasi yang mendekati 1 mempunyai arti bahwa, variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Kelemahan yang terdapat pada penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Apabila terjadi penambahan satu variabel independen, maka nilai R^2 juga akan mengalami peningkatan tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Oleh karena itu, nilai *Adjusted R^2* tidak dianjurkan oleh banyak peneliti pada saat mengevaluasi model regresi terbaik. Nilai *Adjusted R^2* sangat riskan untuk dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model. Jika dalam uji empiris didapat nilai *Adjusted R^2* negatif, maka nilai *Adjusted R^2* dianggap bernilai nol (Ghozali & Ratmono, 2013:60).

3.5.4.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F digunakan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersamaan atau simultan terhadap variabel dependen. Pengujian hipotesis disebut dengan pengujian signifikansi keseluruhan (*overall significance*) terhadap garis regresi yang digunakan untuk menguji variabel dependen secara linear berhubungan dengan variabel independen (Ghozali & Ratmono, 2013:61).

Signifikan memiliki arti bahwa, hubungan yang terjadi dapat berlaku untuk populasi. Adapun penggunaan tingkat signifikansinya beragam, yaitu 0,01 (1%), 0,05 (5%), dan 0,10 (10%). Menurut Gujarati dan Porter (2013:309) dalam melakukan uji F-statistik adalah sebagai berikut:

1. Membuat hipotesis :

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$, berarti secara bersama-sama tidak ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq 0$, berarti secara bersama-sama ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

2. Menentukan α , yaitu sebesar $\alpha = 5\%$
3. Menentukan daerah tolak dan terima.

$$F \text{ tabel} = \alpha (k - 1, n - k)$$

Dimana :

n = jumlah sampel

k = banyaknya koefisien regresi + konstanta

4. Menghitung nilai F hitung dengan rumus sebagai berikut :

$$F \text{ hitung} = \frac{R^{2(k-1)}}{(1 - R^2)/^{2(n-k)}}$$

5. Setelah didapat nilai F hitung, kemudian mengambil kesimpulan dengan ketentuan sebagai berikut:

- a. F hitung > F tabel maka H0 ditolak dan H1 diterima, artinya semua variabel independen secara bersama-sama merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.
- b. F hitung < F tabel maka H0 diterima dan H1 ditolak, artinya semua variabel independen secara bersama-sama bukan merupakan penjelas.

3.5.5 Uji Hipotesis

3.5.5.1 Analisis Regresi Data Panel

Analisis regresi linear berganda yaitu analisis yang digunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel independen (*explanatory*) terhadap satu variabel independen (Ghozali & Ratmono, 2013:57). Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda karena penelitian ini menggunakan lima variabel bebas dan satu variabel terikat. Persamaan regresi linear berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$DER_{it} = \alpha + \beta_1 FLEX + \beta_2 AS + \beta_3 SIZE + \beta_4 ROA + \beta_5 RISK + \mu$$

Keterangan dari persamaan diatas:

α = konstanta

β = koefisien regresi variabel independen

DER = *Debt to Equity Ratio* atau Struktur Modal

FLEX = *Financial Flexibility* atau Fleksibilitas Keuangan

AS = *Asset Structure* atau Struktur Aset

SIZE = Ukuran Perusahaan

ROA = *Return On Asset* atau Profitabilitas

RISK = *Business Risk* atau Risiko Bisnis

μ = error yang signifikan terhadap variabel dependen.

3.5.5.2 Pengujian Hipotesis (Uji Statistik t)

Menurut Gujarati dan Porter (2013:149), uji signifikansi digunakan untuk menguji suatu kebenaran atau kesalahan dari hipotesis nol dari sampel. Pengujian signifikansi didasari oleh uji statistik (estimator) dari distribusi sampel dari suatu statistik di bawah hipotesis nol. Penelitian ini pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji statistik t. Menurut Ghozali dan Ratmono (2013: 62) uji statistik t menunjukkan pengaruh akan satu variabel independen terhadap variabel dependen dengan anggapan bahwa variabel independen lainnya adalah konstan. Hipotesis dalam uji statistik t adalah sebagai berikut :

H₀ : secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

H₁ : secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

Dengan kesimpulan hipotesis sebagai berikut :

- a. Jika tingkat signifikansi $> 5\%$, maka dapat disimpulkan bahwa H₀ diterima, sebaliknya H₁ ditolak.
- b. Jika tingkat signifikansi $< 5\%$, maka dapat disimpulkan bahwa H₀ ditolak, sebaliknya H₁ diterima.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1 Deskripsi Objek Penelitian

Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode pengamatan 2009-2018. Jumlah populasi perusahaan manufaktur adalah sebanyak 82 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria pengambilan sampel yang telah ditetapkan, diperoleh 28 perusahaan yang memenuhi syarat untuk dijadikan sampel penelitian dengan jumlah total sebanyak $28 \times 10 = 280$ sampel pengamatan. Periode pengamatan yang dilakukan selama 10 tahun, yaitu tahun 2009-2018.

4.1.2 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran mengenai data setiap variabel penelitian. Variabel tersebut antara lain rasio hutang perusahaan atau *debt to equity ratio* (DER), fleksibilitas keuangan atau *financial flexibility* (FLEX), struktur aset atau *asset structure* (TAN), ukuran perusahaan atau *firm size* (SIZE), profitabilitas atau *profitability* (ROA), dan risiko bisnis atau *business risk* (BRISK). Hasil uji statistik deskriptif disajikan dalam Tabel 4.1 berikut ini:

**Tabel 4. 1 Hasil Statistik Deskriptif Variabel Penelitian Perusahaan
Property, Real Estate dan Building Construction 2009-2018**

	DER	FLEX	TAN	SIZE	ROA	BRISK
Mean	1.084762	0.076205	0.089776	29.01730	0.051116	0.024557
Median	0.843404	0.059876	0.056719	29.25158	0.039528	0.011655
Max.	6.685705	1.281217	0.825444	31.71245	0.495116	0.263387
Min.	0.034688	-1.674813	0.000241	25.48801	-0.102698	0.000034
Std.Dev.	0.956317	0.232804	0.113487	1.456170	0.063405	0.036674
Obs.	280	280	280	280	280	280

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2020

Berdasarkan Tabel 4.1. Hasil Uji Statistik Deskriptif variabel penelitian diatas, menunjukkan bahwa jumlah pengamatan yang dilakukan dalam penelitian ini setelah dilakukan literasi sebanyak 280 unit analisis selama tahun 2009-2018, maka dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Variabel struktur modal (DER) memiliki nilai minimum sebesar 0,034688 pada PT Ristia Bintang Mahkota Sejati Tbk tahun 2016 dan nilai maksimum sebesar 6,685705 pada PT Adhi Karya Persero Tbk tahun 2009. Secara keseluruhan variabel struktur modal mempunyai nilai rata – rata sebesar 1,084762 median sebesar 0,843404 dan standar deviasi sebesar 0,956317.
2. Variabel *financial flexibility* (FLEX) memiliki nilai minimum sebesar –1,674813 pada PT Lippo Karawaci Tbk tahun 2017 dan nilai maksimum sebesar 1,281217 pada PT Fortune Mate Indonesia Tbk tahun 2016. Secara keseluruhan variabel *financial flexibility*

- mempunyai nilai rata – rata sebesar 0,076205 median sebesar 0,059876 dan standar deviasi sebesar 0,232804.
3. Variabel *asset structure* (TAN) memiliki nilai minimum sebesar 0,000241 pada PT Bekasi Asri Pemula Tbk tahun 2017 dan nilai maksimum sebesar 0,825444 pada PT Ciputra Development Tbk tahun 2012. Secara keseluruhan variabel *asset structure* mempunyai nilai rata – rata sebesar 0,089776 median sebesar 0,056719 dan standar deviasi sebesar 0,113487.
 4. Variabel *firm size* (SIZE) memiliki nilai minimum sebesar 25,48801 pada PT Ristia Bintang Mahkota Sejati Tbk tahun 2010 dan nilai maksimum sebesar 31,71245 pada PT Wijaya Karya Tbk tahun 2018. Secara keseluruhan variabel *firm size* mempunyai nilai rata – rata sebesar 29,01730 median sebesar 29,25158 dan standar deviasi sebesar 1,456170.
 5. Variabel *profitability* (ROA) memiliki nilai minimum sebesar -0,102698 pada PT Rista Bintang Mahkota Sejati Tbk tahun 2011 dan nilai maksimum sebesar 0,495116 pada PT Sentul City Tbk tahun 2016. Secara keseluruhan variabel *profitability* mempunyai nilai rata – rata sebesar 0,051116 median sebesar 0,039528 dan standar deviasi sebesar 0,063405.
 6. Variabel *business risk* (BRISK) memiliki nilai minimum yaitu sebesar 0,000036 pada PT Suryamas Duta Makmur Tbk tahun 2017 dan nilai maksimum sebesar 0,263387 pada PT Fortune Matte Indonesia Tbk

tahun 2017. Secara keseluruhan variabel *business risk* mempunyai nilai rata – rata sebesar 0,024557 median sebesar 0,011655 dan standar deviasi sebesar 0,036674.

4.1.3 Pemilihan Model Estimasi Data Panel

Sebelum melakukan analisis, model dalam penelitian ini menggunakan metode regresi data panel yang dapat menggunakan tiga pendekatan, yaitu *Common Effect Model* atau *Pooled Least Square (PLS)*, *Fixed Effect Model (FEM)*, *Random Effect Model (REM)*. Pemilihan model estimasi yang digunakan akan ditentukan oleh Uji *Chow*, Uji *Hausman* dan Uji *Lagrange Multiplier*.

4.1.3.1 Chow Test

Uji pertama yang dilakukan untuk pemilihan model data panel yaitu menggunakan *chow test* yaitu pengujian yang dilakukan untuk menentukan model yang tepat digunakan antara *fixed effect* atau *common effect* untuk mengestimasi data panel (Gujarati dan Porter, 2013). Indikator yang digunakan pada uji ini adalah dengan melihat probabilitas *Cross section Chi-Square* dari output uji *chow* dengan menggunakan *E-views*. Hipotesis nol (H_0) adalah *common effect* sedangkan hipotesis alternatif (H_a) adalah *fixed effect*. Dengan asumsi $\alpha = 5\%$. Jika probabilitas *cross section Chi-Square* $< \alpha$, maka H_0 ditolak. Berikut adalah hipotesis hasil dari uji *chow* dan keputusan yang diambil berdasarkan uji *chow* yang dilakukan dengan menggunakan *E-views* versi 9.

Tabel 4. 2 Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	30.746111	(27,247)	0.0000
Cross-section Chi-square	412.350671	27	0.0000

Sumber: *Output Eviews 9*(Hasil Olahan, 2020)

Hipotesis pengujian *Chow Test* atau *Likelihood Ratio Test*, yaitu :

H₀ : *Common Effect*

H_a : *Fixed Effect*

Dari tabel 4.2 dapat dilihat nilai probabilitas *Cross section Chi-Square* $< \alpha$ dengan nilai $0,0000 < 0,05$. Hal ini dapat ditarik kesimpulan H₀ ditolak dan H_a diterima, sehingga dapat diartikan bahwa diantara model *common effect* dan *fixed effect*, model yang terbaik yang digunakan sebagai model regresi data panel adalah ***fixed effect***. Kemudian langkah selanjutnya adalah memilih model terbaik antara *fixed effect* dan *random effect* dengan uji hausman.

4.1.3.2 Hausman Test

Pengujian kedua adalah *hausman* test, yaitu uji statistik yang digunakan untuk memilih model antara *fixed effect* atau *random effect*, yang tepat digunakan untuk regresi data panel (Gujarati dan Porter, 2013). Hipotesis nol (H₀) adalah *random effect* , sedangkan hipotesis alternatif (H_a) adalah *fixed effect*, dengan asumsi $\alpha = 5\%$. Jika diperoleh probabilitas *Cross-section random* $< \alpha$, berarti bahwa model yang digunakan adalah

fixed effect. Berikut adalah output hasil uji *hausman* dengan menggunakan *E-views* versi 9.

Tabel 4. 3 Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	6.111873	5	0.2955

Sumber: *Output Eviews 9*(Hasil Olahan, 2020)

Hipotesis pengujian *Hausman Test*, yaitu :

H_0 : *Random Effect*

H_a : *Fixed Effect*

Dari tabel 4.3 diketahui bahwa nilai *Cross-section random* $> \alpha$ yaitu dengan nilai $0,2955 > 0,05$. Hal ini dapat diambil kesimpulan bahwa H_0 diterima dan H_a ditolak, hal ini berarti model terbaik yang digunakan sebagai regresi data panel adalah *random effect*. Langkah selanjutnya adalah untuk memilih model terbaik antara *random effect* dan *common effect* dengan uji *lagrange multiplier*.

4.1.3.3 Uji *Lagrange Multiplier*

Pengujian yang ketiga yaitu uji *lagrange multiplier*, yaitu uji statistik yang digunakan untuk memilih apakah model *random effect* atau *common effect* yang akan digunakan. Hipotesis nol (H_0) adalah *common effect* sedangkan hipotesis alternatif (H_a) adalah *random effect* dengan asumsi $\alpha = 5\%$. Jika diperoleh probabilitas *Cross-section Breusch-Pagan* $< \alpha$, berarti

bahwa model yang digunakan adalah *random effect*. Berikut adalah output hasil uji *lagrange multiplier* dengan menggunakan *E-views* versi 9.

