

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskriptif Variabel Penelitian

4.1.1. Statistik Deskriptik Variabel Penelitian

Penelitian ini diharapkan akan mengetahui keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI). Untuk mengurangi bias yang mungkin terjadi akibat krisis ekonomi yang terjadi pada tahun 2008, maka penelitian ini menggunakan waktu tahun 2009 sampai dengan 2015.

Sampel penelitian ini diambil berdasarkan “*judgment sampling*” yaitu sample yang diambil berdasarkan beberapa kriteria. Pertama, perusahaan-perusahaan termasuk kedalam industry non keuangan. Pemilihan perusahaan industry non keuangan, karena karakteristik perusahaan yang termasuk kedalam kelompok industry keuangan dan industry non keuangan berbeda, dimana perusahaan keuangan struktur modalnya diatur berdasarkan regulasi yang diawasi secara ketat, selain itu, system akuntansinyapun berbeda, sehingga akan menimbulkan bias jika keduanya digabungkan. Kedua, perusahaan yang diambil adalah perusahaan telah listing pada tahun 2008. Ketiga, selama periode pengamatan, perusahaan tersebut tidak mengalami delisting. Keempat, data yang berkenaan dengan variable penelitian selama periode pengamatan, tidak ada yang kosong.

Penelitian ini, bertujuan untuk : Pertama, mengidentifikasi determinan leverage yang ditargetkan dengan menggunakan data panel dinamis pada seluruh sector, sector industry primer, sector industry sekunder dan sector industry tertier,

Kedua, melihat apakah terdapat perbedaan kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*, SOA) diantara sector industry yang ada di BEI. Ketiga, menguji apakah terdapat perbedaan proxy leverage yang ditargetkan diantara sector industry dengan menggunakan proxy leverage optimal/ditargetkan yang berbeda.

Data yang diperlukan meliputi data laporan keuangan baik neraca maupun rugi laba periode 2008 sampai dengan 2015. Penulis mendapatkan informasi dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) dan website Bursa Efek Indonesia.

Tabel 4.1 menyajikan ringkasan statistic deskriptif variable-variabel yang dipergunakan dalam penelitian ini :

Tabel 4.1

Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

| Statistik | LEVERAGE | PROFIT ABILITY | SIZE | GROWTH | TANG | RISK |
|---------------------------|-----------------|-----------------------|-------------|---------------|-------------|-------------|
| Mean | 52.29 | 8.29 | 14.07 | 12.23 | 32.70 | 123.04 |
| Maximum | 287.63 | 188.36 | 19.12 | 298.71 | 96.79 | 51505.38 |
| Minimum | 1.12 | -177.42 | 7.85 | -98.58 | 0.03 | -3800.63 |
| Standard Deviation | 33.52 | 15.61 | 1.94 | 32.56 | 23.09 | 2290.85 |
| N | 1358 | 1358 | 1358 | 1358 | 1358 | 1358 |

Sumber : data hasil olahan

Data yang memenuhi persyaratan yang penulis tetapkan ada 194 perusahaan, dengan kurun waktu 7 tahun. Leverage yang merupakan perbandingan antara Total Hutang dengan Total Asset, rata-rata sama dengan 52,29 persen, menunjukkan bahwa 52,29 persen aktivitas pendanaan perusahaan dibiayai menggunakan hutang. Tingginya tingkat leverage perusahaan di Indonesia, menurut Darminto dan Manurung (2008) dapat diasosikan dengan tingginya *agency cost of debt* dan *cost of financial distress*.

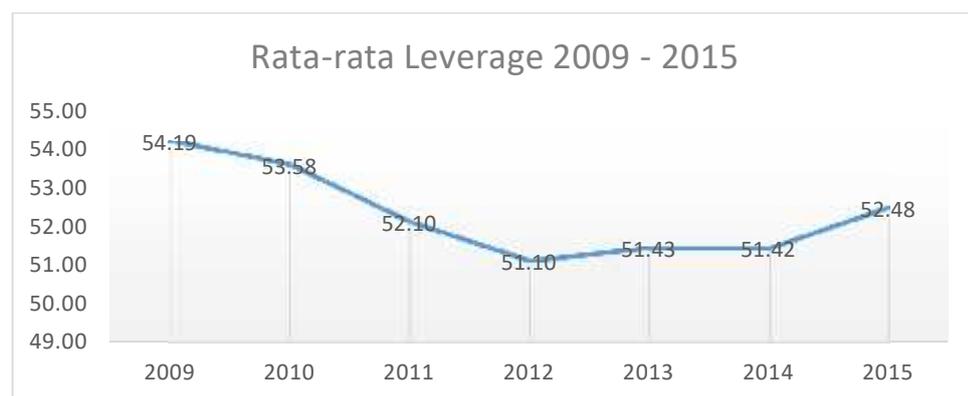
Variabel Profitability (PROF) yang diproyeksi dengan perbandingan antara EBIT dengan Total Asset, menunjukkan bahwa rata-rata profitability perusahaan di Indonesia selama periode pengamatan adalah 8,29 persen. Variabel Size perusahaan (SIZE) yang diproyeksi dengan Logaritma dari Sales, menunjukkan rata-rata 14.07, variable Growth Opportunity (GROWTH) yang diproyeksi dengan pertumbuhan Sales menunjukkan bahwa rata-rata sama dengan 12,23 persen, Tangibility atau Struktur asset (TANG) yang diproyeksi dengan persentase antara *Fixed Asset* dengan *Total Asset*, rata-rata 32.70 persen dan *Business Risk* yang diproyeksi dengan perubahan EBIT, sebesar 123.04 persen.

4.1.2. Pergerakan Leverage

Pergerakan rata-rata leverage selama periode pengamatan, dapat dilihat pada Gambar 4.1 dibawah ini:

Gambar 4.1

Pergerakan Leverage



Sumber : hasil olahan

Rata-rata leverage tahun 2009 sebesar 54.19%, kemudian turun menjadi 53.58% di tahun 2010, 2011 turun lagi 52.10% dan 51.10% tahun 2012, kemudian naik menjadi 51.43%, turun lagi 51.42% dan naik 52.48%. Gambar diatas

menunjukkan bahwa pergerakan leverage tersebut menunjukkan ciri yang konvergen dari waktu ke waktu, yaitu ada periode-periode dimana rata-rata leverage yang relative tinggi atau rendah, kemudian akan bergerak kearah yang lebih moderat pada periode berikutnya (Saadah dan Priyadi, 2012). Lebih lanjut, hasil penelitian Surjoko dan Dewi (2012) memberi bukti bahwa rasio keuangan perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) menunjukkan ciri konvergensi.

4.1.3. Korelasi Diantara Variabel Bebas

Korelasi yang tinggi diantara variable bebas dapat menyebabkan terjadinya masalah multikolinieritas. Gujarati (2005) menunjukkan bahwa jika VIF (*Variance Inflation Factor*) lebih besar 10 menunjukkan adanya masalah multokolinieritas.

Tabel 4.2 menunjukkan korelasi dan VIF diantara variable bebas :

TABEL 4.2

Korelasi dan VIF Diantara Variabel Bebas

| | PROF | SIZE | GROWTH | TANG | RISK | VIF |
|---------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|------------|
| PROF | 1 | .207 | .200 | -.160 | 0.050 | 1.119 |
| SIZE | .207 | 1 | -0.004 | 0.018 | -.110 | 1.065 |
| GROWTH | .200 | -0.004 | 1 | -.114 | 0.051 | 1.052 |
| TANG | -.160 | 0.018 | -.114 | 1 | -0.046 | 1.037 |
| RISK | 0.050 | -.110 | 0.051 | -0.046 | 1 | 1.020 |

Sumber : Data hasil olahan

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa korelasi diantara variable bebas, dibawah 0.2, sedangkan VIF tidak ada lebih besar dari 10, demikian variable bebas yang akan diperpergunakan dalam penelitian ini, tidak memiliki masalah multokolinieritas.

4.1.4. Stationeritas Variabel Penelitian

Proses yang bersifat acak atau stokastik merupakan kumpulan dari variable acak dalam urutan time series. Suatu data yang merupakan hasil dari proses acak dikatakan stationer jika memenuhi 3 (tiga) kriteria, yaitu : rata-rata dan variannya akan tetap nilai sepanjang waktu dan kovarian diantara dua data time series hanya tergantung dari kelambaban (lag) antara dua periode tersebut (Widarjono, 2005). Jika data urutan waktu (time series) tidak stationer, akan menyebabkan *spurious regression*.

Karena data panel memiliki data urutan waktu (time series), maka perlu dilakukan pengujian masalah stationernya. Berbeda dengan data time series yang pengujian stationer menggunakan uji Dicky-Fuller dan Philips-Perron, maka untuk data panel merupakan pengembangan dari uji Dicky-Fuller dan Philips-Perron, diantaranya yaitu : Im-Pesaran and Shin W-stat dan Fisher. (Baltagi, 2005), dimana uji tersebut;

Im-Pesaran-Shin unit root test :

H_0 : *All panels contain unit roots*

Fisher-type unit-root test based on augmented Dickey-Fuller tests

H_0 : *All panels contain unit roots*

Hasil analisis stationeritas variable-variabel penelitian adalah :

TABEL 4.3**Uji Stationeritas Variabel Penelitian**

| Variabel | Im-Pesaran-Shin | | Fisher-Type | |
|---------------|----------------------------|------------|----------------------------------|-------------|
| | Z-t-tilde-bar Statistic | p-value | Inverse logit t L*, Statistic | p-value |
| LEV | -2.0671 | (0.0194)** | -3.4346 | (0.0003)*** |
| PROF | -7.6030 | (0.000)*** | -21.6528 | (0.000)*** |
| SIZE | -6.7425 | (0.000)*** | -14.9038 | (0.000)*** |
| GROWTH | -10.1396 | (0.000)*** | -17.1777 | (0.000)*** |
| TANG | -7.4629 | (0.000)*** | -11.8831 | (0.000)*** |
| RISK | -9.3476 | (0.000)*** | -25.8577 | (0.000)*** |

Sumber : Data hasil olahan

Keterangan : *** signifikan pada $p < 0.01$, ** $p < 0.05$ dan * $p < 0.1$

Pengujian menggunakan *Im-Pesaran-Shin* dan *Fisher-type unit-root test based on augmented Dickey-Fuller tests* menunjukkan bahwa variable penelitian yang dipergunakan stationer.

4.2. Pengujian Hipotesis Penelitian

4.2.1. Determinan Struktur Modal Dinamis Seluruh Sample

Pengujian factor-faktor yang menentukan struktur modal berdasarkan data panel dinamis, dapat dilihat pada Table 4.4. Pengujian data panel dinamis, penulis menggunakan SYS-GMM, menurut Blundell & Bond (1998) GMM-System Estimator lebih efisien jika dibandingkan dengan AB-GMM. Untuk menguji, apakah data panel dinamis yang dipergunakan sudah tepat, maka dilakukan serangkaian uji sebagai berikut :

1. Tidak bias
2. Signifikansi
3. Konsistensi
4. Validitas instrument

Hasil analisis model 1 telah memenuhi ke-4 syarat diatas, dapat dilihat pada

Tabel 4.4 dibawah ini :

Tabel 4.4

Determinan Struktur Modal Dinamis Seluruh Sektor

| Variabel | GMM | GMM | GMM |
|----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| (1) | (2) | (3) | (4) |
| Lag LEV | 0.6250902 (0.014)*** | 0.6665838 (0.021)*** | 0.5980241 (0.007)*** |
| PROF | -0.1848058 (0.020)*** | -0.1975192 (0.031)*** | -0.2737072 (0.011)*** |
| Lag PROF | | 0.0574848 (0.023)*** | |
| SIZE | 1.742806 (0.127)*** | 1.642555 (0.160)*** | 1.372682 (0.002)*** |
| TANG | 0.1385335 (0.021)*** | 0.1088864 (0.024)*** | 0.155268 (0.012)*** |
| GROWTH | -0.1910114 (0.015)*** | -0.1746956 (0.020)*** | -0.0656485 (0.00)*** |
| DGROWTH | | | -0.088456 (.005)*** |
| RISK | -0.0004956 (0.000)*** | -0.0004784 (0.000)*** | -0.0005148 (0.000)*** |
| Wald chi2 | 6491.78 (0.000)*** | 3350.17 (0.000)*** | 70862.42 (0.000)*** |
| m ₁ | -3.4079 (0.000)*** | -3.3003 (0.001)*** | -2.9629 (0.003)*** |
| m ₂ | 0.09036 (0.9280) | 0.14965 (0.881) | -0.1026 (0.918)*** |
| Sargan | 53.1012 (0.2932) | 52.12195 (0.2480) | 117.2534 (0.1284) |
| n | 1358 | 1358 | 1358 |
| Lag LEV OLS | 0.8852829 (0.012)*** | 0.8994671 (0.012)*** | 0.8821615 (.012)*** |
| Lag LEV FE | 0.4011149 (.023)*** | 0.3814736 (.024)*** | 0.3985959 (0.022)*** |

Sumber : Data hasil olahan

Keterangan : Variabel DGROWTH adalah variable Dummy yang diteraksikan dengan variable GROWTH, dimana variable Dummy bernilai 1 jika lebih kecil dari median variable GROWTH, 0 lainnya.

*** signifikan pada level $p < 0.01$, ** signifikan pada level $p < 0.05$

* signifikan pada level $p < 0.1$. Angka dalam kurung menyatakan standard rror, kecuali statistic Wald, m₁, m₂ dan Sargan menyatakan probability value

Hasil analisis pada kolom 2 koefisien variable Lag Leverage (Lag LEV) sebesar 0.6250902 signifikan, dengan demikian hipotesis yaitu ada pengaruh positif *lag Leverage* terhadap leverage dapat dibuktikan. Tanda positif menunjukkan

bahwa semakin tinggi leverage waktu sebelumnya, semakin besar leverage. Hasil penelitian ini konsisten, baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien Lag Leverage yaitu 0.6665838 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien Lag Leverage yaitu 0.590241 signifikan.

Kolom 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel *Profitability* (PROF) sebesar -0.1848058 keduanya signifikan, demikian hipotesis yaitu ada pengaruh negatif *Profitability* terhadap leverage dapat dibuktikan. Tanda negative menunjukkan bahwa semakin tinggi *Profitability* akan semakin rendah hutang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten karena tanda dari koefisien *Profitability* tetap negative baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Profitability* yaitu -0.1975192 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Profitability* yaitu -0.2737072, signifikan.