Tabel 4. 4 Hasil Uji Lagrange Multiplier

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	637.8701 (0.0000)	0.232797 (0.6295)	638.1029 (0.0000)

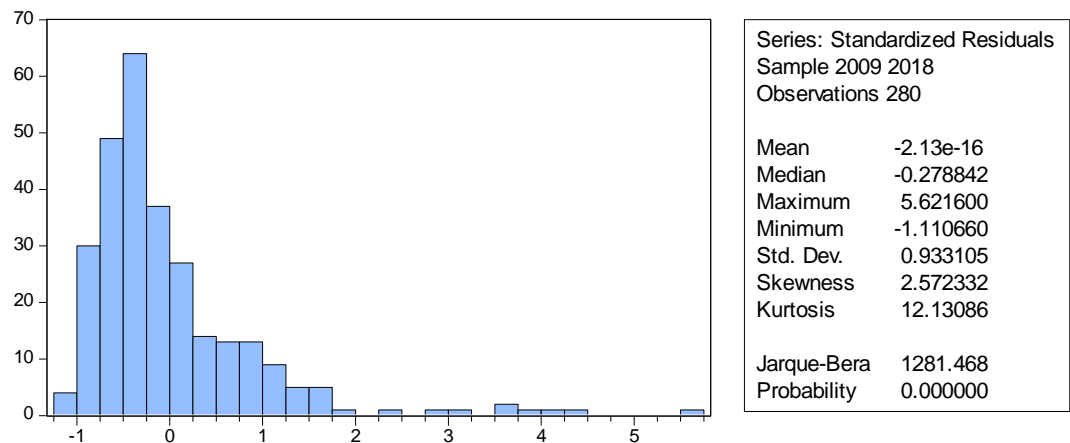
Sumber: *Output Eviews 9*(Hasil Olahan, 2020)

Dari tabel 4.4 diketahui bahwa nilai *Cross-section Breusch-Pagan* < α yaitu dengan nilai $0,0000 < 0,05$. Hal ini dapat diambil kesimpulan bahwa H_0 ditolak dan H_a diterima, hal ini berarti model terbaik yang digunakan sebagai regresi data panel adalah *random effect*.

4.1.4 Uji Asumsi Klasik

4.1.4.1 Uji Normalitas

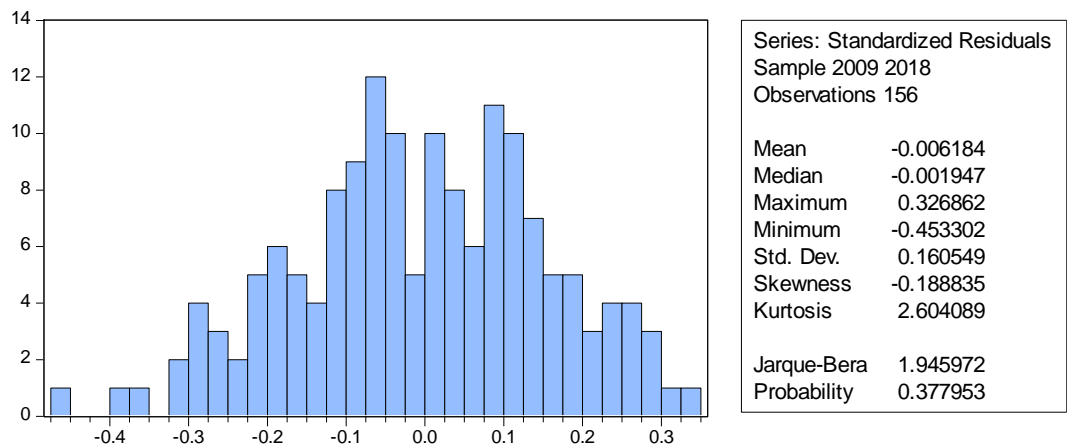
Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah model regresi memiliki data yang terdistribusi yang normal atau tidak. Hipotesis yang digunakan adalah H_0 apabila data residual berdistribusi normal dan H_1 adalah data residual tidak berdistribusi normal. Jika probabilitas memiliki tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05 atau 5% maka dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima yang artinya data terdistribusi normal. Hasil uji normalitas dapat dilihat pada gambar 4.1 sebagai berikut:



Gambar 4. 1 Output Uji Normalitas

Berdasarkan gambar 4.1, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas $0,000000 < 0,05$ (5%) maka H_0 ditolak berarti bahwa residual tidak terdistribusi normal dan dapat dikatakan bahwa model regresi terdistribusi tidak normal. Menurut Ghozali dan Ratmono, (2013) untuk mengatasi masalah normalitas, maka dapat dilakukan dengan mengeliminasi data outlier. Data outlier adalah data-data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim baik variabel tunggal atau kombinasi (Ghozali & Ratmono, 2013).

Penelitian ini terdapat data outlier yang menyebabkan data tidak terdistribusi normal oleh karena itu peneliti mengeliminasi data outlier. Jumlah observasi awal yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 280 observasi (28 x 10). Setelah dilakukan eliminasi terhadap data outlier jumlah observasi menjadi 156 observasi (280-124). Hasil uji normalitas setelah dilakukan eliminasi data outlier dapat dilihat pada gambar 4.2 sebagai berikut:



Gambar 4. 2 Output Koreksi Uji Normalitas

Berdasarkan gambar diatas, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas $0,377953 > 0,05$ (5%) maka H_0 diterima berarti bahwa data terdistribusi normal dan dapat dikatakan bahwa model regresi terdistribusi normal.

4.1.4.2 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah suatu kondisi dimana terdapat hubungan antara beberapa atau semua variabel bebas pada model regresi. Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya kolerasi yang tinggi antar variabel independen (Ghozali & Ratmono, 2013:77). Uji multikolinearitas dapat dideteksi dengan menggunakan matriks korelasi yaitu dengan melihat koefisien korelasi antar variabel independen. Jika koefisien antar variabel independen berada di bawah 0,90 maka dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas (Ghozali & Ratmono, 2013). Hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4. 5 Hasil Uji Multikolinearitas

	FLEX	TAN	SIZE	ROA	BRISK
FLEX	1	0.07054519878 22134	0.10031834673 14507	0.43610626969 28767	0.15561491370 40279
TTAN	0.07054519878 22134	1	0.16870834395 61879	0.12529539650 75102	0.00449222992 6143692
SIZE	0.10031834673 14507	0.16870834395 61879	1	0.23906223634 60097	0.07959155937 914173
ROA	0.43610626969 28767	0.12529539650 75102	0.23906223634 60097	1	0.24402580186 8773
BRISK	0.15561491370 40279	0.00449222992 6143692	0.07959155937 914173	0.24402580186 8773	1

Sumber : *Output Eviews 9* yang diolah (2020)

Berdasarkan hasil output matrik korelasi pada tabel 4.5 dapat dilihat bahwa semua koefisien korelasi antar variabel independen berada dibawah 0,90 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas.

4.1.4.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi mempunyai variabel pengganggu yang konstan atau heteroskedastisitas. Pada penelitian ini, uji heterokedastisitas dilakukan dengan uji *Glejser*. Uji *Glejser* mengusulkan untuk meregres nilai absolute residual terhadap variabel independen pada model (Ghozali & Ratmono, 2017:91). Hipotesis dari uji *Glejser* adalah sebagai berikut:

H₀ : Tidak ada heterokedastisitas

H_a : Ada heterokedastisitas

Pada penelitian ini, asumsi $\alpha = 0,05$, maka apabila nilai probabilitas dari hasil regresi pada variabel independen $>$ signifikansi $\alpha = 0,05$, maka H₀ diterima. Sebaliknya, jika nilai probabilitas dari hasil regresi pada variabel

independen < signifikansi $\alpha = 0,05$, maka H_a diterima. Berikut hasil uji

Glejser:

Tabel 4. 6 Hasil Uji Heterokedastisitas

<i>Variable</i>	<i>Prob.</i>
C	0.0766
FLEX	0.4014
TAN	0.5329
SIZE	0.2063
ROA	0.4026
BRISK	0.0681

Sumber : *Output Eviews 9* yang diolah (2020)

Berdasarkan tabel 4.6, hasil dari pengujian heteroskedastisitas menunjukkan bahwa nilai signifikansi dari variabel *financial flexibility* (FLEX) sebesar 0,4014 lebih besar dari 0,05, artinya tidak terjadi heterokedastisitas. Nilai signifikansi variabel *asset structure* (TAN) sebesar 0,5329 lebih besar dari 0,05 artinya tidak terjadi terjadi heterokedastisitas. Nilai signifikansi variabel *firm size* (SIZE) sebesar 0,2063 lebih besar dari 0,05 artinya tidak terjadi heterokedastisitas. Nilai signifikansi variabel *profitability* (ROA) sebesar 0,4026 lebih besar dari 0,05 artinya tidak terjadi heterokedastisitas. Nilai signifikansi variabel *business risk* (BRISK) sebesar 0,0681 lebih besar dari 0,05 artinya tidak terjadi heterokedastisitas.

4.1.4.4 Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi digunakan untuk mengetahui apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara variabel pengganggu satu observasi dengan observasi lainnya atau dikenal dengan istilah autokorelasi. Deteksi

autokorelasi pada data panel dapat diuji melalui *Durbin-Watson*, yaitu dengan melihat nilai uji *Durbin-Watson* dibandingkan dengan nilai tabel *Durbin-Watson*. Hasil uji autokorelasi dapat dilihat pada tabel 4.8 sebagai berikut:

Tabel 4. 7 Hasil Uji Autokorelasi

R-squared	0.205994	Mean dependent var	0.320657
Adjusted R-squared	0.179527	S.D. dependent var	0.143482
S.E. of regression	0.119577	Sum squared resid	2.144812
F-statistic	7.783093	Durbin-Watson stat	0.862930
Prob(F-statistic)	0.000002		

Sumber : *Output Eviews 9* yang diolah (2020)

Berdasarkan hasil uji autokorelasi pada tabel 4.7 diperoleh nilai Durbin Watson sebesar 0.862930. Dasar pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi yaitu dengan melihat tabel *Durbin Watson* yaitu $dU < DW < 4-dU$. Pada penelitian ini diperoleh nilai tabel *Durbin Watson* menggunakan nilai signifikansi 0,05 dengan 156 observasi dan 5 variabel independen ($k=5$), diperoleh nilai dU sebesar 1,8048. Nilai DW sebesar 0,831738 lebih kecil dari batas atas ($dU = 1,8048$) dan kurang dari $4-dU$ ($4-1,8048= 2,1952$). Jadi dapat disimpulkan bahwa terdapat autokorelasi karena nilai DW yang diperoleh lebih rendah dari batas atas (dU).

Menurut Gujarati dan Ratmono (2013:157), untuk mengatasi masalah autokorelasi dapat dilakukan dengan menambah *lag* variabel terikat Y_t , yaitu Y_{t-1} , pada model regresi. Hasil uji autokorelasi dengan menambah *lag* variabel terikat dapat dilihat pada tabel 4.9 sebagai berikut:

Hasil Koreksi Uji Autokorelasi

R-squared	0.730434	Mean dependent var	0.760399
Adjusted R-squared	0.718088	S.D. dependent var	0.185886
S.E. of regression	0.098266	Sum squared resid	1.264965
F-statistic	59.16113	Durbin-Watson stat	1.912251
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber : *Output Eviews 9* yang diolah (2020)

Berdasarkan hasil koreksi uji autokorelasi dengan menambah lag variabel terikat, diperoleh nilai DW sebesar 1,912251. Dengan demikian nilai DW 1,912251 lebih besar dari batas atas (dU) sebesar 1,8048 dan kurang dari 4-dU ($4-1,8048 = 2,1952$). Maka dapat disimpulkan tidak terdapat masalah autokorelasi pada penelitian ini.

4.1.5 Uji *Goodnes of Fit*

4.1.5.1 Koefisien Determinasi (R^2)

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali & Ratmono, 2013:59). Melihat seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel dependen dapat dilihat dari nilai *Adjusted-R Square* pada tabel 4.11 sebagai berikut :

Tabel 4. 8 Hasil Uji Koefisien Determinasi

R-squared	0.730434	Mean dependent var	0.760399
Adjusted R-squared	0.718088	S.D. dependent var	0.185886
S.E. of regression	0.098266	Sum squared resid	1.264965
F-statistic	59.16113	Durbin-Watson stat	1.912251
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber : *Output Eviews 9* yang diolah (2020)

Pada tabel 4.9 terlihat nilai *Adjusted-R Square* sebesar 0,718088 atau sebesar 71%, dapat diartikan bahwa kemampuan variabel independen dalam penelitian ini yaitu *financial flexibility*, *asset structure*, *firm size*, *profitability* dan *business risk* dapat menjelaskan struktur modal yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* sebesar 71%. Sedangkan sisanya sebesar 29% dijelaskan oleh variabel lain diluar model penelitian ini.

4.1.5.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F, untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen yang dimasukkan kedalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama atau simultan terhadap variabel dependen. Apabila nilai probabilitas F-statistik < signifikansi $\alpha = 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen yang diajukan pada penelitian berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen (Ghozali & Ratmono, 2017:56). Berikut hasil uji F-statistik pada model penelitian

Tabel 4. 9 Output Uji F-Statistik

R-squared	0.730434	Mean dependent var	0.760399
Adjusted R-squared	0.718088	S.D. dependent var	0.185886
S.E. of regression	0.098266	Sum squared resid	1.264965
F-statistic	59.16113	Durbin-Watson stat	1.912251
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: *Output Eviews 9*, (Hasil olahan, 2020)

Berdasarkan hasil uji F-statistik di atas, dapat dilihat nilai probabilitas F statistik pada model sebesar 0.000000. Sehingga dapat disimpulkan nilai probabilitas F-statistik pada model ini < dari signifikansi $\alpha = 0,05$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Artinya, seluruh variabel

independen yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

4.1.6 Analisis Regresi Random Effect Model

Berdasarkan hasil uji *chow*, uji *hausman*, dan uji *lagrange multiplier* yang telah dilakukan, dan terpilih *random effect model*, maka akan dilakukan regresi data panel dalam penelitian ini dengan menggunakan model *random effect*. Berikut adalah hasil regresi model random effect dengan menggunakan *Eviews* versi 9 :

Tabel 4. 10 Hasil Uji Regresi Random Effect Model

Dependent Variable: DER

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.021462	0.347770	2.937175	0.0039
FLEX	-0.065753	0.055714	-1.180191	0.2401
TAN	0.160564	0.063757	2.518372	0.0130
SIZE	0.256983	0.067028	3.833941	0.0002
ROA	-0.280514	0.115238	-2.434215	0.0163
BRISK	-0.283248	0.135752	-2.086513	0.0389

Sumber : *Output Eviews 9* yang diolah (2020)

Pengujian hipotesis dilakukan dengan regresi linear berganda menggunakan *random effect model* dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{DER} = 1,021462 - 0,065753 \text{ FLEX} + 0,160564 \text{ TAN} + 0,256983 \text{ SIZE} - 0,280514 \text{ ROA} - 0,283248 \text{ BRISK} + u_{it}$$

Dari persamaan ini dapat dijelaskan :

1. Konstanta (α) sebesar 1,021462 artinya apabila *financial flexibility*, *asset structure*, *size*, *profitability*, *business risk* bernilai konstan atau

sama dengan nol, maka rata-rata *debt to equity ratio* (DER) perusahaan *property, real estate* dan *building construction* sebesar 1,021462 satuan.