Kolom 3 menunjukkan bahwa koefisien variable Lag *Profitability* (Lag PROF) menunjukkan hasil yang positif dan signifikan, yaitu 0.0574848.

Kolom 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel *Size* perusahaan (SIZE) sebesar 1.742806 signifikan, demikian hipotesis yaitu ada pengaruh positif variable *Size* terhadap leverage, dapat dibuktikan. Tanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi ukuran perusahaan maka akan semakin tinggi hutang yang dapat dipergunakan oleh perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten karena tanda koefisien *Size* tetap positif ketika ditambahkan dengan *Lag variable Profitability* (Lag PROF) pada kolom 2, koefisien *Size* yaitu 1.642555 signifikan, demikian pula

ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, koefisien Size 1.372682 signifikan.

Kolom 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel *Tangibility* perusahaan (TANG) sebesar 0.1385335 signifikan dengan demikian hasil penelitian ini mampu membuktikan hipotesis yaitu adanya pengaruh positif variable *Tangibility* terhadap leverage. Tanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi asset tetap yang dimiliki perusahaan maka akan semakin tinggi hutang yang dapat dipergunakan perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten karena tanda dari koefisien *Tangibility* tetap positif baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Tangibility* yaitu 0.1088864 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Tangibility* yaitu 0.155268 signifikan..

Kolom 2 koefisien variabel *Growth Opportunity* perusahaan (GROWTH) sebesar -0.1910114 signifikan, dengan demikian, hasil penelitian ini mampu membuktikan hipotesis yaitu adanya pengaruh negatif variable *Growth Opportunity* terhadap leverage. Tanda negative menunjukkan bahwa semakin tinggi *Growth Opportunity* perusahaan maka akan semakin rendah hutang yang diperoleh perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten karena tanda dari koefisien *Growth Opportunity* tetap negative baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Growth Opportunity* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Growth Opportunity* yaitu -0.1746956 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Growth Opportunity* yaitu 0.155268 signifikan.

Dummy variable *Growth Opportunity*, dimana bernilai 1, jika lebih kecil dari median variable *Growth Opportunity*, kemudian dummy variable tersebut diinteraksikan dengan variable *Growth Opportunity*. Koefisien variable Dummy *Growth Opportunity* tersebut -0.088456 dan bertanda negative menunjukkan bahwa semakin rendah *Growth Opportunity*, maka semakin tinggi tingkat keverage.

Kolom 2 koefisien variabel *Business Risk* perusahaan (RISK) sebesar -0.0004956 signifikan, hasil penelitian ini mampu membuktikan hipotesis yaitu adanya pengaruh negative *Business Risk* terhadap leverage. Tanda negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Business Risk* perusahaan maka akan semakin rendah hutang yang diperbolehkan perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten karena tanda dari *Business Risk* tetap negatif baik ketika ditambahkan dengan Lag variable Profitability (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Business Risk* yaitu -0.0004784 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Business Risk* yaitu -0.0005148 signifikan.

4.2.2. Determinan Struktur Modal Dinamis Sektor Primer

Hasil analisis model 1 pada sektor primer dapat dilihat pada Tabel 4.5 dibawah ini :

Tabel 4.5

Determinan Struktur Modal Dinamis Sektor Primer

| Variabel | GMM | GMM | GMM |
|-------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| (1) | (2) | (3) | (4) |
| Lag LEV | 0.737493 (0.039)*** | 0.7122227 (0.027)*** | 0.7010239 (0.034)*** |
| PROF | -0.1429938 (0.031)*** | -0.1733307 (0.048)*** | -0.2101486 (0.072)*** |
| Lag PROF | | 0.0029538 (0.015) | |
| SIZE | 0.5016109 (0.106)*** | 0.811103 (0.115)*** | 0.7769373 (0.291)** |
| TANG | 0.2310854 (0.032)*** | .167281 (.046)*** | 0.1609974 (0.062)*** |
| GROWTH | -0.0910664 (0.009)*** | -.0698827 (.008)*** | -0.0798823 (0.012)*** |
| DGROWTH | | | -0.0240292 (0.062) |
| RISK | -0.0064021 (0.000)*** | -.0064106 (.001)*** | -0.0050536 (0.000)*** |
| Wald chi2 | 5065.03 (0.000)*** | 8188.66 (.000)*** | 31070.40 (0.000)*** |
| m1 | -2.178 (0.0294)** | -2.0119 (.044)** | -2.3567 (0.0184)** |
| m2 | -1.3614 (0.1734) | -1.5152 (.1297) | -1.4134 (0.1576) |
| Sargan | 14.9421 (1.000) | 21.22154 (1.000) | 17.38661 (1.000) |
| n | 182 | 182 | 182 |
| Lag LEV-OLS | 0.9223121 (0.029)*** | 0.9364636 (.029)*** | 0.9170296 (0.029)*** |
| Lag LEV-FE | 0.6018542 (0.057)*** | 0.5891451 (0.059)*** | 0.5941207 (0.057)*** |

Sumber : Data hasil olahan

Keterangan : Variabel DGROWTH adalah variable Dummy yang diteraksikan dengan variable GROWTH, dimana variable Dummy bernilai 1 jika lebih kecil dari median variable GROWTH, 0 lainnya.

*** signifikan pada level $p < 0.01$, ** signifikan pada level $p < 0.05$ dan

* signifikan pada level $p < 0.1$. Angka dalam kurung menyatakan standard

Error, kecuali statistic Wald, m_1 , m_2 dan Sargan menyatakan probability value

Hasil analisis kolom 2 menunjukkan bahwa variable Lag Leverage (Lag LEV) sebesar 0.737493 signifikan, hasil penelitian ini membuktikan hipotesis yaitu adanya pengaruh positif lag Leverage terhadap leverage. Tanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi leverage waktu sebelumnya, semakin besar leverage. Hasil penelitian ini konsisten karena tanda dari koefisien Lag Leverage

tetap positif ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 2, koefisien Lag *Leverage* yaitu 0.7122227 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel Dummy *Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 3, Koefisien *Lag Leverage* yaitu 0.7010239 signifikan.

Kolom 2 koefisien variabel *Profitability* (PROF) sebesar -0.1429938 signifikan, hasil penelitian ini, mampu membuktikan hipotesis yaitu adanya pengaruh negative variable *Profitability* terhadap leverage. Tanda negative menunjukkan bahwa semakin tinggi *Profitability* akan semakin rendah hutang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten karena tanda dari koefisien variable *Profitability* tetap negative baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (LAG PROF) pada kolom 3, koefisien *Profitability* -0.1733307 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, koefisien *Profitability* -0.2101486 signifikan.

Kolom 3 koefisien variable *Lag Profitability* (Lag PROF) menunjukkan hasil yang positif dan tidak signifikan 0.029538. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat keuntungan pada waktu sebelumnya maka semakin besar jumlah hutang yang dapat diambil oleh perusahaan.

Kolom 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel *Size* perusahaan (SIZE) sebesar 0.5016109 signifikan, hasil penelitian ini mampu membuktikan hipotesis yaitu adanya pengaruh positif variable *Size* terhadap leverage. Tanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Size* perusahaan maka akan semakin tinggi hutang yang dapat diambil oleh perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten karena

tanda variable Size tetap positif baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien Size 0.811103 signifikan demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien Size 0.7769373 signifikan.

Kolom 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel *Tangibility* perusahaan (TANG) sebesar 0.2310854 signifikan, hasil penelitian ini mampu membuktikan hipotesis adanya pengaruh positif antara variable *Tangibility* terhadap leverage. Tanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Tangibility* perusahaan maka akan semakin besar hutang yang boleh diambil oleh perusahaan. Hasil ini konsisten karena tanda dari koefisien *Tangibility* tetap positif baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Tangibility* yaitu 0.167281 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Tangibility* 0.1609974, signifikan.

Kolom 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel *Growth Opportunity* perusahaan (GROWTH) -0.0910664 signifikan, hasil ini mampu membuktikan hipotesis adanya pengaruh negative antara *Growth Opportunity* terhadap leverage. Tanda negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Growth Opportunity* maka akan semakin rendah hutang yang boleh diambil oleh perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten karena tanda dari *Growth Opportunity* tetap negative baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Growth Opportunity* yaitu -0.0698827 signifikan, demikian pula ketika

ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Growth Opportunity* -0.0798823 signifikan.

Dummy variable *Growth Opportunity*, diberi nilai 1, jika lebih kecil dari median variable *Growth Opportunity*, dan 0 selain itu, kemudian dummy variable tersebut diinteraksikan dengan variable *Growth Opportunity*. Koefisien variable *Dummy Growth Opportunity* tersebut -0.024029, bertanda negative, menunjukkan bahwa semakin rendah *Growth Opportunity*, maka semakin tinggi tingkat leveragenya.

Kolom 2 koefisien variabel *Business Risk* perusahaan (RISK) sebesar -0.0064021 signifikan, hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis terdapat hubungan negative antara variable *Business Risk* terhadap leverage. Tanda negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Business Risk* perusahaan maka akan semakin rendah hutang yang diperbolehkan diambil oleh perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten karena tanda dari variable *Business Risk* tetap negative, baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Business Risk* -0.0064106 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Business Risk* yaitu -0.0050536 signifikan.

4.2.3. Determinan Struktur Modal Dinamis Sektor Sekunder

Hasil analisis model 1 pada sektor sekunder dapat dilihat pada Tabel 4.6 dibawah ini :

Tabel 4.6

Determinan Struktur Modal Dinamis Sektor Sekunder

| Variabel | GMM | GMM | GMM |
|----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| (1) | (2) | (3) | (4) |
| Lag LEV | 0.584534 (0.004)*** | 0.592675 (0.004)*** | 0.6952489 (0.001)*** |
| PROF | -0.5606083 (0.019)*** | -0.3851352 (0.015)*** | -0.3101954 (0.008)*** |
| Lag PROF | | -0.1985886 (0.012)*** | |
| SIZE | 1.702432 (0.043)*** | 1.432404 (0.046)*** | 0.2551578 (0.016)*** |
| TANG | 0.2002877 (0.008)*** | 0.2284586 (0.009)*** | 0.3277214 (0.006)*** |
| GROWTH | -0.2687787 (0.007)*** | -0.2430895 (0.006)*** | -0.0400398 (0.004)*** |
| DGROWTH | | | -0.2808083 (0.006)*** |
| RISK | -0.000115 (0.000)*** | -0.0001519 (0.000)*** | -0.0003077 (0.000)*** |
| Wald chi2 | 134051.74 (0.000)*** | 284576.69 (0.000)*** | 1.05e+07 (0.000)*** |
| m ₁ | -2.894 (0.003)*** | -2.5063 (0.012)** | -2.2623 (9.024)** |
| m ₂ | 0.96124 (0.3364) | -0.70224 (0.4825) | 0.68582 (0.4928) |
| Sargan | 66.77992 (0.4846) | 74.82027 (0.3869) | 83.29351 (0.4703) |
| n | 616 | 616 | 616 |
| Lag LEV OLS | 0.8937758 (0.016)*** | 0.9084884 (0.017)*** | 0.8818823 (0.017)*** |
| Lag LEV FE | 0.4243861 (0.031)*** | 0.3496961 (0.034)*** | 0.4208995 (0.031)*** |

Sumber : Data hasil olahan

Keterangan : Variabel DGROWTH adalah variable Dummy yang diteraksikan dengan variable GROWTH, dimana variable Dummy bernilai 1 jika lebih kecil dari median variable GROWTH, 0 lainnya.

*** signifikan pada level $p < 0.01$, ** signifikan pada level $p < 0.05$ dan

* signifikan pada level $p < 0.1$. Angka dalam kurung menyatakan standard

Error, kecuali statistic Wald, m_1 , m_2 dan Sargan menyatakan probability value

Hasil analisis pada kolom 2 koefisien variable Lag Leverage (Lag LEV) sebesar 0.584534 signifikan, hasil ini menunjukkan bahwa adanya pengaruh positif antara Lag Leverage dengan Leverage. Tanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi leverage waktu sebelumnya, semakin besar hutang yang boleh diambil oleh perusahaan. Hasil ini konsisten karena tanda dari variable *Lag Leverage* tetap

positif ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Lag Leverage* 0.592675 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien Lag Leverage yaitu 0.6952489 signifikan.

Kolom 2 koefisien variable *Profitability* -0.5606083 signifikan, tanda negative menunjukkan bahwa semakin tinggi *Profitability* akan semakin rendah hutang yang boleh diambil oleh perusahaan. Hasil ini konsisten tandanya baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Profitability* yaitu -0.3851352 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Profitability* -0.3101954 signifikan.

Kolom 3 koefisien variable Lag *Profitability* (Lag PROF) menunjukkan hasil yang negatif dan signifikan, yaitu -0.1985886. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *profitability* waktu sebelumnya semakin rendah leverage.

Kolom 2 koefisien variabel *Size* perusahaan (SIZE) 1.702432 signifikan pada level 1%, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa adanya pengaruh positif *Size* terhadap *Leverage*. Tanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Size* perusahaan maka akan semakin besar hutang yang boleh diambil oleh perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten tandanya ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Size* yaitu 1.432404 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Size* 0.2551578 signifikan.

Kolom 2 koefisien variabel *Tangibility* perusahaan (TANG) 0.2002877 signifikan, hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh positif *Tangibility* terhadap Leverage. Tanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Tangibility* perusahaan maka akan semakin besar hutang yang boleh diambil oleh perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten tandanya ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Tangibility* 0.2284586 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel Dummy Growth Opportunity (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Tangibility* 0.3277214 (SYS-GMM) signifikan.

Kolom 2 koefisien variabel *Growth Opportunity* perusahaan (GROWTH) sebesar -0.2687787 signifikan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa adanya pengaruh negatif *Growth Opportunity* terhadap Leverage. Tanda negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Growth Opportunity* perusahaan maka akan semakin rendah hutang yang diperbolehkan diambil oleh perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten tandanya ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Growth Opportunity* yaitu -0.2430895 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Growth Opportunity* -0.0400398 signifikan.

Dummy variable *Growth Opportunity*, dimana bernilai 1, jika lebih kecil dari median variable *Growth Opportunity*, kemudian dummy variable tersebut diinteraksikan dengan variable *Growth*. Koefisien variable *Dummy Growth*

Opportunity -0.2808083, bertanda negative, menunjukkan bahwa semakin rendah Growth Opportunity, maka semakin tinggi tingkat leveragenya.

Kolom 2 koefisien variabel *Business Risk* perusahaan (RISK) sebesar -0.000115 signifikan, hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh negatif *Business Risk* terhadap Leverage. Tanda negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Business Risk* perusahaan maka akan semakin rendah hutang yang diperoleh diambil oleh perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten tandanya ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Business Risk* yaitu -0.0001519 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel Dummy Growth Opportunity (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Business Risk* yaitu -0.0003077 signifikan.

4.2.4. Determinan Struktur Modal Dinamis Sektor Tertier

Hasil analisis model 1 pada sector tertier dapat dilihat pada Tabel 4.7 dibawah ini:

Tabel 4.7**Determinan Struktur Modal Dinamis Sektor Tertier**

| Variabel | GMM | GMM | GMM |
|----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| (1) | (3) | (5) | (7) |
| Lag LEV | 0.5580497 (0.002)*** | 0.5794587 (0.003)*** | 0.5607078 (0.005)*** |
| PROF | -0.0950006 (0.001)*** | -0.1665593 (0.003)*** | -0.1075874 (0.004)*** |
| Lag PROF | | 0.0945517 (0.002)*** | |
| SIZE | 1.710992 (0.003)*** | 1.920631 (0.007)*** | 1.859869 (0.028)*** |
| TANG | 0.0807585 (0.004)*** | 0.1056183 (0.004)*** | 0.0761094 (0.007)*** |
| GROWTH | -0.0803234 (0.000)*** | -0.06044 (0.000)*** | -0.0322766 (0.000)*** |
| DGROWTH | | | -0.002795 (0.004)*** |
| RISK | -0.0003982 (0.000)*** | -0.0003925 (0.000)*** | -0.0003748 (0.000)*** |
| Wald chi2 | 1.41e+07 (0.000)*** | 2.52e+06 (0.000)*** | 241626.66 (0.000)*** |
| m ₁ | -2.1653 (0.0304)** | -2.1052 (0.035)** | -2.0752 (0.038)** |
| m ₂ | -1.2302 (0.2186) | -1.2355 (0.2166) | -1.1632 (0.2447) |
| Sargan | 69.04147 (0.6096) | 68.20587 (0.4360) | 63.28174 (0.3958) |
| n | 560 | 560 | 560 |
| Lag LEV OLS | 0.8070759 (0.024)*** | 0.8190585 (0.025)*** | 0.8072964 (0.024)*** |
| Lag LEV FE | 0.2892769 (0.041)*** | 0.2823904 (0.043)*** | 0.2889698 (0.041)*** |

Sumber : Data hasil olahan

Keterangan : Variabel DGROWTH adalah variable Dummy yang diteraksikan dengan variable GROWTH, dimana variable Dummy bernilai 1 jika lebih kecil dari median variable GROWTH, 0 lainnya.

*** signifikan pada level $p < 0.01$, ** signifikan pada level $p < 0.05$ dan

* signifikan pada level $p < 0.1$. Angka dalam kurung menyatakan standard

Error, kecuali statistic Wald, m_1 , m_2 dan Sargan menyatakan probability value

Hasil analisis pada kolom 2 koefisien variable lag Leverage (Lag LEV) 0.5580497 signifikan, hasil penelitian ini mampu membuktikan adanya pengaruh positif antara Lag Leverage dengan Leverage. Tanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi leverage waktu sebelumnya, semakin besar leverage. Hasil ini konsisten tandanya baik ketika ditambahkan dengan Lag variable Profitability (Lag

PROF) pada kolom 3, koefisien Lag Leverage 0.5794587 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel Dummy Growth Opportunity (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien Lag Leverage 0.5607078 signifikan.

Kolom 2 koefisien variabel *Profitability* (PROF) sebesar -0.0950006 signifikan, hasil penelitian ini mampu membuktikan bahwa hipotesis adanya pengaruh negative *Profitability* terhadap Leverage dapat dibuktikan. Tanda negative menunjukkan bahwa semakin tinggi *Profitability* akan semakin rendah hutang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten baik ketika ditambahkan dengan Lag variable Profitability (Lag PROF) pada kolom 2 koefisien Profitability - 0.1665593 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 3, Koefisien Profitability yaitu -0.1075874 signifikan.

Kolom 3 koefisien variable Lag Profitability (Lag PROF) menunjukkan hasil yang positif dan signifikan, 0.0945517 artinya semakin semakin tinggi profitability waktu sebelumnya, maka semakin tinggi pula leverage.

Kolom 2 koefisien variabel Size perusahaan (SIZE) sebesar 1.710992 signifikan, dengan demikian hasil penelitian ini mampu membuktikan hipotesis adanya pengaruh positif Size terhadap Leverage. Tanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi Size perusahaan maka akan semakin tinggi hutang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten tandanya baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien Size 1.920631 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien Size 1.859869, signifikan pada level 1%..

Kolom 2 koefisien variabel *Tangibility* perusahaan (TANG) 0.0807585 signifikan, hasil penelitian ini mampu membuktikan hipotesis adanya pengaruh positif antara *Tangibility* terhadap Leverage. Tanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Tangibility* perusahaan maka akan semakin tinggi hutang perusahaan. Hasil ini konsisten tandanya baik ketika ditambahkan dengan Lag variable Profitability (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Tangibility* 0.1056183 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Tangibility* 0.0761094 signifikan.

Kolom 2 koefisien variabel *Growth Opportunity* perusahaan (GROWTH) -0.0803234 signifikan, hasil penelitian ini mampu membuktikan hipotesis adanya pengaruh negative antara *Growth Opportunity* terhadap Leverage. Tanda negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Growth Opportunity* perusahaan maka akan semakin rendah hutang perusahaan. Hasil ini konsisten tandanya ketika ditambahkan dengan Lag variable Profitability (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Growth Opportunity* -0.06044 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 6 dan 7, Koefisien *Growth Opportunity* -0.0322766 signifikan.

Dummy variable *Growth Opportunity*, dimana bernilai 1, jika lebih kecil dari median variable *Growth Opportunity*, kemudian dummy variable tersebut diinteraksikan dengan variable *Growth*. Koefisien variable *Dummy Growth Opportunity* -0.002795, bertanda negative, menunjukkan bahwa semakin rendah *Growth Opportunity*, maka semakin tinggi tingkat leveragenya.

Kolom 2 koefisien variabel Business Risk perusahaan (RISK) sebesar - 0.0003982 signifikan, hasil penelitian ini mampu membuktikan hipotesis adanya pengaruh negative Business Risk terhadap Leverage. Tanda negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi *Business Risk* perusahaan maka akan semakin rendah hutang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten tandanya baik ketika ditambahkan dengan Lag variable *Profitability* (Lag PROF) pada kolom 3, koefisien *Business Risk* -0.0003925 signifikan, demikian pula ketika ditambahkan variabel *Dummy Growth Opportunity* (DGROWTH) pada kolom 4, Koefisien *Business Risk* yaitu - 0.0003077 signifikan.

4.2.5. Kecepatan Penyesuaian Berdasarkan Perbedaan Proxy Leverage

Ditargetkan Pada Seluruh Sample

Menurut Zu (2007) Trade-Off Theory tidak secara eksplisit menjelaskan mengenai proxy leverage yang ditargetkan, sehingga terjadi perbedaan. Dalam penelitian ini, leverage yang ditargetkan menggunakan proxy sebagai berikut :

1. Fitted model 1 tanpa Lag Leverage
2. Rata-rata leverage per sector per tahun
3. Median leverage per sector per tahun

Pengujian ketepatan data panel dinamis, dilakukan serangkaian uji sebagai berikut:

1. Tidak bias
2. Signifikansi
3. Konsistensi
4. Validitas instrument

Hasil analisis model 2.1, model 2.2 dan model 2.3 menunjukkan bahwa semua kriteria mampu dipenuhi dalam penelitian ini, hal tersebut dapat dilihat pada

Tabel 4.8 :

Tabel 4.8

Kecepatan Penyesuaian Berdasarkan Perbedaan Proxy Leverage Ditargetkan Pada Seluruh Sampel

| Variabel | GMM | GMM | GMM |
|----------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|
| (1) | (2) | (3) | (4) |
| Lag LEV | 0.555872 (0.0213)*** | 0.8581031 (0.0333)*** | 0.8251937 (0.0274)*** |
| LEVHAT | 0.5343669 (0.0411)*** | | |
| LEVMEAN | | 0.122473 (0.1664)*** | |
| LEVMEAN | | | 0.157756 (0.0291)*** |
| SOA | 44.41% | 14.19% | 17.48% |
| Wald chi2 | 1412.83 (0.000)*** | 7794.37 (0.0000)*** | 13834.54 (0.0000)*** |
| m ₁ | -2.7897 (0.0053)*** | -2.2527 (0.0243)** | -3.1268 (0.0018)*** |
| m ₂ | 0.08772 (0.9301) | -0.02714 (0.9783) | 0.08207 (0.9346) |
| Sargan | 30,89242 (0.1255) | 44.12197 0.3405 | 38.57661 (0.1100) |
| | OLS | OLS | OLS |
| Lag LEV | 0.8821657 (0.01215)*** | 0.8963267 (.0128)*** | 0.8994083 (0.0125)*** |
| | FE | FE | FE |
| Lag LEV | 0.4029353 (.02291)*** | 0.4339998 (.0254)*** | 0.446241 (0.0256)*** |

Sumber : Data hasil olahan

Keterangan : *** signifikan pada level $p < 0.01$, ** signifikan pada level $p < 0.05$ dan * signifikan pada level $p < 0.1$. Angka dalam kurung menyatakan standard Error, kecuali statistic Wald, m₁, m₂ dan Sargan menyatakan probability value

Tabel 4.8 menunjukkan bahwa koefisien Lag LEV pada kolom 2 (Model 2.1) sama dengan 0.555872 nilainya positif dan signifikan, koefisien Lag LEV pada kolom 3 (Model 2.2) sama dengan 0.8581031, nilai positif dan signifikan dan koefisien Lag LEV pada kolom 4 (Model 2.3) sama dengan 0.8251937, nilai positif dan signifikan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien Lag Leverage model 2.1 yang menggunakan proxy Fitted model 1 (LEVHAT), berbeda dengan model

2.2 menggunakan proxy rata-rata Leverage; demikian pula penggunaan proxy Fitted berbeda dengan model proxy median leverage.

Koefisien variable LEVHAT pada kolom 2 (Model 2.1) sama dengan 0.5343669, nilainya positif dan signifikan, koefisien variable LEVMEAN pada kolom 3 (Model 2.2) sama dengan 0.122473, nilainya positif dan signifikan dan koefisien variable LEVMED pada kolom 4 (Model 2.3) sama dengan 0.157756, nilainya positif dan signifikan. Hasil penelitian pada seluruh sampel, menunjukkan bahwa koefisien proxy Fitted (LEVHAT) model 2.1, nilainya berbeda dengan model 2.2 koefisien proxy rata-rata Leverage; demikian pula berbeda dengan koefisien proxy median leverage.

Sedangkan nilai Kecepatan Penyesuaian (SOA) sector non keuangan dengan proxy *fitted leverage* yang ditargetkan sama dengan 44.41% per tahun, proxy rata-rata leverage sector industry non keuangan pertahun 14.19% per tahun dan proxy median leverage 17.48% pertahun. Dengan demikian, hipotesis yang penulis ajukan adanya perbedaan kecepatan penyesuaian antara proxy *fitted leverage* yang ditargetkan berbeda dengan kecepatan penyesuaian dengan proxy rata-rata leverage sector industry keuangan pertahun dan perbedaan kecepatan penyesuaian antara proxy fitted leverage yang ditargetkan dengan median sector industry keuangan pertahun dapat dibuktikan dalam penelitian ini.

4.2.6. Kecepatan Penyesuaian Berdasarkan Perbedaan Proxy Leverage Ditargetkan Pada Sektor Primer

Hasil analisis model 2 pada sector primer, secara rinci dapat dilihat pada Tabel 4.9 dibawah ini :

Tabel 4.9

**Kecepatan Penyesuaian Berdasarkan Perbedaan Proxy Leverage
Ditargetkan Pada Sektor Primer**

| Variabel | GMM | GMM | GMM |
|----------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|
| (1) | (2) | (3) | (4) |
| Lag LEV | 0.6547266 (0.01822)*** | 0.810203 (0.0536)*** | 0.9361243 (0.045)*** |
| LEVHAT | 0.4758094 (0.03099)*** | | |
| LEVMEAN | | 0.3529021 (0.0956)*** | |
| LEVMEAN | | | 0.1355179 (0.090) |
| SOA | 34.53% | 18.98% | 6.39% |
| Wald chi2 | 19640.04 (0.000)*** | 7533.05 (0.000)*** | 15699.09 (0.000)*** |
| m ₁ | -1.8959 (0.0580)* | -2.1646 (0.0304)** | -2.2118 (0.0270)** |
| m ₂ | -1.4853 (0.1375) | -1.0056 (0.3146) | -1.1275 (0.2595) |
| Sargan | 25.60511 (0.2690) | 15.96884 (0.2508) | 17.35429 (0.1836) |
| | OLS | OLS | OLS |
| Lag LEV | 0.906694 (0.0297)*** | 0.9515861 (0.0304)*** | 0.9567469 (0.0303)*** |
| | FE | FE | FE |
| Lag LEV | 0.59918 (0.0559)*** | 0.6713068 (0.067)*** | 0.6975431 (0.067)*** |

Sumber : Data hasil olahan

Keterangan : *** signifikan pada level $p < 0.01$, ** signifikan pada level $p < 0.05$ dan * signifikan pada level $p < 0.1$. Angka dalam kurung menyatakan standard Error, kecuali statistic Wald, m₁, m₂ dan Sargan menyatakan probability value

Tabel 4.9 menunjukkan bahwa koefisien Lag LEV pada kolom 2 (Model 2.1) sama dengan 0.6547266, nilainya positif dan signifikan, koefisien Lag LEV pada kolom 3 (Model 2.2) sama dengan 0.810203, nilai positif dan signifikan dan koefisien Lag LEV pada kolom 4 (Model 2.3) sama dengan 0.9361243, nilai positif dan signifikan. Hasil penelitian pada sampel industry primer, menunjukkan bahwa koefisien Lag Leverage model 2.1 yang menggunakan proxy Fitted model 1,

berbeda dengan model 2.2 menggunakan proxy rata-rata Leverage; sedangkan dibandingkan dengan proxy median leverage berbeda.