2. Koefisien regresi untuk *financial flexibility* sebesar $-0,065753$ artinya setiap kenaikan variabel *financial flexibility* sebesar 1 satuan, maka rata-rata *debt to equity ratio* (DER) perusahaan *property, real estate* dan *building construction* akan mengalami penurunan sebesar 0,065753 satuan dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.
3. Koefisien regresi untuk *asset structure* sebesar 0,160564 artinya setiap kenaikan variabel *asset structure* sebesar 1 satuan, maka rata-rata *debt to equity ratio* (DER) perusahaan *property, real estate* dan *building construction* akan mengalami kenaikan sebesar 0,160564 satuan dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.
4. Koefisien regresi *size* sebesar 0,256983 artinya setiap kenaikan variabel *size* sebesar 1 satuan, maka rata-rata *debt to equity ratio* (DER) perusahaan *property, real estate* dan *building construction* akan mengalami kenaikan sebesar 0,256983 satuan dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.
5. Koefisien regresi *profitability* sebesar $-0,280514$ artinya setiap kenaikan variabel *profitability* sebesar 1 satuan, maka rata-rata *debt to equity ratio* (DER) perusahaan *property, real estate* dan *building construction* akan mengalami penurunan sebesar 0,280514 satuan dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

6. Koefisien regresi *business risk* sebesar $-0,283248$ artinya setiap kenaikan variabel *business risk* sebesar 1 satuan, maka rata-rata *debt to equity ratio* (DER)
- a. perusahaan *property, real estate* dan *building construction* akan mengalami penurunan sebesar $0,283248$ satuan dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

Tabel 4. 11 Intersep Perusahaan *Property, Real Estate* dan *Building Construction*

No	Emiten	Intersep
1	ASRI	0.135221
2	BAPA	0.131623
3	BKDP	-0.072052
4	BKSL	-0.101495
5	BSDE	-0.034040
6	COWL	0.012873
7	CTRA	-0.007225
8	DART	-0.008138
9	DUTI	-0.155092
10	ELTY	0.032908
11	FMII	-0.053446
12	GMTD	0.037138
13	GPRA	0.039185
14	JRPT	0.123079
15	KIJA	0.041825
16	LPCK	-0.015809
17	LPKR	0.094645
18	MDLN	0.143074
19	MORE	-0.073513
20	PWON	0.097257
21	RBMS	-0.173597
22	SCBD	-0.103482
23	SMDM	-0.197446
24	SSIA	0.106506

Sumber: *Output Eviews 9* yang diolah (2020)

Model regresi yang terpilih untuk mengestimasi data adalah *random effect*, dimana model ini menunjukkan adanya perbedaan nilai konstanta

dari setiap *cross section* bersifat tidak tetap, melainkan memiliki parameter yang bergerak secara acak, sehingga intersepsinya dibedakan antar perusahaan. Berdasarkan model random effect di atas, persamaan regresinya sebagai berikut:

$$\mathbf{DER}_{it} = \alpha - \beta \mathbf{FLEX}_{it} + \beta \mathbf{TAN}_{it} + \beta \mathbf{SIZE}_{it} - \beta \mathbf{ROA}_{it} - \beta \mathbf{BRISK}_{it} + u_{it}$$

1. $\mathbf{DER}_{ASRI} = 0,135221 - 0,065753 \mathbf{FLEX}_{it} + 0,160564 \mathbf{TAN}_{it} + 0,256983 \mathbf{SIZE}_{it} - 0,280514 \mathbf{ROA}_{it} - 0,283248 \mathbf{BRISK}_{it} + u_{it}$

Pada perusahaan ASRI, nilai konstanta sebesar 0,135221 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,135221.

2. $\mathbf{DER}_{BAPA} = 0,131623 - 0,065753 \mathbf{FLEX}_{it} + 0,160564 \mathbf{TAN}_{it} + 0,256983 \mathbf{SIZE}_{it} - 0,280514 \mathbf{ROA}_{it} - 0,283248 \mathbf{BRISK}_{it} + u_{it}$

Pada perusahaan BAPA, nilai konstanta sebesar 0,131623 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,131623.

3. $\mathbf{DER}_{BKDP} = -0,072052 - 0,065753 \mathbf{FLEX}_{it} + 0,160564 \mathbf{TAN}_{it} + 0,256983 \mathbf{SIZE}_{it} - 0,280514 \mathbf{ROA}_{it} - 0,283248 \mathbf{BRISK}_{it} + u_{it}$

Pada perusahaan BKDP, nilai konstanta sebesar -0,072052 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,072052.

4. $\mathbf{DER}_{BKSL} = -0,101495 - 0,065753 \mathbf{FLEX}_{it} + 0,160564 \mathbf{TAN}_{it} + 0,256983 \mathbf{SIZE}_{it} - 0,280514 \mathbf{ROA}_{it} - 0,283248 \mathbf{BRISK}_{it} + u_{it}$

Pada perusahaan BKSL, nilai konstanta sebesar -0,101495 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,101495.

$$5. \quad DER_{BSDE} = -0,034040 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan BKSL, nilai konstanta sebesar -0,034040 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,034040.

$$6. \quad DER_{COWL} = 0,012873 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan COWL, nilai konstanta sebesar 0,012873 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,012873.

$$7. \quad DER_{CTRA} = -0,007225 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan CTRA, nilai konstanta sebesar -0,007225 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,007225.

$$8. \quad DER_{DART} = -0,008138 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan DART, nilai konstanta sebesar -0,008138 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,008138.

$$9. \quad \text{DER}_{\text{DUTI}} = -0,155092 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan DUTI, nilai konstanta sebesar -0,155092 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,155092.

$$10. \quad \text{DER}_{\text{ELTY}} = 0,032908 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan ELTY, nilai konstanta sebesar 0,032908 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,032908.

$$11. \quad \text{DER}_{\text{FMII}} = -0,053446 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan FMII, nilai konstanta sebesar -0,053446 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,053446.

$$12. \quad \text{DER}_{\text{GMTD}} = 0,037138 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan GMTD, nilai konstanta sebesar 0,037138 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,037138.

$$13. \quad \text{DER}_{\text{GPRA}} = 0,039185 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan GPRA, nilai konstanta sebesar 0,039185 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,039185.

$$14. \text{DER}_{\text{JRPT}} = 0,123079 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan JRPT, nilai konstanta sebesar 0,123079 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,123079.

$$15. \text{DER}_{\text{KIJA}} = 0,041825 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan KIJA, nilai konstanta sebesar 0,041825 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,041825.

$$16. \text{DER}_{\text{LPCK}} = -0,015809 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan LPCK, nilai konstanta sebesar -0,015809 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,015809.

$$17. \text{DER}_{\text{LPKR}} = 0,094645 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan LPKR, nilai konstanta sebesar 0,094645 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,094645.

$$18. \text{DER}_{\text{MDLN}} = 0,143074 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan MDLN, nilai konstanta sebesar 0,143074 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,143074.

$$19. \text{DER}_{\text{OMRE}} = -0,073513 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan OMRE, nilai konstanta sebesar -0,073513 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,073513.

$$20. \text{DER}_{\text{PWON}} = 0,097257 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan PWON, nilai konstanta sebesar 0,097257 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,097257.

$$21. \text{DER}_{\text{RBMS}} = -0,173597 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan RBMS, nilai konstanta sebesar -0,173597 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,173597.

$$22. \text{DER}_{\text{SCBD}} = -0,103482 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan SCCBD, nilai konstanta sebesar -0,103482 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,103482.

$$23. \text{DER}_{\text{SMDM}} = -0,197446 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan SMDM, nilai konstanta sebesar -0,197446 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar -0,197446.

$$24. \text{DER}_{\text{SSIA}} = 0,106506 - 0,065753 \text{ FLEX}_{it} + 0,160564 \text{ TAN}_{it} + 0,256983 \text{ SIZE}_{it} - 0,280514 \text{ ROA}_{it} - 0,283248 \text{ BRISK}_{it} + u_{it}$$

Pada perusahaan SSIA, nilai konstanta sebesar 0,106506 artinya apabila nilai variabel bebas lainnya tetap, maka variabel rata-rata kenaikan *debt to equity ratio* (DER) sebesar 0,106506.

4.1.7 Uji Hipotesis

Menurut Ghozali dan Ratmono (2017:57), uji statistik t atau uji signifikan parameter individual pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen terhadap variabel dependen dengan menganggap variabel independen lainnya bersifat konstan. Pengujian ini dilihat dari nilai probabilitas t hitung. Apabila nilai probabilitas t-hitung < signifikansi $\alpha = 0,05$, maka disimpulkan varaiabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Sebaliknya, apabila nilai probabilitas t-hitung > signifikansi $\alpha = 0,05$, maka disimpulkan varaiabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini melihat dengan uji t atau uji parsial. Uji t dimaksudkan untuk menguji apakah variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

H_0 : variabel independen secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

H_a : variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

Hasil uji hipotesis (Uji Statistik t) dapat dilihat pada tabel 4.13 sebagai berikut :

Tabel 4. 12 Hasil Uji Hipotesis (Uji t)

Dependent Variable: DER

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.021462	0.347770	2.937175	0.0039
FLEX	-0.065753	0.055714	-1.180191	0.2401
TAN	0.160564	0.063757	2.518372	0.0130
SIZE	0.256983	0.067028	3.833941	0.0002
ROA	-0.280514	0.115238	-2.434215	0.0163
BRISK	-0.283248	0.135752	-2.086513	0.0389

Sumber: *Output Eviews 9* yang diolah (2020)

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.14 dapat dilihat bahwa dari kelima variabel independen dalam penelitian ini yang diuji secara parsial menunjukkan bahwa ada empat variabel yaitu variabel *asset structure* (TAN), *firm size* (SIZE), *profitability* (ROA) dan *business risk* (BRISK) memiliki nilai probabilitas $< 0,05$ sehingga H_0 ditolak, memiliki arti variabel *asset structure* (TAN), *firm size* (SIZE), *profitability* (ROA) dan *business risk*

(BRISK) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen struktur modal yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* (DER).

Sedangkan untuk variabel *financial flexibility* (FLEX) sebesar $> 0,05$ maka H_0 diterima, artinya bahwa variabel *financial flexibility* (FLEX) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen struktur modal yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* (DER).

Tabel 4. 13 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis (Uji t)

No	Hipotesis	Coefficient	Prob.	Hasil
1	Ha ₁ : <i>Financial flexibility</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal	-0.065753	0.2401	Ditolak
2	Ha ₂ : <i>Asset structure</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal	0.160564	0.0130	Diterima
3	Ha ₃ : <i>Firm size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal	0.256983	0.0002	Diterima
4	Ha ₄ : <i>Profitability</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal	-0.280514	0.0163	Diterima
5	Ha ₅ : <i>Business Risk</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal	-0.283248	0.0389	Diterima

Sumber: Data diolah, 2020

4.2 Pembahasan

4.2.1 Pengaruh *Financial Flexibility* terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *financial flexibility* memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property*, *real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2018, dengan demikian hipotesis 1 (Ha₁) ditolak. Berdasarkan hasil regresi statistik untuk variabel *financial flexibility* diketahui bahwa koefisien regresi *financial flexibility*

(FLEX) adalah sebesar $-0,065753$ yang menunjukkan bahwa *financial flexibility* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, kemudian dilihat dari nilai probabilitas signifikansi sebesar $0,2401$ menunjukkan nilai yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yaitu $0,05$ ($0,2401 > 0,05$), artinya *financial flexibility* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal.

Rasio *financial flexibility* menurut Murti, et al. (2016) digunakan untuk melihat kemampuan perusahaan dalam mengelola jumlah arus kas yang berasal dari aktifitas operasi, yang akan dijadikan acuan dalam menentukan perusahaan dari kegiatan operasinya dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden serta melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendapatan dari luar. Menurut Alipour, et al. (2015) sesuai dengan *pecking order theory* bahwa perusahaan yang memiliki tingkat fleksibilitas keuangan yang tinggi cenderung untuk memilih penggunaan pendanaan dari dalam perusahaan dibandingkan penggunaan dana dari eksternal perusahaan. Semakin besarnya jumlah kepemilikan uang kas tunai perusahaan maka semakin besar fleksibilitas keuangan yang dimiliki suatu perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak mampu membuktikan bahwa perusahaan dengan tingkat *financial flexibility* yang tinggi akan menggunakan hutang yang rendah dalam keputusan struktur modalnya. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Byoun, (2008) yang menyimpulkan bahwa

perusahaan menyukai penggunaan pendanaan dari dalam perusahaan dan tetap mempertahankan penggunaan hutang yang aman, pada perusahaan besar lebih cenderung menggunakan dana internal untuk menjaga fleksibilitas keuangannya. Artinya bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas yang lebih tinggi akan mempertahankan hutang pada tingkat yang aman dan lebih rendah. Namun, terdapatnya perusahaan kecil yang lebih memilih mengeluarkan ekuitas dan meningkatkan kepemilikan kas meskipun memiliki leverage yang rendah untuk mengatasi kurangnya fleksibilitas keuangan, sehingga membalikkan hierarki pembiayaan eksternal yang dinyatakan oleh teori *pecking order*.

Hasil yang tidak signifikan dari pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap struktur modal karena sampel dalam penelitian merupakan perusahaan-perusahaan dari sektor *property*, *real estate* dan *building construction* yang berukuran besar dan dalam periode selama satu dekade (*mature firms*) yang memiliki kas operasi yang cukup beragam dan besar. Maka *financial flexibility* tidak dijadikan pertimbangan utama dalam menentukan kebijakan struktur modal perusahaan.