Koefisien variable LEVHAT pada kolom 2 (Mode 2.1) sama dengan 0.2068912, nilainya positif dan signifikan, koefisien variable LEVMEAN pada kolom 3 (Model 2.2) sama dengan 0.3529021, nilainya positif dan signifikan dan koefisien variable LEVMED pada kolom 4 (Model 2.3) sama dengan 0.1355179, nilainya positif dan tidak signifikan. Hasil penelitian pada sampel industry primer, menunjukkan bahwa koefisien proxy Fitted (LEVHAT) model 2.1, nilainya berbeda dengan model 2.2 koefisien proxy rata-rata Leverage; demikian pula berbeda dengan koefisien proxy median leverage.

Nilai kecepatan penyesuaian sector industry primer berdasarkan proxy leverage yang ditargetkan sama dengan 34.53% berbeda dengan kecepatan penyesuaian dengan proxy rata-rata sector industry primer pertahun 18.98% dan berbeda dengan proxy median sector industry primer pertahun 6.39%. Dengan demikian, hipotesis yang penulis ajukan yaitu terdapat perbedaan kecepatan penyesuaian diantara proxy leverage yang ditargetkan, dapat dibuktikan dalam penelitian ini.

4.2.7. Kecepatan Penyesuaian Berdasarkan Perbedaan Proxy Leverage Ditargetkan Pada Sektor Sekunder

Hasil analisis model 2 pada sector sekunder, dapat dilihat pada Tabel 4.10 dibawah ini :

Tabel 4.10

**Kecepatan Penyesuaian Berdasarkan Perbedaan Proxy Leverage
Ditargetkan dan Pada Sektor Sekunder**

| Variabel | Model 2.1 | Model 2.2 | Model 2.3 |
|----------------------|--------------|-------------|-------------|
| (1) | (2) | (3) | (4) |
| Lag.LEV | 0.6803672 | 0.7305922 | 0.732779 |
| | (0.0112)*** | (0.0225)*** | (0.0218)*** |
| LEVHAT | 0.2467588 | | |
| | (0.02776)*** | | |
| LEVMEAN | | 0.2270923 | |
| | | (0.0260)*** | |
| LEVMEAN | | | 0.244654 |
| | | | (0.0275)*** |
| SOA | 31.96% | 26.94% | 26.72% |
| Wald chi2 | 13853.34 | 6621.01 | 6547.78 |
| | (0.000)*** | (0.000)*** | (0.000)*** |
| m₁ | -2.0045 | -2.1455 | -2.2332 |
| | (0.0450)** | (0.0319)** | (0.0255)** |
| m₂ | 0.53288 | 0.46127 | 1.312 |
| | (0.5941) | (0.6446) | (0.1895) |
| Sargan | 24.5626 | 24.92728 | 15.28047 |
| | (0.7007) | (0.3540) | (0.1222) |
| | OLS | OLS | OLS |
| Lag.LEV | 0.894066 | 0.922400 | 0.8299286 |
| | (0.0169)*** | (0.017)*** | (0.0236)*** |
| | FE | FE | FE |
| Lag.LEV | 0.417031 | 0.4632863 | 0.3443783 |
| | (0.0312)*** | (0.0356)*** | (0.0459)*** |

Sumber : Data hasil olahan

Keterangan : *** signifikan pada level $p < 0.01$, ** signifikan pada level $p < 0.05$ dan * signifikan pada level $p < 0.1$. Angka dalam kurung menyatakan standard Error, kecuali statistic Wald, m_1 , m_2 dan Sargan menyatakan probability value

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa koefisien Lag LEV pada kolom 2 (Model 2.1) sama dengan 0.6803672, nilainya positif dan signifikan, koefisien Lag LEV pada kolom 3 (Model 2.2) sama dengan 0.7305922, nilai positif dan signifikan dan koefisien Lag LEV pada kolom 4 (Model 2.3) sama dengan 0.732779, nilai positif dan signifikan. Hasil penelitian pada sampel industry sekunder, menunjukkan bahwa koefisien Lag Leverage model 2.1 yang menggunakan proxy Fitted model 1 tanpa Lag LEV, berbeda dengan model 2.2 menggunakan proxy rata-rata Leverage; demikian pula berbeda dengan proxy median leverage.

Koefisien variable LEVHAT pada kolom 2 (Model 2.1) sama dengan 0.6803672, nilainya positif dan signifikan, koefisien variable LEVMEAN pada kolom 3 (Model 2.2) sama dengan 0.2270923, nilainya positif dan signifikan dan koefisien variable LEVMED pada kolom 4 (Model 2.3) sama dengan 0.244654, nilainya positif dan signifikan. Hasil penelitian pada sampel industry sekunder, menunjukkan bahwa koefisien proxy Fitted (LEVHAT) model 2.1, nilainya berbeda dengan model 2.2 koefisien proxy rata-rata Leverage; demikian pula berbeda dengan koefisien proxy median leverage.

Kecepatan Penyesuaian sector sekunder dengan proxy fitted leverage yang ditargetkan sama dengan 31.96%, berbeda dengan proxy rata-rata leverage sektor sekunder pertahun 26.94% dan berbeda dengan proxy median leverage sector sekunder pertahun 26.72%. Dengan demikian, hipotesis yang penulis ajukan yaitu adanya perbedaan proxy dari leverage yang ditargetkan, dapat dibuktikan dalam penelitian, khususnya untuk sample industri sekunder. Sedangkan kecepatan penyesuaian antara proxy rata-rata leverage dan median leverage sector industry sekunder per tahun relative sama.

4.2.8. Kecepatan Penyesuaian Berdasarkan Perbedaan Proxy Leverage Ditargetkan Pada Sektor Tertier

Hasil analisis model 2 pada sector tertier, dapat dilihat pada Tabel 4.11 dibawah ini :

Tabel 4.11

Kecepatan Penyesuaian Berdasarkan Perbedaan Proxy Leverage Pada Sektor Tertier

| Variabel | Model 2.1 | Model 2.2 | Model 2.3 |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|
| (1) | (2) | (3) | (4) |
| Lag LEV | 0.4131904 | 0.5914138 | 0.6103176 |
| | (0.0505)*** | (0.0345)*** | (0.0257)*** |
| LEVHAT | .3842022 | | |
| | (.0727)*** | | |
| LEVMEAN | | 0.2898218 | |
| | | (0.0459)*** | |
| LEVMEAN | | | 0.2059754 |
| | | | (0.120)*** |
| SOA | 58.68% | 40.86% | 38.97% |
| Wald chi2 | 1601.37 | 455.89 | 124.16 |
| | (0.000)*** | (0.000)*** | (0.000)*** |
| m₁ | -2.1243 | -1.974 | -3.0168 |
| | (0.0336)** | (0.0484)** | (0.003)*** |
| m₂ | -1.1237 | -1.112 | -0.42214 |
| | (0.2611) | (0.2661) | (0.6729) |
| Sargan | 27.9542 | 12.44993 | 10.42722 |
| | (0.1817) | (0.4911) | (0.4038) |
| | OLS | OLS | OLS |
| Lag LEV | 0.5704446 | 0.8295088 | 0.839604 |
| | (0.545)*** | (0.024)*** | (0.025)*** |
| | FE | FE | FE |
| Lag.LEV | -0.313843 | 0.3270941 | 0.3160707 |
| | (0.102)*** | (.046)*** | (0.053)*** |

Keterangan : *** signifikan pada level $p < 0.01$, ** signifikan pada level $p < 0.05$ dan * signifikan pada level $p < 0.1$. Angka dalam kurung menyatakan standard Error, kecuali statistic Wald, m_1 , m_2 dan Sargan menyatakan probability value

Tabel 4.11 menunjukkan bahwa koefisien Lag LEV pada kolom 2 (Model 2.1) sama dengan 0.4131904, nilainya positif dan signifikan, koefisien Lag LEV pada kolom 3 (Model 2.2) sama dengan 0.5914138, nilai positif dan signifikan dan koefisien Lag LEV pada kolom 4 (Model 2.3) sama dengan 0.6103176 nilai positif dan signifikan. Hasil penelitian pada sampel industry tertier, menunjukkan bahwa koefisien Lag Leverage model 2.1 yang menggunakan proxy Fitted model 1, berbeda dengan model 2.2 menggunakan proxy rata-rata Leverage; demikian pula berbeda dengan proxy median leverage.

Koefisien variable LEVHAT pada kolom 2 (Model 2.1) sama dengan 0.3842022, nilainya positif dan signifikan pada level 1%, koefisien variable LEVMEAN pada kolom 3 (Model 2.2) sama dengan 0.2898218, nilainya positif dan signifikan dan koefisien variable LEVMED pada kolom 4 (Model 2.3) sama dengan 0.2059754, nilainya positif dan signifikan. Hasil penelitian pada sampel industry tertier, menunjukkan bahwa koefisien proxy Fitted (LEVHAT) model 2.1, nilainya berbeda dengan model 2.2 koefisien proxy rata-rata Leverage; demikian pula berbeda dengan koefisien proxy median leverage.

Kecepatan penyesuaian sector tertier berdasarkan proxy fitted leverage yang ditargetkan 58.68% berbeda dengan proxy rata-rata leverage sector tertier per tahun 40.86% dan berbeda dengan proxy median leverage sector tertier per tahun 38.97%, sedangkan antara proxy rata-rata leverage sector tertier per tahun dan relative sama dengan proxy median leverage sector tertier.

4.3. Pembahasan Hasil Penelitian

4.3.1. Determinan Struktur Modal Dinamis

Teori struktur modal dinamis menyatakan bahwa perusahaan akan menetapkan target leverage optimal, namun akibat perubahan kondisi internal maupun eksternal perusahaan maka leverage actual akan menyimpang dari leverage ditargetkan atau leverage optimal (Elsas dan Florsyak (2011)). Penyimpangan dari leverage yang ditargetkan tersebut tersebut terjadi karena adanya *adjustment cost* (biaya penyesuaian) yang terdiri atas biaya transaksi untuk penerbitan sekuritas dan *opportunity cost*. Suatu pasar modal dikatakan sempurna, jika tidak ada biaya transaksi sehingga perusahaan yang mengalami penyimpangan dari leverage

optimal akan dengan cepat perusahaan akan menyesuaikan struktur modalnya. Namun dengan adanya informasi yang asimetri mengakibatkan timbulnya biaya transaksi dan biaya/benefit transaksi lainnya, maka perusahaan tidak dapat secara penuh menyesuaikan leverage aktual mereka dari periode sebelumnya menuju leverage yang ditargetkan, sehingga untuk membutuhkan waktu. Dalam penelitian ini, factor-faktor spesifik karakteristik perusahaan dipergunakan untuk mengestimasi leverage yang ditargetkan dengan model dinamis, yaitu dengan cara menambahkan variable lag Leverage sebagai variable bebas.

Koefisien variable Lag LEV menunjukkan nilai positif dan signifikan, hal ini menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia memiliki ciri-ciri model dinamis. Nilai koefisien variabel positif lebih kecil dari satu, menurut Lev (1969) menunjukkan bahwa terdapat ciri konvergensi. Koefisien Lag LEV 0.6250902 untuk seluruh sampel, 0.737493 sampel sector primer, 0.584534 sector sekunder dan 0.5580497 sektor tertier. Mendekati Ozkan (2001) 0.590; sedangkan penelitian Gaud et al. (2005) bahwa proxy Leverage menghasilkan nilai yang cukup berbeda, proxy market value sama dengan 0.727 dan book value 0.815. Sedangkan Haron dan Ibrahim (2012) di pasar syariah Malaysia, menemukan 0.3987 untuk proxy Total Hutang terhadap Market value Total Asset, sedangkan untuk book value, hasilnya -0.0891 dan signifikan. Penelitian Mahakud dan Mukherjee (2011) antara 0.55 sampai dengan 0.68. Hasil penelitian ini, menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan perusahaan untuk meningkatkan leverage actual dibandingkan dengan leverage waktu sebelumnya, sampai batas leverage yang ditargetkan/leverage optimal.

Menurut *Trade-Off Theory*, untuk memanfaatkan taxes shield sebaiknya perusahaan meningkatkan hutang, sampai batas penambahan dari manfaat hutang sama dengan kerugian hutang akibat kesulitan keuangan.

Ross (1977) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki prospek bagus, cenderung akan meningkatkan proporsi hutangnya hal tersebut dipandang sebagai “*good news*” oleh investor. Perusahaan yang mampu meningkatkan hutang tersebut dipandang memiliki kinerja dan prospek yang bagus, suatu hal yang sulit dilakukan oleh perusahaan yang kinerja kurang baik, karena peningkatan hutang akan dihadapkan dengan probabilitas kebangkrutan.

Saadah dan Prijadi (2012) menyatakan bahwa struktur modal dinamis, diturunkan dari situasi dimana perusahaan dihadapkan pada kondisi *disequilibrium*, karena fenomena yang diharapkan oleh perusahaan yaitu leverage optimal, belum tentu sama dengan leverage actual. Dalam situasi *disequilibrium*, perusahaan akan menghadapi 2 macam biaya, yaitu biaya karena tidak berada dalam situasi ekuilibrium (*disequilibrium cost*) dan biaya karena perusahaan perlu melakukan penyesuaian (adjustment) leveragenya sebagai akibat adanya perbedaan fenomena actual yang dihadapi antar waktu (*adjustment cost*). *Disequilibrium cost* merupakan biaya yang muncul ketika leverage actual menyimpang dari leverage optimal/leverage yang ditargetkan. Jika leverage actual berada dibawah leverage optimalnya, maka perusahaan akan menuju leverage optimal dengan cara memanfaatkan *tax shield*. Sebaliknya jika perusahaan berada diatas leverage optimal, maka akan memperbesar potensi *financial distress*, sehingga perusahaan

akan melakukan issuing dan/atau repurchasing debt dan equity untuk bergerak menuju leverage optimalnya.

Variabel *Profitability* bertanda negative dan signifikan untuk seluruh sampel. Koefisien *Profitability* untuk seluruh sampel -0.1848058, sector primer -0.1429938, sector sekunder -0.5606083, dan sector tertier -0.0950006. Hal ini menunjukkan bahwa dengan perubahan satu satuan *profitability*, maka leverage sector sekunder yang paling terpengaruh.

Baskin (1989) dan Bontempi (2002) menunjukkan bahwa variable *profitability* merupakan variable yang bisa dipakai untuk memperkirakan apakah suatu perusahaan menerapkan *Trade Off Theory* atau *Pecking Order Theory*. Hasil yang negative menunjukkan bahwa perusahaan- perusahaan yang listing di BEI ketika ekonomi makro membaik sehingga keuntungan meningkat, berarti ketersediaan dana internal naik maka sesuai prediksi *Pecking Order Theory* perusahaan cenderung untuk mengurangi hutang perusahaan. *Profitability* merupakan proxy untuk ketersediaan dana internal, meningkatnya *profitability* menyebabkan peningkatan *free cash flow*.

Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian Bank Indonesia pada tahun 2001 tentang sumber pembiayaan perusahaan di Indonesia (LPI, 2009). Hasil penelitian menunjukkan bahwa porsi sumber pembiayaan perusahaan adalah : 56% berasal dari dana sendiri (*own funds*) yang terdiri atas laba ditahan dan inventori, mencapai, 24% berasal dari dari kredit ban, 5% pinjaman luar negeri, 6% penerbitan saham dan 3% obligasi. Survey tahun 2002, penggunaan dana internal meningkat menjadi 60,7%, sementara itu, porsi pembiayaan dari kredit bank turun menjadi 20,7%.

Survey tahun 2009 penggunaan dana internal masih pada kisaran 60% dan pembiayaan dari bank dalam negeri pada kisaran 21%.

Penelitian Titman & Wessel (1988) menunjukkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas waktu sebelumnya yang tinggi akan cenderung menggunakan hutang yang rendah. Hasil Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Titman & Wessels, (1988); Rajan dan Zingales, (1995); Wald, (1999); Tong and Green (2004); Heshmati (2001), Ozkan (2001); Miquel dan Pindado (2001), Frank and Goyal (2003), Lööf (2003); Nivorozhkin (2003); Haas dan Peeters (2004), Gaud et. al. (2005), Drobetz and Wanzenried (2004), Kim, Heshmati dan Aoun (2006), Xu (2007), Haron and Ibrahim (2012) khusus untuk proxy leverage market value, Mahakud and Mukerjee (2011), Maghyereh (2005), Suhendro (2006), Joni dan Lina (2010), Murhadi (2011), Effendi, Heriyandi dan Rum (2016), Warmana dan Wignyana (2016), Dewi dan Ramli (2016)).

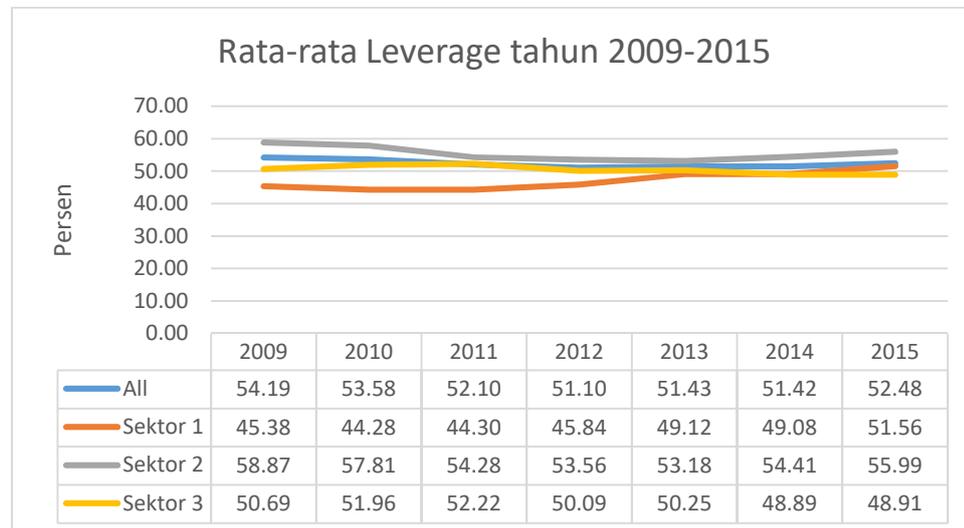
Untuk menguji pengaruh *profitability* terhadap dinamika perusahaan dalam pinjaman, sebagaimana Gaud et. al. (2005) penulis menambahkan pada model 1 dengan Lag Profitability (L.PROF), tujuan dari penambahan variable lag profitability tersebut untuk menguji konsistensi dari *Pecking Order Theory*. Seluruh sampel menunjukkan hasil yang positif dan signifikan, sampel sector primer positif tetapi tidak signifikan dan sector tertier positif dan signifikan. Hasil ini sesuai dengan Ozkan (2001), Gaud et. al (2005). Hasil ini berarti bahwa perilaku *Pecking Order Theory* hanya berlaku pada jangka pendek (*short run*). Perusahaan mengurangi hutang untuk mengurangi biaya penyesuaian (*adjustment cost*), meskipun pada kenyataannya *profitability* saat ini, berpengaruh terhadap nyata

terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat hutang, karena cash flow yang dihasilkan dapat dipakai untuk mengurangi hutang perusahaan. *Profitability* sebelumnya (Lag PROF) yang berpengaruh positif dan signifikan sesuai dengan apa yang diharapkan oleh *Dynamic Trade-Off Theory*, yaitu bank mempertimbangkan *profitability* waktu sebelumnya dalam memberikan kredit terhadap perusahaan (Gaud, et al. 2005). Temuan dari penelitian ini adalah *profitability* waktu sebelumnya, merupakan salah faktor yang penting dalam hal pendugaan *profitability* dimasa yang akan datang.

Sedangkan untuk sector sekunder hasilnya negative, berarti *Pecking Order Theory* berlaku secara konsisten (Gaud et. al. 2005). Hal tersebut, kemungkinan karena leverage dari perusahaan manufaktur yang telah tinggi, sehingga peningkatan hutang akan meningkatkan risiko perusahaan yang berakibat terhadap peningkatan *financial distress*. Hasil ini sesuai dengan penelitian Yuliati (2011) yang mengambil sampel sector manufaktur periode 2006 – 2007, hasil sama diperoleh dari penelitian Satmoko dan Pujiharjanto (2011). Grafik dibawah ini menunjukkan rata-rata leverage dari ketiga sector di BEI periode 2010 – 2015.

Gambar 4.2

Rata-rata Leverage Berdasarkan Sektor 2009 - 2015



Grafik diatas menunjukkan bahwa tingkat leverage (hutang) dari sector sekunder tertinggi jika dibandingkan dengan sector lain. Tingginya leverage sector sekunder menunjukkan bahwa sector tersebut merupakan sector yang paling berisiko jika dibandingkan dengan sector lain, karena dari tahun ke tahun porsi hutang sudah diatas 50%. Posisi hutang sudah diatas 50% artinya jumlah hutang perusahaan melebihi asset yang dimiliki. Hal inilah, yang membuat perusahaan pada sector manufaktur harus lebih berhati-hati, sehingga lebih memilih untuk memanfaatkan sumber dana internal dalam membiayai investasi maupun operasi sehari-hari. Ross et. al. dalam De Hass and Peeters (2004) menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat leverage perusahaan, maka akan semakin tinggi biaya langsung maupun tak langsung *financial distress* yang akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan. Biaya langsung tersebut meliputi biaya hukum dan administrasi jika perusahaan tersebut mengalami likuidasi atau reorganisasi, sedangkan biaya tak langsung meliputi ketidakmampuan menjalankan bisnis dan *agency cost* yang

berhubungan dengan risiko kebangkrutan tinggi akibat leverage yang tinggi. *Agency cost* tersebut merupakan insentif bagi pemegang saham yang telah mengizinkan perusahaan untuk mengambil proyek yang memiliki risiko yang tinggi. Berdasarkan informasi yang asimetri, Myers dan Majluf (1984) menjelaskan bahwa umumnya calon investor/investor memiliki informasi yang sedikit atau kurang mengenai kondisi internal perusahaan jika dibandingkan manajemen perusahaan sendiri, khususnya mengenai aliran cash flow perusahaan baik saat ini maupun perkiraan aliran cash flow dimasa yang akan datang serta diasumsikan bahwa manajemen perusahaan tidak memihak calon investor maka mereka akan menilai harga saham perusahaan tersebut lebih rendah dibandingkan dengan nilai intrinsiknya (*underpriced*). Hal tersebut terjadi karena investor memiliki informasi yang sedikit jika dibandingkan pihak manajemen mengenai tentang prospek perusahaan maka investor akan menganggap bahwa manajemen hanya akan menerbitkan saham baru jika harga saham saat itu dinilai lebih tinggi jika dibandingkan nilai intrinsiknya (*overpriced*) akibatnya pasar akan mengoreksi hal tersebut dengan cara menilai saham yang ditawarkan tersebut lebih rendah.

Variabel Size bertanda positif dan signifikan pada seluruh sample, sub sampel sector primer, sub sampel sector sekunder dan sub sampel sector tertier. Hasil ini menunjukkan bahwa Size perusahaan dapat dijadikan sebagai proksi dari probability kebangkrutan perusahaan, sesuai dengan apa yang diharapkan oleh *Trade-Off Theory* (Drobtz & Wanzenried, (2004)). *Trade off Theory* memprediksi bahwa perusahaan besar karena lebih terdiversifikasi dibandingkan dengan perusahaan sizenya kecil, maka kreditur cenderung menganggap lebih aman untuk

menginvestasikan dananya pada perusahaan yang besar jika dibandingkan perusahaan kecil. Selain itu, perusahaan besar memiliki volatilitas *cashflows* rendah dan dianggap lebih mampu menjamin kepastian pembayaran pokok serta bunga hutang, sehingga semakin besar kemampuan untuk mendapatkan pinjaman. Perusahaan yang memiliki size besar cenderung mempunyai arus kas yang relatif stabil sehingga mampu untuk mengeksploitasi *economies of scale* dalam operasional perusahaan (Graham et al., 1998; Gaud et al. 2005). Selain itu, perusahaan besar mempunyai kelebihan dalam memasuki pasar uang karena reputasi yang sudah baik akibat memiliki size besar, sehingga akan dapat meminjam dengan bunga yang lebih rendah (Ferri dan Jones, 1979; Wiwattanakantang, 1999). Biaya penerbitan saham baru dan hutang juga berhubungan dengan ukuran perusahaan. Perusahaan kecil akan mengeluarkan biaya yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan besar ketika menerbitkan obligasi atau hutang jangka panjang dan menerbitkan saham. Akibatnya perusahaan yang memiliki size kecil cenderung memilih untuk tidak menggunakan hutang jangka panjang sehingga akan mengurangi tingkat hutang.

Sedangkan menurut pandangan *Signalling Theory*, perusahaan besar yang memiliki kinerja baik, akan memberi sinyal ke pasar dengan cara menggunakan tingkat hutang yang tinggi, suatu hal yang sulit untuk diikuti kecil, dimana mereka akan menghadapi *financial distress* jika kinerjanya menurun. Akibatnya akan terjadi apa yang disebut dengan *separating equilibrium* dimana perusahaan yang memiliki nilai tinggi akan menggunakan tingkat hutang tinggi, sebaliknya

perusahaan yang memiliki nilai rendah cenderung menggunakan tingkat hutang rendah.

Hasil penelitian ini sama dengan temuan Titman & Wessels (1988), Rajan & Zingales (1995), Ozkan (2001), Nivorozhkin (2003), Haron dan Ibrahim (2012), khususnya untuk proxy *leverage long term debt*, Drobetz & Wanzenried, (2004), Gaud et. al. (2005), Xu (2007), Maghyereh (2005). Voulgaris, Asteriou and Agiomirgianakis (2004) menunjukkan bahwa perusahaan besar umumnya telah memiliki sumber-sumber pendapatan yang stabil, sehingga akan lebih mampu untuk mememuni kewajibannya baik terhadap hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang, sesuai dengan *Trade-Off Theory*. *Trade Off Theory* menyatakan bahwa perusahaan besar dengan tingkat keuntungan yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang lebih besar karena perusahaan-perusahaan tersebut dapat meminjam lebih besar dan mengambil keuntungan dari penghematan pajak (Buferna et al., 2008). Titman and Wessels (1998) dan Bevan & Danbolt (2002) menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung menggunakan hutang yang lebih banyak. Ferry and Jones (1979) perusahaan besar akan lebih mudah mengakses *bond market*.

Hal tersebut bisa dijelaskan sebagai berikut : perusahaan yang memiliki Size besar, namun memiliki kecenderungan profit yang tinggi, untuk menopang operasional perusahaan dan membiayai investasinya, akan menggunakan sumber daya eksternal yaitu hutang dibandingkan dengan dengan emisi saham. Profit perusahaan yang tinggi dan ditopang oleh Size yang besar, memberi sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan mampu untuk melunasi pokok pinjaman beserta

bunga ketika jatuh tempo. Dengan menggunakan hutang, pemegang saham tidak mengalami dilusi, sehingga tetap akan memegang kendali terhadap perusahaan. Penggunaan hutang, menurut Jensen (1986) akan menurunkan *excess cash flow* yang ada pada perusahaan, sehingga manajer akan lebih disiplin dalam menggunakan free cash flow yang dimiliki.

Koefisien *Size* untuk seluruh sampel 1.742806, sector primer 0.5016109, sector sekunder 1.702432, dan sector tertier 1.710992. Hal ini menunjukkan bahwa dengan perubahan satu satuan *Size*, maka leverage sector tertier yang paling terpengaruh.

Variabel *Tangibility* bertanda positif dan signifikan pada seluruh sampel, sub sampel sector primer, sub sampel sector sekunder dan sub sampel sector tertier. Perusahaan yang memiliki aset nyata yang tinggi akan dapat meminjam dengan tingkat bunga yang rendah karena aset nyata tersebut dapat dipakai sebagai jaminan sehingga memberikan rasa keamanan bagi kreditor dan mengurangi biaya keagenan hutang ((Jensen & Meckling, 1976). Fama dan French (2002)) dan variabel penentu struktur modal perusahaan Franck and Goyal (2008). Menurut Franck and Goyal (2008) aset nyata merupakan determinan yang penting yang dapat menjelaskan perubahan leverage. Aset nyata seperti properti, pabrik dan peralatan, lebih mudah bagi pihak di luar perusahaan (*outsiders*) untuk dinilai jika dibandingkan dengan aset tidak nyata misalkan goodwill dan merek. Selain itu, semakin banyak aset nyata yang dimiliki perusahaan (*tangible asset*) berarti semakin banyak agunan yang bias diberikan, sehingga akan meningkatkan kepercayaan para kreditor, karena hal tersebut menaikkan pula garansi bagi

kembalinya kredit yang mereka berikan. Myers and Majluf (1984) lebih lanjut menyatakan bahwa dalam situasi adanya simetri informasi antara manajer dengan shareholder, maka menerbitkan sekuritas akan memunculkan biaya, sedangkan menerbitkan hutang dengan jaminan yang telah diketahui (secure), akan menghindari biaya tersebut. Karena itu, perusahaan yang memiliki tangible asset tinggi, sebaiknya lebih banyak menerbitkan hutang. Titman dan Wessel (1988), menjelaskan peran aset nyata berdasarkan : *information asymmetric* dan *agency cost*. Perusahaan yang memiliki aktiva kecil, cenderung memiliki *agency cost* yang tinggi. Sedangkan Harris dan Raviv (1990) menyatakan bahwa perusahaan dengan aset nyata yang tinggi, akan memiliki kemampuan untuk berhutang lebih besar. Hasil penelitian ini mendukung *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Hasil penelitian ini sejalan dengan Rajan & Zingales, (1995); Titman & Wessel, (1988); Heshmati (2001), Drobetz and Wanzenried (2004), Gaud et. al. (2005), Maghyereh (2005), Xu (2007), Haron and Ibrahim (2012), khususnya untuk proxy leverage menggunakan Total debt, Nosita, (2016), Effendi, Heriyaldi dan Rum (2016).