4.2.2 Pengaruh *Asset Structure* terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *asset structure* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property*, *real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2018, dengan demikian hipotesis 2 (H_{a2}) diterima. Berdasarkan hasil regresi statistik untuk variabel *asset*

structure diketahui bahwa koefisien regresi *asset structure* (TAN) adalah sebesar 0,160564 yang menunjukkan bahwa *asset structure* berpengaruh positif terhadap struktur modal, kemudian dilihat dari nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,0130 menunjukkan nilai yang kurang dari tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yaitu 0,05 ($0,0130 < 0,05$), artinya *asset structure* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Perusahaan dengan tingkat *asset structure* yang tinggi atau dengan rasio total aset tetapnya dibandingkan dengan keseluruhan total asetnya tinggi, maka akan memiliki peluang mendapat hutang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan rasio *asset structure*nya yang lebih rendah. Menurut *Trade off theory* menyatakan bahwa rasio *asset structure* berperan sebagai jaminan dan memberikan keamanan pada kreditur ketika perusahaan berkemungkinan mengalami *financial distress* dan kebangkrutan. Menurut Sofat dan Singh, (2017) perusahaan dengan nilai *asset structure* yang besar lebih mudah mendapatkan sumber dana dari eksternal, karena nilai *asset structure*nya yang besar dapat dijadikan sebagai jaminan akan hutang.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan akan meningkatkan proporsi hutang dalam pengambilan keputusan struktur modal ketika rasio *asset structure* yang dimiliki perusahaan meningkat atau bertambah. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Sofat dan Singh, (2017); Alipour, et al. (2015); Amidu, (2007);

Widodo, (2014) yang menyimpulkan bahwa *asset structure* yang dimiliki oleh perusahaan mempengaruhi keputusan penggunaan hutang perusahaan dalam struktur modal.

Pengaruh positif dan signifikan dalam penelitian ini menerangkan bahwa *asset structure* yang dimiliki perusahaan merupakan faktor yang dipertimbangkan terkait tingkat proporsi hutang dalam keputusan struktur modal. Nilai *asset structure* yang dimiliki oleh perusahaan yang semakin besar akan diikuti dengan kenaikan jumlah utang perusahaan. Hubungan positif memiliki arti bahwa, semakin tinggi struktur aset menunjukkan bahwa hutang yang diambil oleh perusahaan akan semakin besar. Perusahaan akan cenderung untuk meminjam lebih banyak hutang jika *asset structure* perusahaan meningkat selaras dengan *trade off theory*.

4.2.3 Pengaruh *Firm Size* terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *firm size* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2018, dengan demikian hipotesis 3 (H_{a3}) diterima. Berdasarkan hasil regresi statistik untuk variabel *firm size* diketahui bahwa koefisien regresi *firm size* (SIZE) adalah sebesar 0.256983 yang menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap struktur modal, kemudian dilihat dari nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,0002 menunjukkan nilai yang kurang dari tingkat signifikansi yang telah

ditentukan sebelumnya yaitu 0,05 ($0,0002 < 0,05$), artinya *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Ukuran perusahaan memiliki hubungan positif terhadap struktur modal, perusahaan yang memiliki ukuran yang besar akan cenderung menggunakan lebih banyak hutang. Berdasarkan *trade off theory* perusahaan dengan ukuran besar maka akan membutuhkan pendanaan yang lebih besar pula. Menurut Sofat dan Singh, (2017) perusahaan dengan ukuran besar akan cenderung menggunakan sumber pendanaan dari hutang, karena perusahaan dengan ukuran besar memiliki risiko kebangkrutan yang rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan yang besar memiliki kinerja yang cukup baik dimata masyarakat sehingga akan mudah dipercaya untuk memperoleh pinjaman hutang dari kreditur maupun insvestor.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan akan meningkatkan proporsi hutang dalam pengambilan keputusan struktur modal ketika ukuran perusahaan yang semakin besar pula. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Chandra, et al. (2019); Widodo, (2014); Gomez, et al. (2014), yang menyimpulkan bahwa *firm size* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap keputusan penggunaan hutang perusahaan dalam struktur modal.

Pengaruh positif dan signifikan dalam penelitian ini menerangkan bahwa *firm size* merupakan faktor yang dipertimbangkan terkait tingkat proporsi hutang dalam keputusan struktur modal. Ukuran perusahaan yang semakin besar akan diikuti dengan kenaikan penggunaan jumlah hutang

perusahaan. Hubungan positif memiliki arti bahwa, semakin besar ukuran perusahaan menunjukkan bahwa hutang yang diambil oleh perusahaan akan semakin besar. Perusahaan akan cenderung untuk meminjam lebih banyak hutang jika ukuran perusahaan semakin besar hal ini selaras dengan *trade off theory*.

4.2.4 Pengaruh *Profitability* terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *profitability* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2018, dengan demikian hipotesis 4 (H_{a4}) diterima. Berdasarkan hasil regresi statistik untuk variabel *profitability* diketahui bahwa koefisien regresi *profitability* (ROA) adalah sebesar -0,280514 yang menunjukkan bahwa *profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, kemudian dilihat dari nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,0163 menunjukkan nilai yang lebih dari tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yaitu 0,05 ($0,0163 > 0,05$), artinya *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Profitabilitas memiliki hubungan negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti bahwa perusahaan dengan laba yang tinggi akan cenderung menggunakan hutang relatif rendah. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi cenderung untuk mengurangi penggunaan hutang, karena perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tidak membutuhkan penggunaan sumber dana eksternal dan lebih menyukai

menggunakan sumber dana internal (Alipour, et al. 2015). Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan cenderung akan memprioritaskan untuk menggunakan dana internal dibandingkan dengan penggunaan dana eksternal. Hal tersebut disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan mengurangi penggunaan hutang, karena apabila perusahaan menggunakan dana eksternal akan meningkatkan risiko dan kewajiban yang harus dibayar oleh perusahaan.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan akan mengurangi proporsi hutang dalam pengambilan keputusan struktur modal ketika profitabilitas yang dimiliki perusahaan semakin meningkat. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Sofat dan Singh, (2017); Alipour, et al. (2015); Sharma, (2015); Vo, (2017), yang menyimpulkan bahwa *profitability* memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap keputusan penggunaan hutang perusahaan dalam struktur modal.

Pengaruh negatif dan signifikan dalam penelitian ini menerangkan bahwa *profitability* merupakan faktor yang dipertimbangkan terkait tingkat proporsi hutang dalam keputusan struktur modal. Profitabilitas yang semakin meningkat akan diikuti dengan penurunan penggunaan jumlah hutang perusahaan. Hubungan negatif memiliki arti bahwa, semakin besar profitabilitas perusahaan menunjukkan bahwa hutang yang diambil oleh perusahaan akan semakin rendah. Perusahaan akan cenderung untuk

mengurangi penggunaan hutang jika profitabilitas perusahaan semakin meningkat hal ini selaras dengan *pecking order theory*.

4.2.5 Pengaruh *Business Risk* terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *business risk* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap pengambilan keputusan struktur modal perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2018, dengan demikian hipotesis 5 (H_{a5}) diterima. Berdasarkan hasil regresi statistik untuk variabel *business risk* diketahui bahwa koefisien regresi *business risk* (BRISK) adalah sebesar -0,283248 yang menunjukkan bahwa *business risk* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, kemudian dilihat dari nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,0389 menunjukkan nilai yang lebih dari tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yaitu 0,05 ($0,0389 > 0,05$), artinya *business risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Risiko bisnis memiliki hubungan negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti bahwa perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan cenderung menggunakan hutang relatif rendah. Menurut Sofat dan Singh, (2017) perusahaan dengan tingkat risiko bisnis yang tinggi kemungkinan akan memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi, sehingga akan cenderung mengurangi penggunaan hutang. Sesuai dengan *pecking order theory* bahwa, perusahaan dengan tingkat risiko bisnis yang tinggi akan cenderung mengurangi penggunaan sumber dana dari hutang.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan akan mengurangi proporsi hutang dalam pengambilan keputusan struktur modal ketika risiko bisnis yang dimiliki perusahaan semakin meningkat. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Alipour, et al. (2015); Sharma, (2015); Nuswandari, (2013); Gomez, et al. (2014), yang menyimpulkan bahwa *business risk* memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap keputusan penggunaan hutang perusahaan dalam struktur modal.

Pengaruh negatif dan signifikan dalam penelitian ini menerangkan bahwa *business risk* merupakan faktor yang dipertimbangkan terkait tingkat proporsi hutang dalam keputusan struktur modal. Risiko bisnis yang semakin meningkat akan diikuti dengan penurunan penggunaan jumlah hutang perusahaan. Hubungan negatif memiliki arti bahwa, semakin tinggi risiko bisnis perusahaan menunjukkan bahwa hutang yang diambil oleh perusahaan akan semakin rendah. Perusahaan akan cenderung untuk mengurangi penggunaan hutang jika risiko bisnis perusahaan semakin meningkat hal ini selaras dengan *pecking order theory*.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2018, dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. *Financial Flexibility* yang diproksikan dengan *Cash debt coverage ratio* (FLEX) berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *debt to equity ratio* (DER) sebagai proksi dari struktur modal pada perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2018.
2. *Asset Structure* yang diproksikan dengan perbandingan aset tetap dan total aset (TAN) berpengaruh positif signifikan terhadap *debt to equity ratio* (DER) sebagai proksi dari struktur modal pada perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2018.
3. *Firm Size* yang diproksikan dengan *Total Asset* (SIZE) berpengaruh positif signifikan terhadap *debt to equity ratio* (DER) sebagai proksi dari struktur modal pada perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2018.

4. *Profitability* yang diproksikan dengan *Return On Asset* (ROA) berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt to equity ratio* (DER) sebagai proksi dari struktur modal pada perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2018.
5. *Business Risk* yang diproksikan dengan *standart deviation of ROA* (BRISK) berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt to equity ratio* (DER) sebagai proksi dari struktur modal pada perusahaan *property, real estate* dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2018.

5.2 Saran

Berdasarkan temuan dari hasil penelitian dan kesimpulan, maka dapat diberikan saran sebagai berikut:

1. Bagi Investor

Bagi Investor, disarankan untuk mempertimbangkan faktor-faktor seperti *asset structure, firm size, profitability* dan *business risk*, sebelum melakukan investasi penyertaan modal pada perusahaan sektor *property, real estate* dan *building construction*, karena berdasarkan hasil penelitian ini faktor-faktor tersebut secara signifikan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Pertimbangan faktor tersebut ditujukan agar investor dapat membaca sinyal mengenai prospek perusahaan dimasa depan yang tercermin dari struktur modal perusahaan.

2. Bagi Manajemen Perusahaan

Bagi manajemen perusahaan, disarankan untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang secara signifikan mempengaruhi struktur modal seperti *asset structure*, *firm size*, *profitability* dan *business risk* sebelum membuat keputusan mengenai pendanaan perusahaan melalui keputusan struktur modalnya. Pertimbangan tersebut ditujukan agar perusahaan dapat menentukan struktur modal perusahaan yang optimal sehingga mampu meminimalkan biaya modal yang dikeluarkan perusahaan.

3. Bagi Peneliti Selanjutnya

Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk dapat menjadikan hasil dari penelitian ini sebagai bahan referensi dalam melakukan penelitian mengenai kebijakan struktur modal. Pada hasil penelitian ini pengaruh variabel *financial flexibility* tidak signifikan mempengaruhi struktur modal perusahaan *property*, *real estate* dan *building construction*. Sehingga, saran untuk peneliti selanjutnya agar dapat menguji kembali pengaruh variabel *financial flexibility* terhadap struktur modal pada objek pengamatan selain sektor *property*, *real estate* dan *building construction*. Peneliti selanjutnya disarankan untuk menambah proksi lain seperti DAR atau lebih spesifik pada *long-term debt divided by total aset* dan *short-term divided by total aset* untuk variabel struktur modal, kemudian *net-fixed assets* untuk variabel *asset*

structure, total penjualan untuk variabel *size*, NPM, BEP atau ROE untuk variabel *profitability* dan standar deviasi dari ROE untuk *business risk* yang mempengaruhi struktur modal dan menambah jumlah sektor pengamatan agar hasil penelitian menjadi lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Agnes Sawir. 2004. *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Jakarta : PT. Gramedia Pustaka Utama
- Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117–133.
- Alipour, Mohammadi, D. (2015). Article information : Determinants of capital structure : an empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53–83.
- Amidu, M. (2007). Determinants of capital structure of banks in Ghana: An empirical approach. *Baltic Journal of Management*, 2(1), 67–79.
- Anderson, R. W., & Carverhill, A. (2012). Corporate liquidity and capital structure. *Review of Financial Studies*, 25(3), 797–837.
- Ariani, N. A., & Wiagustini, N. P. (2017). *Faktor-Faktor yang Memengaruhi Struktur Modal Perusahaan Property & Real Estate yang Terdaftar di BEI*. E-Jurnal Manajemen Unud, 6(6), 3168-3195.
- Anwar, Sanusi. 2014. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2012). Financial Flexibility and the Impact of Global Financial Crisis: Evidence from France. *SSRN Electronic Journal*.
- Bambang Riyanto. (2008). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: Penerbit GPFE.
- Byoun, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward targets? *Journal of Finance*, 63(6), 3069–3096.
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis (Dilengkapi Aplikasi SPSS & Eviews)*. Depok: PT Rajagrafindo Persada.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan (Edisi 10)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Terjemahan*. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015b). Determinants of capital structure : an empirical evaluation from India. *Journal of Advances in Management Research*, 12(1), 3–14.

- Chandra, T. (2014). *Faktor-Faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan properti dan real estate di Indonesia*, *Ekuitas (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*. Vol.18 No.4.pp.507-523
- Chandra, T., Junaedi, A. T., Wijaya, E., Suharti, S., Mimelientesa, I., & Ng, M. (2019). The effect of capital structure on profitability and stock returns. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 12(2), 74–89.
- Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter. 2012. *Dasar–dasar Ekonometrika*. Jakarta: Salemba Empat.
- Dewi, S., & Ramli, I. (2017). Struktur Modal Pendekatan Dinamis Perusahaan Otomotif Dan Komponennya Saat Krisis Global 2008. *Jurnal Ekonomi*, 21(3), 360–374.
- Dewi, W., & Lestari, H. S. (2014). Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Pemasaran Jasa*, 7(2), 273.
- Gitman, Lawrence J dan Chad J. Zutter. 2012. *Principles of Managerial Finance. 13th Edition*. Global Edition: Pearson Education Limited.
- Gujarati, D. N. 2013. *Dasar-dasar Ekonometrika*, Edisi Kelima. Mangunsong, R. C., penerjemah. Jakarta: Salemba Empat
- Ghozali, Imam dan Ratmono, Dwi. (2013). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep dan Aplikasi dengan Eviews 8*. Semarang: Undip.
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 10* (Edisi 2; A. Tejokusumo, ed.). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2010). *Basic Econometrics (Edisi 5 Bu; D. A. Halim, ed.)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Gómez, G., Mena Rivas, A., & Lizaraburu Bolaños, E. R. (2014). The determinants of capital structure in Peru. *Academia Revista Latinoamericana de Administracion*, 27(3), 341–354.
- Hapsari, L. I. (2010). Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2008. *Jurnal Dinamika Ekonomi Pembangunan*, 2(4), 1–33.
- Harjanti, Tri., Theresia., dan Eduardus, Tandelilin. (2007). *Pengaruh Firm Size, Tangible Asset, Growth, Oppurtunity, Profitability dan Business Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia Studi Kasus di BEJ*.

Jurnal Ekonomi dan Bisnis. Vol.1 No.1, Maret, hlm.1-10.

Hardiningsih, P., & Oktaviani, R. M. (2012). Determinan kebijakan hutang (dalam agency theory dan pecking order theory). *Dinamika Akuntansi, Keuangan Dan Perbankan Universitas Stikubank*, 1(1), 11–24.

Haron, R. (2016). Do Indonesian firms practice target capital structure? A dynamic approach. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3).

Husnan, Suad dan Pudjiastuti, Enny. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN

Indriani, A., & Widyarti, E. T. (2013). *Penentu Penentu Struktur Modal Perusahaan Yang Sahamnya Masuk Jakarta Islamic Index*. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(2), 59–68.

Kartika, A. (2016). Pengaruh profitabilitas, struktur aset, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Infokam*, 12(1), 49–58.

Liang, J., Li, L. F., & Song, H.-S. (2014). An explanation of capital structure of China ' s listed property firms. *Property Management*, 32(1), 4–15.

Margaretha, F., & Ginting, K. R. (2014). *FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN BUMN DI INDONESIA*. *Jurnal Ekonomi* Volume 7, Nomor 1, Mei 2016.

Murti, A. P., Achsani, N. A., & Andati, T. (2016). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Fleksibilitas Keuangan (Studi Kasus yada Perusahaan yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (Periode 2008-2012)). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 14(3), 499–514.

Nisak, N. K., & Ardiansari, A. (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*, 5(2), 88–95.

Nuswandari, C. (2013). *Determinan Struktur Modal Dalam Perpektif Pecking Order Theory Dan Agency Theory*. *Dinamika Akuntansi Keuangan Dan Perbankan*, 2(1), 92–102.

Nugrahani, Sarsa Meta dan R. Joko Sampurno. 2012. *Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI periode 2008-2010)*. *Diponegoro Business Review*. Vol. 1, No. 1, Tahun 2012. Hlm. 1-9

Nugroho, N. C. (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*, 3(2), 6–10.
- Pradana, H. R., Fachrurrozie, & Kiswanto. (2013). Pengaruh Risiko Bisnis, Struktur Aset, Ukuran dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal. *Accounting Analysis Journal*, 2(4), 423–429.
- Rapp, M. S., Schmid, T., & Urban, D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, 288–302.
- Ridloah, S. (2010). Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empirik Pada Perusahaan Multifinansial. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 1(2), 144–153.
- Santika, R. B., & Sudiyatno, B. (2011). Determinant of Capital Structure on The Manufacturing Company Capital In Indonesia Stock Exchange. *Dinamika Keuangan Dan Perbankan*, 3(2), 172–182.
- Seftianne, & Handayani, R. (2011a). FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN PUBLIK SEKTOR MANUFAKTUR SEFTIANNE Alumnus STIE Trisakti RATIH HANDAYANI. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, Volume 13(No. 1), Hlm 39-56.
- Seftianne, & Handayani, R. (2011b). Faktor - faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(1), 39–56.
- Sofat, R., & Singh, S. (2017). Determinants of capital structure: an empirical study of manufacturing firms in India. *International Journal of Law and Management*, 59(6), 1029–1045.
- Thesarani, Nurul Juwita (2017). *Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Komite Audit Terhadap Struktur Modal*. Jurnal Nominal, Vol. VI, No. 2, 1-13
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105–113.
- Widodo, M. W. (2014). 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 Aplikasi Manajemen*, 12(1), 143–150.
- Wirjawan, R. S. (2015). *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, 17(1)

Wimelda, L., & Marlinah, A. (2013). Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan. *Jurnal Ekonomi*, 1(2), 200–213.

www.idx.co.id

www.mahkamahagung.go.id

www.kontan.co.id

www.kemenperin.go.id

LAMPIRAN

Lampiran 1 Sampel Perusahaan *Property, Real Esatate dan Building Construction* 2009-2018

No.	Emiten	Nama Perusahaan
1	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk
2	ELTY	Bakrieland Development Tbk
3	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk
4	BKDP	Bukit Darmo Property Tbk
5	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk
6	CTRA	Ciputra Development Tbk
7	COWL	Cowell Development Tbk
8	SCBD	Danayasa Arthatama Tbk
9	DART	Duta Anggada Property Tbk
10	DUTI	Duta Pertiwi Tbk
11	FMII	Fortune Matte Indonesia Tbk
12	GMTD	Gowa Makassar Tourism Development Tbk
13	MORE	Indonesia Prima Property Tbk
14	JRPT	Jaya Real Property Tbk
15	KIJA	Kawasn Industri Jababeka Tbk
16	LPCK	Lippo Cikarang Tbk
17	LPKR	Lippo Karawaci Tbk
18	MDLN	Modernland Realty Tbk
19	PWON	Pakuwon Jati Tbk
20	GPRA	Perdana Gapuraprima Tbk
21	RBMS	Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk
22	BKSL	Sentul City Tbk
23	SMRA	Summarecon Agung Tbk
24	SMDM	Suryamas Dutamakmur Tbk
25	ADHI	Adhi Karya Persero Tbk

26	SSIA	Surya Semesta Intermusa Tbk
27	TOTL	Total Bangun Persada Tbk
28	WIKI	Wijaya Karya Tbk

Lampiran 2 Data Sampel

NO	KODE	TAHUN	DER	FLEX	TAN	SIZE	ROA	BRISK
1	ASRI	2009	0.84	0.08	0.01	28.90	0.03	0.01
2	ASRI	2010	1.07	0.34	0.03	29.15	0.06	0.03
3	ASRI	2011	0.74	0.44	0.06	29.42	0.10	0.03
4	ASRI	2012	0.84	0.33	0.06	30.02	0.11	0.01
5	ASRI	2013	1.71	0.26	0.06	30.30	0.06	0.03
6	ASRI	2014	1.66	0.06	0.06	30.46	0.07	0.00
7	ASRI	2015	1.83	0.05	0.06	30.56	0.04	0.03
8	ASRI	2016	1.81	0.11	0.06	30.64	0.03	0.01
9	ASRI	2017	1.42	0.15	0.06	30.66	0.07	0.03
10	ASRI	2018	1.19	0.12	0.06	30.67	0.05	0.01
11	ELTY	2009	1.25	(0.06)	0.40	30.08	0.01	0.02
12	ELTY	2010	0.82	(0.34)	0.33	30.47	0.01	0.00
13	ELTY	2011	0.62	(0.19)	0.14	30.51	0.00	0.01
14	ELTY	2012	0.66	0.13	0.23	30.35	(0.08)	0.05
15	ELTY	2013	0.72	0.05	0.13	30.14	(0.02)	0.03
16	ELTY	2014	0.91	0.02	0.21	30.31	0.03	0.03
17	ELTY	2015	1.20	0.01	0.21	30.32	(0.05)	0.06
18	ELTY	2016	1.22	(0.06)	0.21	30.28	(0.04)	0.01
19	ELTY	2017	1.28	(0.04)	0.21	30.28	(0.02)	0.01
20	ELTY	2018	0.42	(0.01)	0.21	30.24	0.20	0.16
21	BAPA	2009	1.01	0.37	0.01	25.63	0.07	0.04
22	BAPA	2010	0.82	0.25	0.00	25.64	0.09	0.02
23	BAPA	2011	0.83	0.06	0.00	25.72	0.04	0.04
24	BAPA	2012	0.82	0.04	0.00	25.79	0.03	0.01
25	BAPA	2013	0.90	(0.10)	0.01	25.89	0.03	0.00
26	BAPA	2014	0.77	(0.09)	0.00	25.89	0.04	0.01
27	BAPA	2015	0.74	(0.06)	0.00	25.89	0.01	0.03
28	BAPA	2016	0.67	0.02	0.00	25.91	0.01	0.00
29	BAPA	2017	0.49	0.22	0.00	25.91	0.07	0.04
30	BAPA	2018	0.35	0.09	0.01	25.87	0.04	0.03
31	BKDP	2009	0.36	(0.24)	0.52	27.48	(0.01)	0.01
32	BKDP	2010	0.40	(0.09)	0.49	27.65	(0.01)	0.00
33	BKDP	2011	0.38	(0.03)	0.54	27.61	(0.02)	0.01
34	BKDP	2012	0.38	(0.14)	0.57	27.53	(0.06)	0.03
35	BKDP	2013	0.43	(0.07)	0.01	27.46	(0.07)	0.00
36	BKDP	2014	0.39	0.10	0.01	27.44	0.01	0.06
37	BKDP	2015	0.38	0.03	0.01	27.40	(0.03)	0.00

38	BKDP	2016	0.44	(0.00)	0.01	27.39	(0.03)	0.00
39	BKDP	2017	0.57	0.12	0.02	27.39	(0.01)	0.05
40	BKDP	2018	0.43	(0.00)	0.01	27.36	(0.05)	0.01
41	BSDE	2009	0.84	0.13	0.01	29.86	0.03	0.01
42	BSDE	2010	0.70	0.18	0.00	30.09	0.03	0.00
43	BSDE	2011	0.55	0.22	0.03	30.18	0.08	0.01
44	BSDE	2012	0.59	0.04	0.02	30.45	0.09	0.01
45	BSDE	2013	0.68	0.06	0.02	30.75	0.13	0.03
46	BSDE	2014	0.52	0.19	0.02	30.97	0.14	0.00
47	BSDE	2015	0.63	0.15	0.02	31.22	0.07	0.09
48	BSDE	2016	0.57	0.17	0.02	31.28	0.05	0.02
49	BSDE	2017	0.57	0.28	0.02	31.46	0.11	0.04
50	BSDE	2018	0.72	0.07	0.01	31.58	0.03	0.06
51	CTRA	2009	0.34	0.21	0.18	29.78	0.03	0.02
52	CTRA	2010	0.43	0.29	0.21	29.87	0.04	0.01
53	CTRA	2011	0.51	0.23	0.21	30.08	0.04	0.00
54	CTRA	2012	0.77	0.26	0.83	30.34	0.06	0.01
55	CTRA	2013	1.06	0.03	0.09	30.63	0.07	0.01
56	CTRA	2014	1.04	0.17	0.10	30.79	0.08	0.00
57	CTRA	2015	1.01	0.11	0.11	30.90	0.07	0.01
58	CTRA	2016	1.03	0.00	0.10	31.00	0.04	0.02
59	CTRA	2017	1.05	0.03	0.10	31.09	0.03	0.01
60	CTRA	2018	1.06	0.06	0.09	31.17	0.00	0.00
61	COWL	2009	0.58	0.24	0.01	26.06	0.07	0.03
62	COWL	2010	1.05	0.13	0.02	26.31	0.03	0.03
63	COWL	2011	1.35	0.45	0.01	26.68	0.09	0.04
64	COWL	2012	0.57	0.14	0.19	28.21	0.04	0.04
65	COWL	2013	0.64	0.02	0.18	28.30	0.03	0.01
66	COWL	2014	1.73	0.02	0.10	28.93	0.04	0.01
67	COWL	2015	2.02	(0.02)	0.11	28.90	(0.05)	0.07
68	COWL	2016	1.91	(0.04)	0.11	28.88	(0.01)	0.03
69	COWL	2017	2.17	(0.03)	0.11	28.91	(0.02)	0.02
70	COWL	2018	2.87	0.00	0.10	28.95	(0.06)	0.03
71	SCBD	2009	0.96	0.22	0.19	28.97	0.17	0.00
72	SCBD	2010	0.58	0.09	0.20	28.88	0.06	0.09
73	SCBD	2011	0.34	0.26	0.18	28.88	0.02	0.03
74	SCBD	2012	0.34	0.29	0.15	28.90	0.02	0.00
75	SCBD	2013	0.29	1.12	0.09	29.34	0.32	0.22
76	SCBD	2014	0.41	0.03	0.09	29.35	0.02	0.21