Dalam segi pandang *Pecking Order Theory*, perusahaan yang memiliki aset nyata tinggi, akan sedikit memiliki masalah asimetri informasi, sehingga akan lebih menyukai meningkatkan penggunaan hutang. Hutang yang dijamin dengan aktiva tetap dapat mengurangi asimetri informasi terkait dengan biaya pendanaan (Myers & Majluf, 1984). Sedangkan *Trade-Off Theory*, perusahaan yang mempunyai banyak aset nyata akan mendapatkan hutang dengan biaya yang lebih murah karena aset yang bersifat tangible lebih mudah dijadikan sebagai collateral bagi kreditur jika terjadi *financial distress*.

Koefisien *Tangibility* untuk seluruh sampel 0.1385335, sector primer 0.2310854, sector sekunder 0.2002877, dan sector tertier 0.0807585. Hal ini menunjukkan bahwa dengan perubahan satu satuan *Tangibility*, maka leverage sector primer yang paling terpengaruh.

Variabel *Growth Opportunity* bertanda negatif dan signifikan pada seluruh sample, sub sampel sector primer, sub sampel sector sekunder dan sub sampel sector tertier. Perusahaan yang memiliki kesempatan untuk tumbuh yang tinggi secara umum menunjukkan bahwa perusahaan tersebut membutuhkan banyak modal untuk menunjang pertumbuhan tersebut. Kondisi seperti ini membawa perusahaan pada kondisi aliran kas yang labil sehingga belum mampu membayar kewajiban secara tepat waktu. Menurut teori *free cash flow* yang diajukan Jensen (1986) dan Easterbroog (1984) ketika perusahaan menghadapi volatilitas pendapatan yang tinggi maka rasio hutangnya akan turun. Perusahaan yang sedang tumbuh menghadapi kenyataan bahwa mereka sedang pada posisi untuk memulai atau memilih investasi mana yang harus mereka jalankan. Kondisi ini tentu menunjukkan bahwa mereka menghadapi resiko yang lebih tinggi sehingga memiliki kesempatan untuk berhutang lebih kecil dibandingkan perusahaan yang sudah mapan. Selain itu, nilai suatu perusahaan (*value of the firm*) ditentukan oleh factor internal perusahaan diantaranya perkiraan penjualan dimasa yang akan datang, profitabilitas dan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang pada gilirannya merupakan fungsi dari pendugaan waktu yang akan datang terhadap tingkat pertumbuhan sector industri dan strategi perusahaan (Hawkins, 1995). Tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap tingkat pertumbuhan dari

penjualan, profitabilitas dan dividen; dimana factor-faktor tersebut merupakan factor yang menjadi perhatian yang utama dalam analisis laporan keuangan. Ozkan (2001) menemukan bahwa jumlah hutang yang dikeluarkan oleh perusahaan berbanding terbalik dengan pertumbuhan, hasil tersebut konsisten dengan hasil penelitian oleh Bhaduri (2002) serta Brailsford (2002).

Hasil penelitian ini sejalan dengan apa yang diharapkan oleh *Trade-Off Theory*. Perusahaan yang memiliki kesempatan tumbuh tinggi akan memiliki risiko yang besar dan biaya kesulitan keuangan tinggi, sehingga akan menggunakan hutang yang lebih rendah. Hasil ini memperkuat *Pecking Order Theory*. Perusahaan yang mempunyai kesempatan tumbuh tinggi lebih menyukai membiayai investasinya dengan saham atau hutang jangka pendek. Perusahaan akan meningkat ketika investasinya melebihi laba yang ditahan (Drobtz et al.,2006). Penelitian ini juga sesuai dengan *Agency Theory*, dimana biaya keagenan akan meningkat terkait adanya konflik antara pemegang hutang dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Hasil ini sejalan dengan penelitian Hesmati (2001), Ozkan (2001), Gaud et. al. (2005), Xu (2007), Maghyereh (2005).

Koefisien *Growth Opportunity* untuk seluruh sampel -0.1910114, sector primer -0.0910664, sector sekunder -0.2687787, dan sector tertier -0.0803234. Hal ini menunjukkan bahwa dengan perubahan satu satuan *Growth Opportunity*, maka leverage sector sekunder yang paling terpengaruh.

Sebagaimana Gaud et. al. (2005), penulis kemudian membagi sample berdasarkan median dari *Growth Opportunity*. Kemudian menambahkan variable Dummy dengan catatan jika *Growth Opportunity* lebih kecil dari median, diberi

angka 1, selain itu diberi nilai 0, kemudian variable dummy tersebut diinteraksikan dengan Growth Opportunity. Tujuannya adalah, ingin mengetahui apakah terdapat perbedaan, pada perusahaan yang memiliki *Growth Opportunity* yang rendah. Hasil penelitian ini, untuk seluruh sampel sesuai dengan hasil Gaud et. al. (2005) dimana koefisien dari dummy Growth Opportunity bernilai negative. Hasil negative ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *Growth Opportunity* kecil akan cenderung lebih banyak menggunakan hutang (*more leverage*).

Koefisien DGROWTH, seluruh sector bertanda negative, namun hanya sector primer yang tidak signifikan. Koefisien DGROWTH untuk seluruh sampel sama dengan -0.088456, sehingga untuk perusahaan yang memiliki Growth Opportunity yang kecil, akan memiliki koefisien GROWTH sama dengan $-0.0656485 - 0.088456 = -0.94188852$, untuk sector primer sama dengan -0.0240292 , sehingga untuk perusahaan yang memiliki Growth Opportunity yang kecil, akan memiliki koefisien GROWTH sama dengan $= -0.0798823 - 0.0240292 = -0.0849115$; untuk sector sekunder sama dengan -0.2808083 , sehingga untuk perusahaan yang memiliki Growth Opportunity yang kecil, akan memiliki koefisien GROWTH sama dengan $= -0.0400398 - 0.2808083 = -0.4057796$; untuk sector tertier sama dengan -0.002795 , sehingga untuk perusahaan yang memiliki Growth Opportunity yang kecil, akan memiliki koefisien GROWTH sama dengan $-0.0322766 - 0.002795 = -0.0350716$. Temuan dari penelitian ini adalah, ternyata perusahaan sector manufaktur yang GROWTHnya kecil paling sensitive diantara sector lain.

Hasil ini menegaskan bahwa perusahaan sector sekunder saat menghadapi pertumbuhan penjualan yang tinggi, akan menggunakan sumber dana internal yaitu

laba ditahan untuk membiayai aktivitas dan investasi mereka, namun ketika mengalami pertumbuhan penjualan yang menurun, cenderung akan meningkatkan leverage atau dengan kata lain akan menambah hutang. Hal tersebut sesuai dengan apa yang diprediksi oleh *Pecking Order Theory* Myers & Majluf (1984) dan Thies & Klock (1992), dan Gaud et al (2005).

Variabel *Business Risk* bertanda negatif dan signifikan pada seluruh sample. Penggunaan hutang tinggi akan mengakibatkan return yang diperoleh perusahaan lebih bervolatilitas. Selain itu, tingkat leverage akan memaksa perusahaan untuk memastikan pendapatannya dapat memenuhi kewajibannya. Tingkat leverage memaksa manajer untuk memperhatikan risiko bisnis yang dihadapi oleh pemegang saham biasa karena kreditur (dan/atau pemegang saham preferen) tidak menghadapi risiko bisnis seperti yang dihadapi oleh pemegang saham biasa. Kewajiban perusahaan baik pokok maupun bunga hutangnya harus dipenuhi terlepas dari bagaimanapun kondisi ekonomi dan kondisi bisnisnya. Jika perusahaan tidak mampu membayar, maka perusahaan akan menghadapi kebangkrutan yang akan merugikan pemegang saham. Dengan demikian semakin besar *Business Risk* perusahaan cenderung semakin kecil penggunaan hutang. Risiko bisnis yang tinggi menunjukkan bahwa volatilitas pendapatan perusahaan tinggi hal ini merupakan sinyal negative bagi investor, sehingga akan menyulitkan perusahaan untuk mendapatkan hutang. Hubungan negative antara risiko bisnis dengan leverage sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Heshmati (2001), Lóóf (2003), Nivorozhkin (2003) dan Maghyereh (2005).

Koefisien *Business Risk* untuk seluruh sampel -0.0004956, sector primer -0.0064021, sector sekunder -0.000115, dan sector tertier -0.0003982. Hal ini menunjukkan bahwa dengan perubahan satu satuan *Business Risk*, maka leverage sector primer yang paling terpengaruh. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan khususnya sector non keuangan termasuk kedalam perusahaan risk averter, dimana dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi, maka manajer cenderung untuk mengurangi hutang.

4.3.2. Kecepatan Penyesuaian Sektor Industri

Perhitungan Kecepatan Penyesuaian seluruh sector, maupun lainnya, penulis mengacu pada Tabel 4.4 sampai dengan Tabel 4.7, Hasilnya adalah :

Tabel 4.12

Kecepatan Penyesuaian Sektor Utama di Bursa Efek Indonesia

| No | Kecepatan Penyesuaian (SOA) | ALL | Sektor Primer | Sektor Sekunde r | Sektor Tertier |
|----|-----------------------------|--------|---------------|---------------------|----------------|
| 1 | Hasil SOA | 37.49% | 26.25% | 41.55% | 44.20% |
| 2 | Waktu penuh (thn) | 2.67 | 3.81 | 2.41 | 2.26 |
| 3 | Half Life (thn) | 1.48 | 2.28 | 1.29 | 1.19 |
| 4 | LEVHAT/LEV | 1.30 | 1.40 | 1.34 | 1.23 |

Sumber : data hasil olahan

Kecepatan penyesuaian menuju leverage yang ditargetkan sama dengan 37,49% untuk seluruh sampel sector non keuangan. Nilai ini lebih rendah dibandingkan dengan Nosita (2016) yang meneliti sector sama periode 2005 – 2014 yaitu 40.7. Penelitian Syahara dan Sukarno (2015) yang meneliti perusahaan yang termasuk LQ-45 dan non keuangan periode 2005 – 2014, menemukan kecepatan penyesuaian sama dengan 38.15%. Hasil penelitian ini lebih tinggi jika dibandingkan dengan Ghouzani (2013) di Tunisia kecepatan penyesuaian 16.4%

dan 18.3%, Getzmann, Lang and Spermann (2010) di Asia antara 27% - 39%, Serrasqueiro and Nunes (2005) di Portugal menemukan 33% dan 34%, dan lebih rendah Shyam-Sunder and Myers (1999) di USA 41%. Penelitian Ozkan (2001) di sector non keuangan Inggris tahun 1984 – 1996 menemukan hasil 56,5%, 51.5% dan 55.7% dari ketiga model dinamis yang dipergunakan. Haron and Ibrahim (2012) berdasarkan penelitian di pasar saham Syariah Malaysia tahun 2000 – 2009 sama dengan 60.13%, penelitian Maghyereh (2005) tahun 1984 – 2002 di Yordania menunjukkan hasil dimana pendekatan AB-GMM (71.48%) lebih tinggi dibandingkan SYS-GMM (40.00%).. Hesmati (2001) menemukan bahwa rata-rata kecepatan penyesuaian perusahaan kecil dan menengah di Swedia periode 1993/4 sampai dengan 1997/98 sebesar 12.2%. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan – perusahaan di Indonesia mengikuti *Dynamic trade-off Theory*.

Penelitian ini juga menemukan bahwa untuk sektor primer kecepatan penyesuaian 26.25% paling rendah jika dibandingkan dengan sector lain. Kecepatan penyesuaian pada penelitian ini lebih rendah jika dibandingkan dibandingkan dengan penelitian Warmana dan Widnyana (2016) pada sector pertanian di BEI tahun 2011 - 2014, yaitu 40.35%. Sedangkan penelitian Heshmati (2001) mendapatkan 13,2% untuk sektor Agriculture/Forestry/Fishery dan mining sama dengan 13,3%.

Rendahnya kecepatan penyesuaian sector primer, kemungkinan ada beberapa permasalahan pada sub sector ini. Menurut LPI (2015) sub sector pertanian memiliki permasalahan penurunan produktivitas, luas lahan dan anomaly cuaca. Selain itu, semenjak tahun 2013, terjadi penurunan permintaan ekspor komoditas

berbasis kelapa sawit dan rendahnya produksi padi. Sub sector pertambangan relative terhambat karena terjadinya gangguan produksi minyak seperti kerusakan beberapa kilang dan juga factor cuaca yang kurang mendukung bagi aktivitas produksi, selain itu, terjadinya penurunan produksi minyak pada tahun 2013 dan pelambatan permintaan ekspor pertambangan non migas. Pemerintah pada tahun 2014 memberlakukan UU Minerba (Mineral dan Batu bara), hal ini kemungkinan menjadi salah satu factor terhentinya ekspor mineral dan batu bara pada awal semester tahun 2014. Hal ini, sedikit banyak berpengaruh terhadap permintaan domestic terutama investasi sector nonbangunan selain itu, menurunkan tingkat pendapatan masyarakat yang selama ini mengandalkan dari sector mineral dan tambang.

Kecepatan penyesuaian pada sector sekunder sama dengan 41.55%; nilai mendekati sama dengan penelitian Effendi, Rum dan Heriyaldi (2016) pada sector manufaktur yaitu antara 22% - 47%, sedangkan Heshmati (2001) 11.8% untuk sector sekunder. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa perusahaan – perusahaan sector sekunder di Indonesia mengikuti *Dynamic trade-off Theory*.