77	SCBD	2015	0.47	0.26	0.08	29.35	0.03	0.00
78	SCBD	2016	0.39	0.27	0.08	29.37	0.06	0.00
79	SCBD	2017	0.34	0.26	0.08	29.39	0.04	0.01
80	SCBD	2018	0.31	0.02	0.08	29.38	0.04	0.00
81	DART	2009	3.87	0.06	0.03	28.80	0.01	0.02
82	DART	2010	2.47	0.03	0.03	28.57	0.01	0.00
83	DART	2011	0.83	(0.02)	0.06	29.04	0.01	0.00
84	DART	2012	0.51	0.06	0.04	29.09	0.04	0.02
85	DART	2013	0.63	(0.05)	0.00	29.19	0.04	0.00
86	DART	2014	0.58	0.03	0.00	29.26	0.08	0.03
87	DART	2015	0.67	0.00	0.00	29.38	0.03	0.04
88	DART	2016	0.67	0.07	0.01	29.43	0.03	0.00
89	DART	2017	0.79	(0.04)	0.05	29.48	0.00	0.02
90	DART	2018	0.93	(0.03)	0.13	29.56	0.00	0.00
91	DUTI	2009	0.62	0.20	0.05	29.12	0.06	0.03
92	DUTI	2010	0.55	0.18	0.04	29.18	0.07	0.01
93	DUTI	2011	0.46	0.23	0.03	29.28	0.08	0.01
94	DUTI	2012	0.28	0.43	0.02	29.52	0.09	0.01
95	DUTI	2013	0.24	0.18	0.02	29.64	0.10	0.01
96	DUTI	2014	0.28	0.15	0.03	29.71	0.09	0.01
97	DUTI	2015	0.32	0.24	0.03	29.83	0.07	0.02
98	DUTI	2016	0.24	(0.13)	0.04	29.90	0.09	0.01
99	DUTI	2017	0.27	0.22	0.03	29.99	0.06	0.02
100	DUTI	2018	0.34	0.42	0.03	30.17	0.09	0.02
101	FMII	2009	0.09	(0.06)	0.17	26.45	(0.03)	0.01
102	FMII	2010	0.29	(0.20)	0.15	26.57	(0.02)	0.02
103	FMII	2011	0.41	(0.06)	0.14	26.59	(0.00)	0.01
104	FMII	2012	0.42	0.10	0.11	26.60	0.00	0.01
105	FMII	2013	0.52	0.04	0.18	26.79	(0.02)	0.01
106	FMII	2014	0.61	0.04	0.17	26.85	0.01	0.01
107	FMII	2015	0.31	0.46	0.13	27.09	0.27	0.20
108	FMII	2016	0.15	1.28	0.00	27.37	0.36	0.06
109	FMII	2017	0.18	0.13	0.00	27.41	0.01	0.26
110	FMII	2018	0.39	0.17	0.00	27.57	0.01	0.00
111	GMTD	2009	1.92	0.08	0.01	26.45	0.04	0.01
112	GMTD	2010	1.80	0.21	0.01	26.61	0.08	0.02
113	GMTD	2011	1.81	0.28	0.01	26.91	0.10	0.02
114	GMTD	2012	2.85	0.38	0.00	27.53	0.07	0.02
115	GMTD	2013	2.24	(0.51)	0.00	27.90	0.07	0.00

116	GMTD	2014	1.29	0.05	0.00	28.05	0.08	0.01
117	GMTD	2015	1.30	(0.09)	0.00	27.87	0.09	0.00
118	GMTD	2016	0.92	(0.06)	0.00	27.84	0.07	0.02
119	GMTD	2017	0.77	0.00	0.00	27.85	0.05	0.01
120	GMTD	2018	0.64	0.02	0.00	27.86	0.05	0.00
121	OMRE	2009	1.47	0.04	0.19	27.34	0.11	0.07
122	OMRE	2010	0.88	0.27	0.17	27.37	0.14	0.02
123	OMRE	2011	0.47	0.10	0.18	27.33	0.12	0.01
124	OMRE	2012	0.43	0.14	0.17	27.37	0.05	0.06
125	OMRE	2013	0.53	0.09	0.16	27.44	(0.03)	0.05
126	OMRE	2014	0.26	(0.05)	0.15	27.43	0.13	0.11
127	OMRE	2015	0.08	0.01	0.03	28.94	0.06	0.06
128	OMRE	2016	0.04	(1.04)	0.02	29.08	0.07	0.01
129	OMRE	2017	0.06	(0.08)	0.02	29.08	(0.02)	0.06
130	OMRE	2018	0.11	(0.16)	0.02	29.08	0.03	0.03
131	JRPT	2009	0.87	0.32	0.01	28.58	0.07	0.00
132	JRPT	2010	1.10	0.39	0.01	28.82	0.08	0.00
133	JRPT	2011	1.15	0.14	0.01	29.04	0.08	0.00
134	JRPT	2012	1.25	0.10	0.01	29.24	0.09	0.00
135	JRPT	2013	1.30	0.10	0.01	29.45	0.09	0.00
136	JRPT	2014	1.09	0.03	0.01	29.53	0.11	0.01
137	JRPT	2015	0.83	0.03	0.01	29.66	0.11	0.01
138	JRPT	2016	0.73	0.13	0.01	29.77	0.12	0.00
139	JRPT	2017	0.58	0.17	0.01	29.88	0.12	0.00
140	JRPT	2018	0.57	0.27	0.01	29.99	0.10	0.01
141	KIJA	2009	0.98	(0.02)	0.20	28.79	0.01	0.01
142	KIJA	2010	1.00	0.06	0.44	28.84	0.02	0.01
143	KIJA	2011	0.60	0.22	0.33	29.35	0.06	0.03
144	KIJA	2012	0.78	0.21	0.30	29.59	0.05	0.00
145	KIJA	2013	0.97	0.23	0.26	29.74	0.01	0.03
146	KIJA	2014	0.82	0.08	0.26	29.77	0.05	0.03
147	KIJA	2015	0.96	0.07	0.23	29.91	0.03	0.02
148	KIJA	2016	0.90	0.11	0.21	30.00	0.04	0.01
149	KIJA	2017	0.91	0.12	0.21	30.05	0.01	0.03
150	KIJA	2018	0.95	0.02	0.19	30.10	0.01	0.00
151	LPCK	2009	2.11	0.06	0.01	28.07	0.02	0.01
152	LPCK	2010	1.96	0.22	0.03	28.14	0.04	0.02
153	LPCK	2011	1.49	0.39	0.02	28.34	0.13	0.07
154	LPCK	2012	1.31	0.27	0.02	28.67	0.14	0.01

155	LPCK	2013	1.12	0.01	0.01	28.98	0.15	0.01
156	LPCK	2014	0.61	(0.02)	0.01	29.09	0.20	0.03
157	LPCK	2015	0.51	0.19	0.01	29.33	0.17	0.03
158	LPCK	2016	0.33	0.19	0.02	29.36	0.10	0.05
159	LPCK	2017	0.61	(0.72)	0.01	30.15	0.03	0.05
160	LPCK	2018	0.25	(0.28)	0.01	29.78	0.26	0.16
161	LPKR	2009	1.40	0.02	0.10	30.13	0.04	0.00
162	LPKR	2010	1.03	(0.09)	0.07	30.41	0.04	0.00
163	LPKR	2011	0.94	0.04	0.09	30.54	0.04	0.01
164	LPKR	2012	1.17	0.10	0.09	30.84	0.05	0.01
165	LPKR	2013	1.21	(0.01)	0.09	31.07	0.05	0.00
166	LPKR	2014	1.14	0.04	0.08	31.26	0.08	0.02
167	LPKR	2015	1.18	(0.12)	0.07	31.35	0.02	0.04
168	LPKR	2016	1.07	(0.02)	0.06	31.45	0.03	0.00
169	LPKR	2017	0.90	(1.67)	0.07	31.67	0.02	0.01
170	LPKR	2018	0.96	(0.08)	0.11	31.54	0.03	0.02
171	MDLN	2009	0.70	0.20	0.05	28.20	0.00	0.00
172	MDLN	2010	0.83	(0.04)	0.06	28.34	0.02	0.01
173	MDLN	2011	1.13	0.12	0.05	28.56	0.03	0.01
174	MDLN	2012	1.06	0.06	0.09	29.16	0.06	0.02
175	MDLN	2013	1.06	(0.06)	0.12	29.90	0.25	0.14
176	MDLN	2014	0.96	0.03	0.11	29.98	0.07	0.13
177	MDLN	2015	1.12	0.06	0.09	30.18	0.07	0.00
178	MDLN	2016	1.20	0.09	0.08	30.31	0.03	0.03
179	MDLN	2017	1.06	0.09	0.09	30.31	0.04	0.01
180	MDLN	2018	1.23	(0.08)	0.09	30.35	0.00	0.03
181	PWON	2009	1.94	0.04	0.45	28.88	0.04	0.03
182	PWON	2010	1.66	0.23	0.19	29.00	0.07	0.03
183	PWON	2011	1.42	0.10	0.29	29.38	0.07	0.01
184	PWON	2012	1.41	0.31	0.11	29.65	0.10	0.03
185	PWON	2013	1.27	0.40	0.07	29.86	0.12	0.02
186	PWON	2014	1.02	0.23	0.06	30.45	0.15	0.02
187	PWON	2015	0.99	0.19	0.08	30.56	0.07	0.07
188	PWON	2016	0.88	0.14	0.08	30.66	0.09	0.01
189	PWON	2017	0.83	0.21	0.07	30.78	0.09	0.00
190	PWON	2018	0.63	0.24	0.07	30.85	0.11	0.02
191	GPRA	2009	1.33	(0.01)	0.01	27.91	0.02	0.02
192	GPRA	2010	0.97	0.21	0.01	27.80	0.03	0.01
193	GPRA	2011	0.90	0.02	0.01	27.84	0.04	0.01

194	GPRA	2012	0.86	(0.07)	0.01	27.90	0.04	0.01
195	GPRA	2013	0.66	0.04	0.01	27.92	0.08	0.03
196	GPRA	2014	0.72	0.12	0.01	28.05	0.06	0.03
197	GPRA	2015	0.66	(0.06)	0.03	28.08	0.05	0.01
198	GPRA	2016	0.55	0.05	0.03	28.08	0.03	0.01
199	GPRA	2017	0.45	0.02	0.04	28.04	0.02	0.00
200	GPRA	2018	0.42	0.03	0.03	28.06	0.03	0.01
201	RBMS	2009	0.05	0.05	0.00	25.50	0.00	0.01
202	RBMS	2010	0.07	0.40	0.00	25.49	0.00	0.00
203	RBMS	2011	0.08	0.06	0.01	25.64	(0.10)	0.08
204	RBMS	2012	0.08	0.21	0.00	25.75	0.01	0.09
205	RBMS	2013	0.24	0.86	0.01	25.79	(0.09)	0.08
206	RBMS	2014	0.18	0.01	0.01	25.77	0.02	0.08
207	RBMS	2015	0.10	0.64	0.01	25.98	(0.02)	0.00
208	RBMS	2016	0.03	0.66	0.01	25.84	(0.01)	0.00
209	RBMS	2017	0.87	0.09	0.57	26.79	0.03	0.01
210	RBMS	2018	0.43	0.18	0.27	27.52	0.01	0.02
211	BKSL	2009	0.22	(0.24)	0.01	28.65	0.00	0.00
212	BKSL	2010	0.17	(0.21)	0.01	29.20	0.02	0.01
213	BKSL	2011	0.15	(0.67)	0.01	29.30	0.03	0.01
214	BKSL	2012	0.28	0.33	0.02	29.45	0.04	0.01
215	BKSL	2013	0.55	(0.00)	0.12	30.00	0.06	0.01
216	BKSL	2014	0.58	0.01	0.01	29.91	0.00	0.04
217	BKSL	2015	0.70	(0.02)	0.02	30.04	0.01	0.00
218	BKSL	2016	0.59	(0.11)	0.02	30.06	0.50	0.03
219	BKSL	2017	0.51	0.01	0.01	30.34	0.03	0.01
220	BKSL	2018	0.53	(0.14)	0.01	30.42	0.02	0.01
221	SMRA	2009	1.59	0.21	0.07	29.13	0.04	0.01
222	SMRA	2010	1.86	0.16	0.06	29.45	0.04	0.00
223	SMRA	2011	2.27	0.13	0.04	29.72	0.05	0.01
224	SMRA	2012	1.85	0.19	0.03	30.02	0.07	0.02
225	SMRA	2013	1.93	(0.00)	0.03	30.25	0.08	0.00
226	SMRA	2014	1.57	(0.16)	0.02	30.36	0.09	0.01
227	SMRA	2015	1.49	(0.00)	0.02	30.56	0.06	0.03
228	SMRA	2016	1.55	0.01	0.02	30.67	0.03	0.02
229	SMRA	2017	1.59	(0.03)	0.02	30.71	0.02	0.00
230	SMRA	2018	1.57	(0.01)	0.02	30.78	0.03	0.00
231	SMDM	2009	0.52	0.06	0.08	28.35	0.00	0.00
232	SMDM	2010	0.24	0.12	0.08	28.36	(0.00)	0.00