Kecepatan penyesuaian pada sector tertier sama dengan 44.20%; nilai ini lebih tinggi dari hasil Heshmati (2001) menemukan 11.1% untuk sector hotel/catering, 11.9% transport/telecom. Dengan demikian, untuk sector tertier, dapat disimpulkan bahwa perusahaan – perusahaan di Indonesia mengikuti *Dynamic trade-off Theory*.

Nilai dari Koefisien penyesuaian positif dan lebih kecil dari 1, menunjukkan bahwa adanya koreksi yang dilakukan oleh perusahaan akibat terjadi deviasi antara

leverage aktual/teramati dengan leverage yang diharapkan/diinginkan, adanya pergerakan tersebut merupakan suatu kekuatan menuju leverage yang diharapkan pada periode berikutnya. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya proses *dynamic adjustment* menuju leverage yang ditargetkan, selain itu, penelitian ini mampu membuktikan adanya leverage yang ditargetkan sebagaimana yang dihipotesiskan oleh *Dynamic Trade Off Theory*. Hasil studi ini menunjukkan bahwa model dinamik, yang mengadopsi PAM (*Partial Adjustment Model*) lebih baik jika dibandingkan dengan model static.

Xu (2007) menyatakan bahwa semakin cepat menuju leverage yang ditargetkan (artinya semakin besar nilai kecepatan penyesuaian) konsisten dengan *Trade-Off Theory*, lebih lanjut Xu (2007) menunjukkan bahwa Flannery and Rangan (2005) dalam penelitiannya mendapatkan nilai 34.1%, kemudian dinyatakan oleh Flannery and Rangan (2005) dalam Xu (2005) mendukung *Dynamic Trade-Off Theory*. Sedangkan semakin kecil nilai kecepatan penyesuaian, berarti tidak memiliki leverage yang ditargetkan. Huang and Ritter (2005) dengan 11.3% menyatakan bahwa sesuai dengan *Market Timing Theory*. Kecepatan Penyesuaian dalam penelitian ini sama dengan 60,43% dan 64,41%, lebih tinggi jika dibandingkan dengan Flannery dan Rangan (2005), sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian ini konsisten dengan *Dynamic Trade-off Theory*.

Berdasarkan rumus Iliev dan Welch (2010) maka dapat dihitung waktu setengah (*half-lives*) yaitu sama dengan 1,37 tahun dan 1.58 tahun. Dengan kata lain, akan dibutuhkan waktu sekitar 1,37 – 1.58 tahun, kembali ke leverage yang

ditargetkan, setelah terjadi 1 unit guncangan (shock) yang terjadi pada error term (ϵ_{it}).

Banerjee, Heshmati & Wihlborg (2004) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki struktur modal yang tidak berada pada tingkat yang ditargetkan, akan menyesuaikan secara perlahan menuju tingkat yang ditargetkan. Kecepatan penyesuaian merupakan fungsi dari faktor-faktor yang diobservasi yang menyebabkan biaya penyesuaian/adjustment cost, yaitu perbedaan antara rasio struktur modal saat ini dengan leverage yang ditargetkan.

Kemudian penulis menghitung rata-rata LEVHAT/LEV hasilnya menunjukkan bahwa rata-rata seluruh sector sama dengan 1,30; sector primer 1.40, sector sekunder 1.34 dan sector tertier 1.23. Hasil ini menunjukkan ratio hutang perusahaan non keuangan di Indonesia masih dibawah rata-rata optimal, sehingga manajer keuangan perusahaan tersebut akan dapat memanfaatkan taxes shield untuk meningkatkan hutang perusahaan.

Nilai Kecepatan Penyesuaian penelitian ini, jika dibandingkan dengan penelitian lain, dapat dilihat pada table 4.13 ini :

Tabel 4.13.

Ringkasan Hasil Penelitian Kecepatan Penyesuaian (SOA) Beberapa Penelitian yang pernah dilakukan

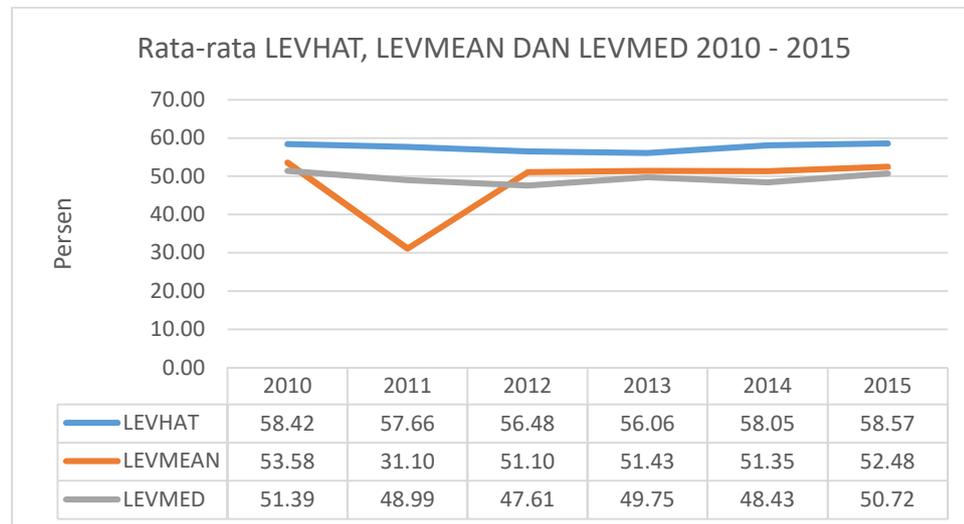
| Negara (Periode sampel) | Peneliti | Kecepatan Penyesuaian (SOA) | |
|---|-------------------------------------|-----------------------------|-----------------|
| | | Book Leverage | Market Leverage |
| Non keuangan terdaftar di BEI 2009 - 2015 | Penelitian ini (2018) | 26.25% - 44.20% | |
| Perusahaan terdaftar di Asia (1995 – 2007) | Getzmann et al (2010) | 53% - 63% | |
| Perusahaan non keuangan terdaftar di Korea (1985 – 2002) | Kim et al. (2006) | 15% - 18% | |
| Perusahaan manufaktur di India (1993 – 2007) | Mukherjee and Mahakud (2010) | | 12% - 39% |
| Perusahaan di USA (1965 – 2001) | Flannery and Rangan (2006) | 34% | 35.5% |
| Perusahaan di USA (1965 – 2005) | Lemmon et al. (2008) | 25% | |
| Perusahaan terdaftar di USA (1963 – 2001) | Huang and Ritter (2009) | 17% | 23% |
| Perusahaan terdaftar di USA (1965 – 2008) | Elsas and Florysiak (2009) | | 26% |
| Perusahaan non keuangan terdaftar di Spanyol (1990 – 1997) | Miquel and Pindado (2001) | | 21% |
| Perusahaan terdaftar di Swiss (1991 – 2000) | Guad et al., (2005) | | 16% - 29% |
| SME di Swedia (1994 – 1997) | Heshmati (2002) | 12% | |
| Perusahaan di UK (1984 – 1996) | Ozkan (2001) | 51.5% - 56.9% | |
| Perusahaan di Czech dan Bulgaria (1993 – 1997) | Nivorozhkin (2003) | 11.8% - 18.0% | |
| Perusahaan yang terdaftar di USA (1970 – 2004) | Xu (2007) | 14% - 59% | 16% - 65% |
| Perusahaan sector non keuangan BEI (2005 – 2009) | Nosita (2016) | 41% | |
| Perusahaan sector Manufaktur BEI (2009- 2014) | Effendi, Heryaldi dan Rum (2016) | 22% - 47% | |

Sumber : Diolah dari berbagai sumber

4.3.3. Kecepatan Penyesuaian Berdasarkan Perbedaan Proxy Leverage yang Ditargetkan

Menurut Heshmati (2001) leverage yang ditargetkan merupakan fungsi dari factor-faktor yang mempengaruhi leverage yang optimal/ditargetkan, firm specific dan time specific. De Haas dan Peeters (2006) dan Camara (2012) menyatakan bahwa firm specific tersebut tidak hanya dari factor-faktor internal perusahaan, tetapi juga respon dari perusahaan terhadap perkembangan ekonomi makro, dimana perusahaan akan berusaha untuk mempertahankan nilai perusahaan, menghindari kebangkrutan dan mengelola masalah keagenan serta masalah asimetri informasi. Dengan demikian, dapatlah difahami fitted dari model leverage yang ditargetkan, akan berbeda dengan rata-rata leverage maupun median pada setiap sector industry per tahun. Perbedaan tersebut akan mengakibatkan perbedaan kecepatan penyesuaian diantara proxy leverage yang ditargetkan diantara sector industry yang ada.

Grafik berikut menunjukkan rata-rata LEVHAT, LEVMEAN dan LEVMED dari tahun 2010 – 2015

Gambar 4.3**Rata-rata LEVHAT, LEV MEAN dan LEVMED Tahun 2010 - 2015**

Gambar diatas menunjukkan bahwa rata-rata LEVHAT lebih tinggi jika dibandingkan dengan LEVMEAN dan LEVMED.

Kemudian penulis mengikuti Farhat (2003) menguji apakah distribusi ketiga proxy tersebut berbeda, hasilnya adalah :

Tabel 4.14**Pengujian Sentral Tendency Berdasarkan Uji Parametrik dan Non Parametrik**

| Sektor | Independent Sample test | | Mann-Whitney U | | Kolmogorov-Smirnov Z | |
|-----------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|----------------------|----------------------|
| | LEVHAT- LEVMEAN | LEVHAT- LEVMEAN | LEVHAT- LEVMEAN | LEVHAT- LEVMEAN | LEVHAT- LEVMEAN | LEVHAT- LEVMEAN |
| Seluruh Sample | 11.480 (0.000)*** | 11.381 (0.000)*** | -10.000 (0.000)*** | -11.211 (0.000)*** | 11.254 (0.000)*** | 13.990 (0.000)*** |
| Sektor 1 | -1.084 (0.279) | 0.679 (0.497) | -0.556 (.578) | -0.556 (0.578) | 4.529 (.000)*** | 4.359 (.000)*** |
| Sektor 2 | 1.197 (0.231) | 4.595 (0.000)*** | -0.872 (0.383) | -3.593 (0.000)*** | 7.724 (.000)*** | 8.770 (.000)*** |
| Sektor 3 | 2.453 (0.014)** | 2.615 (0.009)** | -2.985 (0.003)*** | -3.190 (0.001)*** | 7.681 (.000)*** | 7.649 (.000)*** |

Keterangan : *** signifikan pada level $p < 0.01$, ** signifikan pada level $p < 0.05$ dan * signifikan pada level $p < 0.1$. Angka dalam kurung menyatakan standard Error.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Farhat (2003) dimana ditemukan perbedaan distribusi antara proxy leverage yang ditargetkan, pada berbagai sector yang diteliti.

4.4. Implikasi

4.4.1. Implikasi Teoritis

Hasil penelitian ini, diharapkan akan memperkaya wawasan dan menjadi referensi bagi peneliti yang tertarik dalam bidang teori keuangan khususnya struktur modal. Model penelitian ini mengadopsi model Ozkan (2001) dan Gaud (2005) menggunakan data panel dengan pendekatan berbasis PAM (*Partial Adjustment Model*), yaitu data panel dinamis, dimana pendugaan Kecepatan Penyesuaian (SOA, *Speed of Adjustment*) dan determinan struktur modal digabungkan kedalam satu model. Pendekatan ini lebih efisien jika dibandingkan dengan penggunaan model yang terpisah, yaitu model determinan struktur modal dan model kecepatan penyesuaian, sebagaimana dilakukan oleh Heshmati (2001), Löf (2003), Mahakud and Mukherjee (2011). Selain itu, determinan struktur modal akan bergerak setiap saat sebagai respon kondisi internal dan eksternal perusahaan, pergerakan tersebut dapat tertangkap oleh model dinamis.

Penelitian ini menggunakan sampel non keuangan, yang kemudian dikelompokkan lagi menjadi sector primer, sector sekunder dan tertier. Hasilnya menunjukkan adanya keragaman dari respon determinan struktur modal terhadap leverage, selain itu, dengan model yang terpisah akan lebih memudahkan analisis lebih lanjut mengenai konsistensi dari teori struktur modal yaitu *Trade Off Theory*,

Pecking Order Theory dan *Agency Theory* untuk setiap sampel, suatu hal yang sulit dilakukan jika data tersebut digabungkan.

Hasil penelitian ini, menunjukkan terdapat perbedaan proxy leverage yang ditargetkan sesuai dengan penelitian Farhat (2003). Karena itu, peneliti yang meneliti struktur modal, khususnya yang menggunakan model kecepatan penyesuaian dan determinan struktur modal secara terpisah, perlu hati-hati dalam menentukan proxy leverage yang ditargetkan tersebut, agar hasilnya tidak bias.

4.4.2. Implikasi Kebijakan Bagi Manajemen

Penelitian ini, mampu membuktikan bahwa leverage actual perusahaan – perusahaan yang listing di BEI, masih di berada dibawah leverage yang ditargetkan/ leverage optimal, hal ini sesuai dengan hipotesis *Dynamic Trade Off Theory*. Dengan demikian, perusahaan masih dapat memanfaatkan taxes shield dengan meningkatkan leverage untuk meningkatkan value perusahaan. Namun demikian, manajer keuangan perlu mencermati apakah tingkat leverage perusahaan masih dibawah leverage optimal. Manajer keuangan perlu memperhatikan bahwa biaya-biaya pajak yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam rangka memenuhi kewajiban pajaknya, perlu dicermati dan diusahakan serendah-rendahnya sehingga tidak melebihi dari tambahan manfaat *taxes shield*. Pemerintah, melalui Kementerian Keuangan mengeluarkan Peraturan Menteri Keuangan (PMK) Nomor 169/PMK.010/2015 tentang penentuan besar perbandingan antara hutang dan modal perusahaan untuk keperluan Perhitungan Pajak Penghasilan (PPh). Peraturan ini menyatakan bahwa rasio antara hutang dan modal yang dapat diperhitungkan pada PPh perusahaan, yakni empat dibanding satu (4:1), artinya 80% hutang dan

20% modal. Lebih dari rasio ini, hutang perusahaan tidak dapat dijadikan biaya sehingga tidak bisa mengurangi pajak. Hutang yang dimaksud yakni utang swasta dari utang luar negeri dan domestik. Ketentuan perhitungan ini berlaku mulai 2016. Namun demikian, wajib pajak (WP) yang dikecualikan dari peraturan ini ada 6 (enam) yaitu : bank, lembaga pembiayaan, asuransi dan reasuransi, perusahaan pertambangan minyak dan gas bumi, wajib pajak yang atas seluruh penghasilannya dikenai PPh yang final berdasarkan peraturan perundangan tersendiri, dan wajib pajak perusahaan di bidang infrastruktur. Hal tersebut adanya regulasi pada sector perbankan yang mengatur rasio hutang terhadap modalnya. Sementara untuk sektor pertambangan, telah diatur dalam kontrak karya (KK), sedangkan bagi wajib pajak di bidang infrastruktur bertujuan agar lebih banyak perusahaan swasta yang berinvestasi di sektor ini. Dengan adanya peraturan ini, maka perusahaan lebih mengedepankan penggunaan dana yang berasal dari dalam negeri serta mengurangi hutang luar negeri.