233	SMDM	2011	0.19	0.02	0.09	28.53	0.01	0.01
234	SMDM	2012	0.25	(0.07)	0.08	28.60	0.02	0.00
235	SMDM	2013	0.38	0.13	0.09	28.71	0.01	0.01
236	SMDM	2014	0.86	(0.16)	0.11	28.78	0.01	0.00
237	SMDM	2015	0.29	(0.14)	0.10	28.78	0.02	0.00
238	SMDM	2016	0.25	(0.08)	0.10	28.76	0.01	0.01
239	SMDM	2017	0.26	0.02	0.10	28.78	0.01	0.00
240	SMDM	2018	0.24	(0.00)	0.10	28.78	0.03	0.01
241	ADHI	2009	6.69	(0.03)	0.04	29.36	0.03	0.13
242	ADHI	2010	4.71	(0.01)	0.04	29.23	0.04	0.00
243	ADHI	2011	5.17	0.10	0.04	29.44	0.03	0.01
244	ADHI	2012	5.67	0.04	0.02	29.69	0.03	0.00
245	ADHI	2013	5.28	0.07	0.03	29.91	0.04	0.01
246	ADHI	2014	4.97	(0.11)	0.05	29.98	0.03	0.01
247	ADHI	2015	2.25	0.02	0.07	30.45	0.03	0.01
248	ADHI	2016	2.69	(0.12)	0.07	30.63	0.02	0.01
249	ADHI	2017	3.83	(0.14)	0.05	30.98	0.02	0.01
250	ADHI	2018	3.79	0.00	0.52	28.73	0.21	0.14
251	SSIA	2009	1.79	(0.11)	0.28	28.44	0.02	0.01
252	SSIA	2010	1.64	0.12	0.28	28.50	0.06	0.02
253	SSIA	2011	1.45	0.34	0.16	28.71	0.09	0.03
254	SSIA	2012	1.91	0.39	0.13	29.21	0.15	0.04
255	SSIA	2013	1.23	0.14	0.16	29.39	0.13	0.02
256	SSIA	2014	0.97	0.03	0.16	29.42	0.09	0.03
257	SSIA	2015	0.94	0.06	0.17	29.50	0.06	0.04
258	SSIA	2016	1.15	(0.07)	0.16	29.60	0.01	0.03
259	SSIA	2017	0.98	(0.06)	0.14	29.81	0.14	0.13
260	SSIA	2018	0.69	(0.28)	0.17	29.63	0.01	0.12
261	TOTL	2009	1.62	0.25	0.04	27.89	0.04	0.03
262	TOTL	2010	1.77	0.20	0.04	28.09	0.05	0.00
263	TOTL	2011	1.82	0.22	0.04	28.27	0.07	0.01
264	TOTL	2012	1.92	0.15	0.05	28.36	0.09	0.02
265	TOTL	2013	1.72	(0.08)	0.04	28.43	0.10	0.01
266	TOTL	2014	2.11	0.12	0.03	28.54	0.07	0.02
267	TOTL	2015	2.29	0.15	0.07	28.68	0.07	0.02
268	TOTL	2016	0.68	0.10	0.06	28.71	0.07	0.01
269	TOTL	2017	2.21	0.10	0.07	28.81	0.07	0.00
270	TOTL	2018	2.07	0.07	0.05	28.80	0.06	0.01
271	WIKA	2009	2.65	0.22	0.06	29.37	0.04	0.04

272	WIKA	2010	2.43	0.05	0.07	29.45	0.05	0.01
273	WIKA	2011	2.75	0.14	0.09	29.75	0.05	0.00
274	WIKA	2012	2.89	0.06	0.11	30.02	0.05	0.00
275	WIKA	2013	2.90	0.03	0.13	30.16	0.05	0.00
276	WIKA	2014	2.20	(0.02)	0.17	30.40	0.05	0.01
277	WIKA	2015	2.60	0.02	0.16	30.61	0.04	0.02
278	WIKA	2016	1.49	(0.06)	0.11	31.07	0.04	0.00
279	WIKA	2017	2.12	0.06	0.09	31.45	0.03	0.01
280	WIKA	2018	2.44	0.06	0.08	31.71	0.04	0.01

Lampiran 3 Data Setelah Dieliminasi Outlier

No	Perusahaan	Tahun	DER	FLEX	TAN	SIZE	ROA	BRISK
1	ASRI	2009	0.84	0.08	0.01	28.90	0.03	0.01
2	ASRI	2010	1.07	0.34	0.03	29.15	0.06	0.03
3	ASRI	2011	0.74	0.44	0.06	29.42	0.10	0.03
4	ASRI	2012	0.84	0.33	0.06	30.02	0.11	0.01
5	ASRI	2018	1.19	0.12	0.06	30.67	0.05	0.01
6	ELTY	2013	0.72	0.05	0.13	30.14	(0.02)	0.03
7	ELTY	2014	0.91	0.02	0.21	30.31	0.03	0.03
8	ELTY	2015	1.20	0.01	0.21	30.32	(0.05)	0.06
9	ELTY	2017	1.28	(0.04)	0.21	30.28	(0.02)	0.01
10	ELTY	2018	0.42	(0.01)	0.21	30.24	0.20	0.16
11	BAPA	2010	0.82	0.25	0.00	25.64	0.09	0.02
12	BAPA	2011	0.83	0.06	0.00	25.72	0.04	0.04
13	BAPA	2012	0.82	0.04	0.00	25.79	0.03	0.01
14	BAPA	2016	0.67	0.02	0.00	25.91	0.01	0.00
15	BAPA	2017	0.49	0.22	0.00	25.91	0.07	0.04
16	BAPA	2018	0.35	0.09	0.01	25.87	0.04	0.03
17	BKDP	2011	0.38	(0.03)	0.54	27.61	(0.02)	0.01
18	BKDP	2014	0.39	0.10	0.01	27.44	0.01	0.06
19	BKDP	2015	0.38	0.03	0.01	27.40	(0.03)	0.00
20	BKDP	2016	0.44	(0.00)	0.01	27.39	(0.03)	0.00
21	BKDP	2017	0.57	0.12	0.02	27.39	(0.01)	0.05
22	BKDP	2018	0.43	(0.00)	0.01	27.36	(0.05)	0.01
23	BSDE	2009	0.84	0.13	0.01	29.86	0.03	0.01
24	BSDE	2010	0.70	0.18	0.00	30.09	0.03	0.00
25	BSDE	2011	0.55	0.22	0.03	30.18	0.08	0.01
26	BSDE	2012	0.59	0.04	0.02	30.45	0.09	0.01
27	BSDE	2013	0.68	0.06	0.02	30.75	0.13	0.03
28	BSDE	2014	0.52	0.19	0.02	30.97	0.14	0.00
29	BSDE	2015	0.63	0.15	0.02	31.22	0.07	0.09
30	BSDE	2016	0.57	0.17	0.02	31.28	0.05	0.02
31	BSDE	2017	0.57	0.28	0.02	31.46	0.11	0.04
32	BSDE	2018	0.72	0.07	0.01	31.58	0.03	0.06
33	CTRA	2009	0.34	0.21	0.18	29.78	0.03	0.02
34	CTRA	2010	0.43	0.29	0.21	29.87	0.04	0.01
35	CTRA	2011	0.51	0.23	0.21	30.08	0.04	0.00
36	CTRA	2012	0.77	0.26	0.83	30.34	0.06	0.01
37	CTRA	2013	1.06	0.03	0.09	30.63	0.07	0.01

38	CTRA	2014	1.04	0.17	0.10	30.79	0.08	0.00
39	CTRA	2015	1.01	0.11	0.11	30.90	0.07	0.01
40	CTRA	2016	1.03	0.00	0.10	31.00	0.04	0.02
41	CTRA	2017	1.05	0.03	0.10	31.09	0.03	0.01
42	CTRA	2018	1.06	0.06	0.09	31.17	0.00	0.00
43	COWL	2009	0.58	0.24	0.01	26.06	0.07	0.03
44	COWL	2012	0.57	0.14	0.19	28.21	0.04	0.04
45	COWL	2013	0.64	0.02	0.18	28.30	0.03	0.01
46	SCBD	2009	0.96	0.22	0.19	28.97	0.17	0.00
47	SCBD	2010	0.58	0.09	0.20	28.88	0.06	0.09
48	SCBD	2011	0.34	0.26	0.18	28.88	0.02	0.03
49	SCBD	2012	0.34	0.29	0.15	28.90	0.02	0.00
50	SCBD	2013	0.29	1.12	0.09	29.34	0.32	0.22
51	SCBD	2014	0.41	0.03	0.09	29.35	0.02	0.21
52	SCBD	2015	0.47	0.26	0.08	29.35	0.03	0.00
53	SCBD	2016	0.39	0.27	0.08	29.37	0.06	0.00
54	SCBD	2017	0.34	0.26	0.08	29.39	0.04	0.01
55	SCBD	2018	0.31	0.02	0.08	29.38	0.04	0.00
56	DART	2011	0.83	(0.02)	0.06	29.04	0.01	0.00
57	DART	2012	0.51	0.06	0.04	29.09	0.04	0.02
58	DART	2013	0.63	(0.05)	0.00	29.19	0.04	0.00
59	DART	2014	0.58	0.03	0.00	29.26	0.08	0.03
60	DART	2015	0.67	0.00	0.00	29.38	0.03	0.04
61	DART	2016	0.67	0.07	0.01	29.43	0.03	0.00
62	DART	2017	0.79	(0.04)	0.05	29.48	0.00	0.02
63	DART	2018	0.93	(0.03)	0.13	29.56	0.00	0.00
64	DUTI	2009	0.62	0.20	0.05	29.12	0.06	0.03
65	DUTI	2010	0.55	0.18	0.04	29.18	0.07	0.01
66	DUTI	2011	0.46	0.23	0.03	29.28	0.08	0.01
67	DUTI	2012	0.28	0.43	0.02	29.52	0.09	0.01
68	DUTI	2013	0.24	0.18	0.02	29.64	0.10	0.01
69	DUTI	2014	0.28	0.15	0.03	29.71	0.09	0.01
70	DUTI	2015	0.32	0.24	0.03	29.83	0.07	0.02
71	DUTI	2017	0.27	0.22	0.03	29.99	0.06	0.02
72	DUTI	2018	0.34	0.42	0.03	30.17	0.09	0.02
73	FMII	2012	0.42	0.10	0.11	26.60	0.00	0.01
74	FMII	2013	0.52	0.04	0.18	26.79	(0.02)	0.01
75	FMII	2014	0.61	0.04	0.17	26.85	0.01	0.01
76	FMII	2015	0.31	0.46	0.13	27.09	0.27	0.20

77	FMII	2016	0.15	1.28	0.00	27.37	0.36	0.06
78	FMII	2017	0.18	0.13	0.00	27.41	0.01	0.26
79	FMII	2018	0.39	0.17	0.00	27.57	0.01	0.00
80	GMTD	2017	0.77	0.00	0.00	27.85	0.05	0.01
81	GMTD	2018	0.64	0.02	0.00	27.86	0.05	0.00
82	OMRE	2010	0.88	0.27	0.17	27.37	0.14	0.02
83	OMRE	2011	0.47	0.10	0.18	27.33	0.12	0.01
84	OMRE	2012	0.43	0.14	0.17	27.37	0.05	0.06
85	OMRE	2013	0.53	0.09	0.16	27.44	(0.03)	0.05
86	OMRE	2015	0.08	0.01	0.03	28.94	0.06	0.06
87	JRPT	2009	0.87	0.32	0.01	28.58	0.07	0.00
88	JRPT	2010	1.10	0.39	0.01	28.82	0.08	0.00
89	JRPT	2011	1.15	0.14	0.01	29.04	0.08	0.00
90	JRPT	2012	1.25	0.10	0.01	29.24	0.09	0.00
91	JRPT	2014	1.09	0.03	0.01	29.53	0.11	0.01
92	JRPT	2015	0.83	0.03	0.01	29.66	0.11	0.01
93	JRPT	2016	0.73	0.13	0.01	29.77	0.12	0.00
94	JRPT	2017	0.58	0.17	0.01	29.88	0.12	0.00
95	JRPT	2018	0.57	0.27	0.01	29.99	0.10	0.01
96	KIJA	2009	0.98	(0.02)	0.20	28.79	0.01	0.01
97	KIJA	2010	1.00	0.06	0.44	28.84	0.02	0.01
98	KIJA	2011	0.60	0.22	0.33	29.35	0.06	0.03
99	KIJA	2012	0.78	0.21	0.30	29.59	0.05	0.00
100	KIJA	2013	0.97	0.23	0.26	29.74	0.01	0.03
101	KIJA	2014	0.82	0.08	0.26	29.77	0.05	0.03
102	KIJA	2015	0.96	0.07	0.23	29.91	0.03	0.02
103	KIJA	2016	0.90	0.11	0.21	30.00	0.04	0.01
104	KIJA	2017	0.91	0.12	0.21	30.05	0.01	0.03
105	KIJA	2018	0.95	0.02	0.19	30.10	0.01	0.00
106	LPCK	2013	1.12	0.01	0.01	28.98	0.15	0.01
107	LPCK	2014	0.61	(0.02)	0.01	29.09	0.20	0.03
108	LPCK	2015	0.51	0.19	0.01	29.33	0.17	0.03
109	LPCK	2016	0.33	0.19	0.02	29.36	0.10	0.05
110	LPKR	2011	0.94	0.04	0.09	30.54	0.04	0.01
111	LPKR	2012	1.17	0.10	0.09	30.84	0.05	0.01
112	LPKR	2013	1.21	(0.01)	0.09	31.07	0.05	0.00
113	LPKR	2014	1.14	0.04	0.08	31.26	0.08	0.02
114	LPKR	2016	1.07	(0.02)	0.06	31.45	0.03	0.00
115	MDLN	2009	0.70	0.20	0.05	28.20	0.00	0.00

116	MDLN	2010	0.83	(0.04)	0.06	28.34	0.02	0.01
117	MDLN	2011	1.13	0.12	0.05	28.56	0.03	0.01
118	MDLN	2012	1.06	0.06	0.09	29.16	0.06	0.02
119	MDLN	2014	0.96	0.03	0.11	29.98	0.07	0.13
120	MDLN	2015	1.12	0.06	0.09	30.18	0.07	0.00
121	MDLN	2016	1.20	0.09	0.08	30.31	0.03	0.03
122	MDLN	2017	1.06	0.09	0.09	30.31	0.04	0.01
123	PWON	2013	1.27	0.40	0.07	29.86	0.12	0.02
124	PWON	2014	1.02	0.23	0.06	30.45	0.15	0.02
125	PWON	2015	0.99	0.19	0.08	30.56	0.07	0.07
126	PWON	2016	0.88	0.14	0.08	30.66	0.09	0.01
127	PWON	2017	0.83	0.21	0.07	30.78	0.09	0.00
128	PWON	2018	0.63	0.24	0.07	30.85	0.11	0.02
129	GPRA	2010	0.97	0.21	0.01	27.80	0.03	0.01
130	GPRA	2011	0.90	0.02	0.01	27.84	0.04	0.01
131	GPRA	2013	0.66	0.04	0.01	27.92	0.08	0.03
132	GPRA	2014	0.72	0.12	0.01	28.05	0.06	0.03
133	GPRA	2016	0.55	0.05	0.03	28.08	0.03	0.01
134	GPRA	2017	0.45	0.02	0.04	28.04	0.02	0.00
135	GPRA	2018	0.42	0.03	0.03	28.06	0.03	0.01
136	RBMS	2009	0.05	0.05	0.00	25.50	0.00	0.01
137	RBMS	2010	0.07	0.40	0.00	25.49	0.00	0.00
138	RBMS	2012	0.08	0.21	0.00	25.75	0.01	0.09
139	RBMS	2014	0.18	0.01	0.01	25.77	0.02	0.08
140	RBMS	2015	0.10	0.64	0.01	25.98	(0.02)	0.00
141	RBMS	2016	0.03	0.66	0.01	25.84	(0.01)	0.00
142	RBMS	2017	0.87	0.09	0.57	26.79	0.03	0.01
143	RBMS	2018	0.43	0.18	0.27	27.52	0.01	0.02
144	BKSL	2012	0.28	0.33	0.02	29.45	0.04	0.01
145	BKSL	2013	0.55	(0.00)	0.12	30.00	0.06	0.01
146	BKSL	2014	0.58	0.01	0.01	29.91	0.00	0.04
147	BKSL	2015	0.70	(0.02)	0.02	30.04	0.01	0.00
148	BKSL	2017	0.51	0.01	0.01	30.34	0.03	0.01
149	SMDM	2009	0.52	0.06	0.08	28.35	0.00	0.00
150	SMDM	2010	0.24	0.12	0.08	28.36	(0.00)	0.00
151	SMDM	2011	0.19	0.02	0.09	28.53	0.01	0.01
152	SMDM	2013	0.38	0.13	0.09	28.71	0.01	0.01
153	SMDM	2017	0.26	0.02	0.10	28.78	0.01	0.00
154	SSIA	2013	1.23	0.14	0.16	29.39	0.13	0.02

155	SSIA	2014	0.97	0.03	0.16	29.42	0.09	0.03
156	SSIA	2015	0.94	0.06	0.17	29.50	0.06	0.04

Lampiran 4 Output Uji Statistik Deskriptif

	DER	FLEX	TAN	LNSIZE	ROA	BRISK
Mean	1.084762	0.076205	0.089776	3.366608	0.051116	0.024557
Median	0.843404	0.059876	0.056719	3.375934	0.039528	0.011655
Maximum	6.685705	1.281217	0.825444	3.456709	0.495116	0.263387
Minimum	0.034688	-1.674813	0.000241	3.238208	-0.102698	3.64E-05
Std. Dev.	0.956317	0.232804	0.113487	0.051082	0.063405	0.036674
Skewness	2.507561	-1.108647	2.732926	-0.707300	2.294828	3.434233
Kurtosis	11.70941	19.61939	13.02599	2.912622	14.37096	17.12309
Jarque-Bera	1178.394	3279.739	1521.286	23.43518	1754.243	2877.437
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000008	0.000000	0.000000
Sum	303.7335	21.33730	25.13716	942.6502	14.31261	6.875870
Sum Sq. Dev.	255.1573	15.12121	3.593302	0.728019	1.121644	0.375257
Observations	280	280	280	280	280	280

Lampiran 5 Output Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	30.746111	(27,247)	0.0000
Cross-section Chi-square	412.350671	27	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: DER

Method: Panel Least Squares

Date: 03/30/20 Time: 21:58

Sample: 2009 2018

Periods included: 10

Cross-sections included: 28

Total panel (balanced) observations: 280

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.906857	1.179039	-2.465445	0.0143
FLEX	-0.028025	0.258436	-0.108442	0.9137
TAN	-0.240469	0.504474	-0.476674	0.6340
SIZE	0.139946	0.040759	3.433529	0.0007
ROA	-0.458478	0.999286	-0.458805	0.6467
BRISK	-0.899167	1.636276	-0.549520	0.5831
R-squared	0.047955	Mean dependent var		1.084762
Adjusted R-squared	0.030581	S.D. dependent var		0.956317
S.E. of regression	0.941581	Akaike info criterion		2.738682
Sum squared resid	242.9213	Schwarz criterion		2.816571
Log likelihood	-377.4155	Hannan-Quinn criter.		2.769923
F-statistic	2.760277	Durbin-Watson stat		0.192285
Prob(F-statistic)	0.018824			

Lampiran 6 Output Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	6.111873	5	0.2955

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
FLEX	0.167572	0.184813	0.000451	0.4168
TAN	0.302080	0.308529	0.002678	0.9008
SIZE	-0.110988	-0.064079	0.000483	0.0329
ROA	-1.077525	-1.039413	0.004288	0.5606
BRISK	0.030367	-0.110396	0.008715	0.1316

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: DER

Method: Panel Least Squares

Date: 03/30/20 Time: 22:01

Sample: 2009 2018

Periods included: 10

Cross-sections included: 28

Total panel (balanced) observations: 280

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.319770	1.597633	2.703857	0.0073
FLEX	0.167572	0.154104	1.087392	0.2779
TAN	0.302080	0.329657	0.916347	0.3604
SIZE	-0.110988	0.054947	-2.019915	0.0445
ROA	-1.077525	0.587596	-1.833785	0.0679
BRISK	0.030367	0.919486	0.033026	0.9737

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.781687	Mean dependent var	1.084762
Adjusted R-squared	0.753403	S.D. dependent var	0.956317
S.E. of regression	0.474893	Akaike info criterion	1.458858
Sum squared resid	55.70426	Schwarz criterion	1.887244
Log likelihood	-171.2402	Hannan-Quinn criter.	1.630685
F-statistic	27.63753	Durbin-Watson stat	0.819531
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 7 Output Uji Lagrange Multiplier

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided

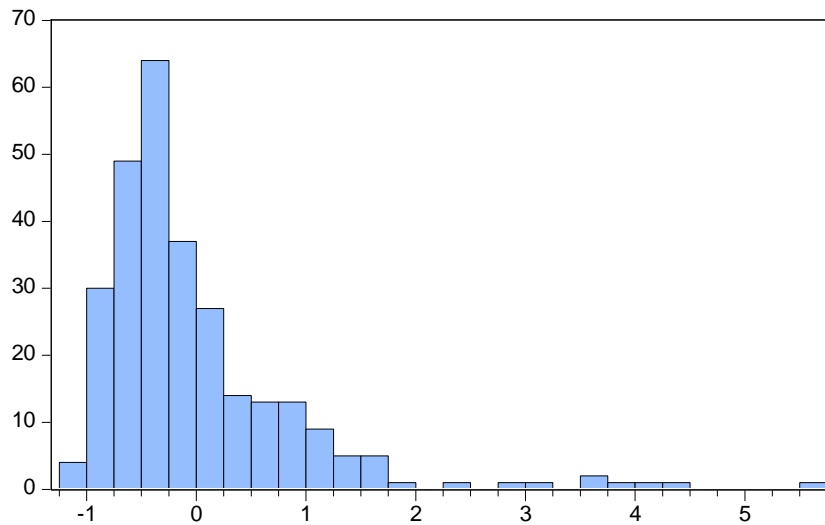
(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	637.8701 (0.0000)	0.232797 (0.6295)	638.1029 (0.0000)
Honda	25.25609 (0.0000)	0.482491 (0.3147)	18.19993 (0.0000)
King-Wu	25.25609 (0.0000)	0.482491 (0.3147)	13.04589 (0.0000)
Standardized Honda	26.88846 (0.0000)	0.769378 (0.2208)	15.41082 (0.0000)
Standardized King-Wu	26.88846 (0.0000)	0.769378 (0.2208)	10.27178 (0.0000)
Gourierioux, et al.*	--	--	638.1029 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

Lampiran 8 Output Uji Normalitas

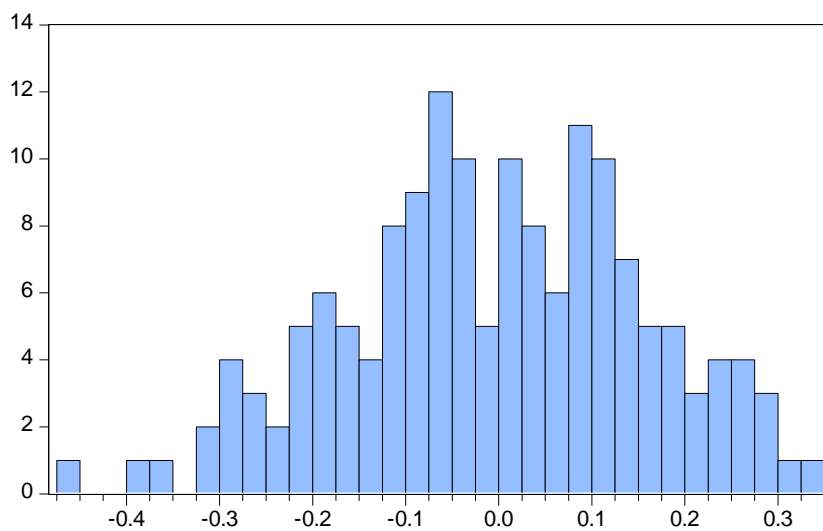


Series: Standardized Residuals
Sample 2009 2018
Observations 280

Mean	-2.13e-16
Median	-0.278842
Maximum	5.621600
Minimum	-1.110660
Std. Dev.	0.933105
Skewness	2.572332
Kurtosis	12.13086

Jarque-Bera	1281.468
Probability	0.000000

Output Uji Normalitas setelah Data Outlier dieliminasi



Series: Standardized Residuals
Sample 2009 2018
Observations 156

Mean	-0.006184
Median	-0.001947
Maximum	0.326862
Minimum	-0.453302
Std. Dev.	0.160549
Skewness	-0.188835
Kurtosis	2.604089

Jarque-Bera	1.945972
Probability	0.377953

Lampiran 9 Output Uji Multikolinearitas

	FLEX	TAN	SIZE	ROA	BRISK
FLEX	1.000000	-0.070545	-0.100318	0.436106	0.155615
TAN	-0.070545	1.000000	0.168708	-0.125295	0.004492
SIZE	-0.100318	0.168708	1.000000	0.239062	-0.079592
ROA	0.436106	-0.125295	0.239062	1.000000	0.244026
BRISK	0.155615	0.004492	-0.079592	0.244026	1.000000

Lampiran 10 Output Uji Heterokedastisitas

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	1.414337	Prob. F(5,150)	0.2222
Obs*R-squared	7.023438	Prob. Chi-Square(5)	0.2189
Scaled explained SS	6.939954	Prob. Chi-Square(5)	0.2251

Test Equation:

Dependent Variable: ARESID

Method: Least Squares

Date: 03/30/20 Time: 21:37

Sample: 1 196

Included observations: 156

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.570188	0.319758	1.783186	0.0766
FLEX	0.043131	0.051257	0.841472	0.4014
TAN	-0.039601	0.063363	-0.624984	0.5329
SIZE	-0.076043	0.059906	-1.269361	0.2063
ROA	0.089473	0.106606	0.839292	0.4026
BRISK	-0.256402	0.139521	-1.837730	0.0681

R-squared	0.045022	Mean dependent var	0.123478
Adjusted R-squared	0.013189	S.D. dependent var	0.095632
S.E. of regression	0.094999	Akaike info criterion	-1.832203
Sum squared resid	1.353716	Schwarz criterion	-1.714900
Log likelihood	148.9118	Hannan-Quinn criter.	-1.784560
F-statistic	1.414337	Durbin-Watson stat	1.119713
Prob(F-statistic)	0.222235		

Lampiran 11 Output Uji Autokorelasi

Dependent Variable: DER
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 03/30/20 Time: 22:09
 Sample: 2009 2018
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 24
 Total panel (unbalanced) observations: 156
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.213191	0.782968	1.549477	0.1234
FLEX	-0.229010	0.075941	-3.015629	0.0030
TAN	0.280571	0.105034	2.671239	0.0084
SIZE	0.396722	0.146659	2.705065	0.0076
ROA	0.136770	0.158879	0.860843	0.3907
BRISK	-0.520194	0.194002	-2.681386	0.0082

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.107221	0.4525
Idiosyncratic random		0.117932	0.5475

Weighted Statistics			
R-squared	0.205994	Mean dependent var	0.320657
Adjusted R-squared	0.179527	S.D. dependent var	0.143482
S.E. of regression	0.119577	Sum squared resid	2.144812
F-statistic	7.783093	Durbin-Watson stat	0.862930
Prob(F-statistic)	0.000002		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.327929	Mean dependent var	0.826287
Sum squared resid	4.001242	Durbin-Watson stat	0.462562

Lampiran 12 Output Koreksi Uji Autokorelasi (Menambah Lag Variabel Terikat)

Dependent Variable: DER
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 03/26/20 Time: 22:00
 Sample (adjusted): 2010 2018
 Periods included: 9
 Cross-sections included: 24
 Total panel (unbalanced) observations: 138
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.021462	0.347770	2.937175	0.0039
FLEX	-0.065753	0.055714	-1.180191	0.2401
TAN	0.160564	0.063757	2.518372	0.0130
SIZE	0.256983	0.067028	3.833941	0.0002
ROA	-0.280514	0.115238	-2.434215	0.0163
BRISK	-0.283248	0.135752	-2.086513	0.0389
DER(-1)	0.705530	0.049908	14.13660	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.013443	0.0227
Idiosyncratic random		0.088108	0.9773

Weighted Statistics			
R-squared	0.730434	Mean dependent var	0.760399
Adjusted R-squared	0.718088	S.D. dependent var	0.185886
S.E. of regression	0.098266	Sum squared resid	1.264965
F-statistic	59.16113	Durbin-Watson stat	1.912251
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.748570	Mean dependent var	0.816373
Sum squared resid	1.301665	Durbin-Watson stat	1.858336

Lampiran 13 *Effect Cross-Section Random Effect Model Pada Perusahaan*

No	Emiten	Intersep
1	ASRI	0.135221
2	BAPA	0.131623
3	BKDP	-0.072052
4	BKSL	-0.101495
5	BSDE	-0.034040
6	COWL	0.012873
7	CTRA	-0.007225
8	DART	-0.008138
9	DUTI	-0.155092
10	ELTY	0.032908
11	FMII	-0.053446
12	GMTD	0.037138
13	GPRA	0.039185
14	JRPT	0.123079
15	KIJA	0.041825
16	LPCK	-0.015809
17	LPKR	0.094645
18	MDLN	0.143074
19	MORE	-0.073513
20	PWON	0.097257
21	RBMS	-0.173597
22	SCBD	-0.103482
23	SMDM	-0.197446
24	SSIA	0.106506