Penelitian ini menunjukkan bahwa perilaku manajer dalam mengelola *profitability*, mengikuti *Pecking Order Theory*. Pandangan *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa ketika *profitability* perusahaan naik, maka selayaknya mengurangi hutang perusahaan, demikian sebaliknya. Namun demikian, hanya perusahaan yang termasuk kedalam sector manufaktur yang konsisten menerapkan *Pecking Order Theory*. Sedangkan perusahaan termasuk kedalam sector lain, cenderung mempergunakan *Pecking Order Theory* dalam jangka pendek, sedangkan dalam jangka panjang, *Trade Off Theory*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat *profitability*

tinggi, growth opportunity tinggi serta fixed asset yang tinggi sebaiknya memilih pendanaan internal terlebih dahulu untuk investasinya. Tingkat keuntungan tinggi menunjukkan ketersediaan dana kas yang tinggi pula, untuk mengurangi informasi yang asimetri dana kas tersebut sebagian dipergunakan untuk mengurangi hutang perusahaan, dengan penurunan leverage perusahaan maka otomatis akan mengurangi risiko perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini mampu menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan perusahaan tetap akan menggunakan sumber-sumber dana internalnya walaupun terjadi penurunan fixed asset. Sementara itu, ketika perusahaan mengalami penurunan profitabilitas yang berakibat terhadap penurunan dana kas, akan cenderung menggunakan hutang untuk membiayai investasinya, terutama perusahaan yang memiliki size besar.

Sedangkan perusahaan yang mengalami penurunan profitabilitas dan memiliki tingkat leverage tinggi, maka untuk menuju leverage yang ditargetkan dapat dilakukan dengan cara melakukan investasi hanya pada proyek-proyek yang memiliki prospek menguntungkan. Perusahaan yang memiliki leverage tinggi menunjukkan memiliki agency cost yang tinggi, karena itu, perlu dikelola dengan baik agar masalah keagenan tersebut menurun. Untuk mengurangi masalah keagenan tersebut, perusahaan dapat mengeluarkan saham baru, jika dirasa harga saham tinggi dan membeli kembali saham, jika dianggap harga di pasar terlalu rendah. Pengelolaan tingkat leverage yang efektif tersebut akan dapat meningkatkan pertumbuhan aktiva, yang akhirnya akan meningkatkan laba ditahan sehingga risiko perusahaan akan menurun. mengurangi ketergantungan perusahaan pada sumber-sumber dana eksternal.

Menurut persepsi Agency Theory, perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi akan ini akan mendisiplinkan pihak manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan sehingga hanya akan membiayai proyek-proyek investasi yang memiliki prospek baik dan akan dikelola dan akan dengan baik. Hal ini akan dinilai positif oleh investor yang berakibat naiknya harga saham. Naiknya harga saham menunjukkan naiknya nilai perusahaan. Perusahaan yang disiplin dalam memenuhi kewajibannya baik terhadap shareholder maupun debtholder, akan dipandang sebagai sinyal positif oleh investor.

Penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan negative antara Business Risk dengan hutang perusahaan, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia termasuk kedalam *risk averse*, artinya penghindar risiko, karena perusahaan yang mengalami peningkatan risiko maka financial distress juga akan meningkat dan akan berakibat fatal jika perusahaan juga mengalami penurunan tingkat keuntungan.

Bank Indonesia pada tahun 2014 menerbitkan peraturan mengenai prinsip kehati-hatian dalam mengelola hutang khususnya hutang luar negeri khususnya perusahaan non bank. Lebih lanjut peraturan Bank Indonesia bernomor 16/PBI/2014 menyatakan bahwa hutang yang berasal dari luar negeri perlu dikelola dengan baik agar memberikan kontribusi yang optimal terhadap perekonomian nasional dan tidak menimbulkan gangguan pada stabilitas makroekonomi. Perusahaan-perusahaan non keuangan tersebut, harus mengedepankan prinsip kehati-hatian dengan selalu memitigasi berbagai risiko yang mungkin akan timbul,

termasuk risiko nilai tukar, risiko likuiditas, dan risiko yang ditimbulkan jika menggunakan hutang yang terlalu tinggi atau berlebihan.

Hutang luar negeri yang dikelola menggunakan prinsip kehati-hatian, jika melakukan :

- a. Lindung nilai atau *hedging*;
- b. Rasio Likuiditas; dan
- c. Peringkat Utang (Credit Rating).

Lebih lanjut, BI mewajibkan bahwa perusahaan nonbank yang memiliki hutang luar negeri dan dilakukan dalam valuta asing memenuhi Rasio Lindung Nilai minimum 25% dari selisih negatif antara aset dalam valuta asing dan kewajiban pembayaran hutang maupun cicilan dalam valuta asing dan diperkirakan akan jatuh waktu sampai dengan 3 (tiga) bulan ke depan sejak akhir triwulan sampai dengan 6 (enam) bulan ke depan sejak akhir triwulan.

Perusahaan nonbank yang memiliki hutang luar negeri dalam valuta asing wajib memenuhi minimal rasio Likuiditas minimum yaitu 70% dengan menyediakan aset dalam nemtuk valuta asing yang sesuai terhadap kewajiban valuta asing, yang akan jatuh waktu sampai dengan 3 (tiga) bulan ke depan sejak akhir triwulan.

Perusahaan kelompok Nonbank wajib memenuhi minimum Peringkat hutang setara BB- yang dikeluarkan oleh Lembaga Pemeringkat yang diakui oleh Bank Indonesia. Peringkat hutang berupa peringkat yang berlaku atas perusahaan yang memiliki hutang luar negeri.

Sayangnya sampai dengan awal tahun 2017, tingkat kepatuhan terhadap peraturan BI tersebut masih rendah. Laporan Bank Indonesia menunjukkan bahwa korporasi yang memenuhi rasio lindung nilai 0-3 bulan memiliki pangsa ULN 92,8 persen, sementara korporasi yang memenuhi rasio lindung nilai 3-6 bulan memiliki pangsa ULN 94,7 persen. Jumlah korporasi yang melakukan lindung nilai juga terus meningkat dan mayoritas dilakukan dengan perbankan dalam negeri. Jumlah korporasi yang melakukan lindung nilai meningkat 53,5 persen dari 314 korporasi pada kuartal II 2015 menjadi 482 korporasi pada kuartal III 2016. Mayoritas transaksi lindung nilai sebesar 91,5 persen sudah dilakukan dengan perbankan dalam negeri. Namun untuk tingkat kepatuhan kewajiban peringkat utang, terbilang relatif masih rendah jika dibandingkan kepatuhan kewajiban likuiditas dan lindung nilai. Dari 538 korporasi yang diwajibkan memiliki peringkat kredit, baru 132 korporasi yang memiliki peringkat kredit. Dari total tersebut terdapat 95 persen yang telah memenuhi peringkat utang minimum untuk melaksanakan ULN. Lebih lanjut, menurut BI perusahaan yang belum ikut hedging sebagian besar adalah perusahaan kecil, alasan utama karena biaya. Kalau perusahaan besar bisa dikatakan telah mencapai di atas rata-rata dengan sektornya tersebar. Sedangkan perusahaan kecil cenderung terkonsentrasi pada sektor manufaktur dan perdagangan.

4.4.3. Implikasi Kebijakan Bagi Investor

Sebagaimana telah disebutkan sebelumnya, bahwa penelitian ini, mampu membuktikan bahwa *Dynamic Trade-Off Theory* berlaku di pasar modal Indonesia. Hal ini, menunjukkan bahwa tingkat leverage actual perusahaan-perusahaan yang

listing di Bursa Efek Indonesia, belum mencapai leverage optimal atau leverage yang ditargetkan, dengan demikian, mereka bisa memanfaatkan perlindungan pajak (*taxes shield*) untuk meningkatkan hutang perusahaan. Semakin besar jarak antara leverage actual dengan leverage optimal, berarti semakin banyak leverage yang bisa ditingkatkan, karena itu, perusahaan-perusahaan yang memiliki ratio antara Leverage Optimal (LEVHAT) dengan leverage actual yang besar dan lebih dari 1, merupakan perusahaan-perusahaan yang perlu mendapat perhatian bagi investor.

Aktivitas pendanaan perusahaan Indonesia, menurut LPI, dapat diamati dengan profitability dari perusahaan tersebut, karena itu, profitability perusahaan, merupakan indikator utama yang perlu diperhatikan oleh investor. Dalam penelitian ini, dibuktikan bahwa sector primer dan sector tertier, dalam jangka pendek (*short term*) mengikuti *Pecking Order Theory* sedangkan jangka panjang (*long term*) *Trade-off Theory*, konsekwensinya, investor perlu memperhatikan perusahaan-perusahaan yang secara terus menerus memiliki tingkat *profitability* yang tinggi, sedangkan sector sekunder, secara konsisten berlaku *Pecking Order Theory* dengan demikian, perlu diperhatikan tingkat profitability yang tinggi. Selain itu, perlu juga diperhatikan mengenai *size* (ukuran) dan *tangibility* dari perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin terdiversifikasi perusahaan itu sehingga risiko kebangkrutan akan menurun, selain itu, menurut data Bank Indonesia, hutang luar negeri perusahaan kecil sebagian besar belum di-hadge sehingga lebih berisiko. Variabel lain yang perlu diperhatikan adalah *tangibility*, karena semakin tinggi *tangibility*, maka semakin banyak asset fisik yang dimiliki oleh perusahaan sehingga akan memudahkan perusahaan untuk mengakses pasar hutang.

Berdasarkan hal tersebut diatas, maka penulis mengeluarkan perusahaan-perusahaan yang ratio leverage optimal/leverage ditargetkan (LEVHAT) dengan leverage actual yang nilainya lebih kecil dari 1, kemudian mengurutkan perusahaan-perusahaan berdasarkan *profitability*, *size* dan *tangibility*. Untuk sector primer dan tertier, yang dipilih adalah perusahaan yang memiliki *profitability* diatas median minimal selama 3 tahun pengamatan, sedangkan sector sekunder ang memiliki *profitability* tinggi. Dari emiten yang diperoleh, dihitung return saham harian, mulai dari 1 Januari 2009 sampai dengan 29 Februari 2016 dengan menggunakan rumus : $R_t = \left(\frac{A_t - A_{t-1}}{A_{t-1}} \right) * 100$, setelah itu, dihitung rata-rata return saham harian.

Hasilnya adalah sebagai berikut :

Tabel 4.15

Emiten Sektor Primer Direkomendasikan

| No | Kode | Nama lengkap | Mean (%) | 95% Confidence Interval | |
|----|------|-----------------------------|----------|-------------------------|-----------|
| | | | | Lower (%) | Upper (%) |
| 1 | AALI | Astra Agro Lestari Tbk | 0.051 | -0.046 | 0.149 |
| 2 | INCO | Vale Indonesia Tbk | 0.071 | -0.058 | 0.200 |
| 3 | ITMG | Indo Tambangraya Megah Tbk. | 0.109 | -0.003 | 0.222 |
| 4 | LSIP | PP London Sumatera Tbk | 0.116 | -0.017 | 0.202 |

Sumber : data hasil olahan

Tabel 4.15 menunjukkan bahwa terdapat 4 emiten yang memenuhi kriteria diatas, terendah emiten AALI dengan rata-rata return harian 0.051%, sedangkan tertinggi LSIP 0.116%, namun demikian standard deviasi (risiko) dari 4 emiten

tersebut tinggi, sehingga selang kepercayaan 95% menunjukkan bahwa secara statistic rata-rata sama dengan 0.

Tabel 4.16

Emiten Sektor Sekunder Direkomendasikan

| No | Kode | Nama lengkap | Mean (%) | 95% Confidence Interval | |
|----|------|--------------------------------|----------|-------------------------|-----------|
| | | | | Lower (%) | Upper (%) |
| 1 | AMFG | Asahimas Flat Glass | 0.098 | 0.004 | 0.193 |
| 2 | BRAM | Indo Kordsa Tbk | 0.182 | -0.011 | 0.374 |
| 3 | INDS | Indospring Tbk | 0.295 | 0.084 | 0.506 |
| 4 | INTP | Indocement Tunggul Prakasa Tbk | 0.116 | 0.000 | 0.233 |
| 5 | MLBI | Multi Bintang Indonesia Tbk | 0.137 | -0.016 | 0.289 |
| 6 | SMCB | Holcim Indonesia Tbk | 0.045 | -0.053 | 0.143 |
| 7 | TOTO | Surya Toto Indonesia Tbk | 0.016 | -0.186 | 0.218 |
| 8 | ULTJ | Ultra Jaya Milk Tbk | 0.133 | 0.011 | 0.255 |

Sumber : data hasil olahan

Tabel 4.16 menunjukkan bahwa terdapat 8 emiten yang memenuhi kriteria diatas, terendah emiten TOTO dengan rata-rata return harian 0.016%, sedangkan tertinggi INDS 0.295%, berdasarkan selang kepercayaan 95% menunjukkan bahwa ada 4 emiten yang positif yaitu AMFG, INDS, INTP dan ULTJ.

Tabel 4.17**Emiten Sektor Tertier Direkomendasikan**

| No | Kode | Nama lengkap | Mean (%) | 95% Confidence Interval | |
|-----------|-------------|------------------------------|-----------------|--------------------------------|------------------|
| | | | | Lower (%) | (Upper %) |
| 1 | ACES | Ace Hardware Indonesia Tbk. | 0.188 | 0.077 | 0.298 |
| 2 | EXCL | XL Axiata Tbk | 0.104 | -0.025 | 0.234 |
| 3 | HERO | Hero Supermarket Tbk | 0.103 | -0.047 | 0.254 |
| 4 | MYOH | Myoh Technology Tbk | 0.123 | -0.025 | 0.272 |
| 5 | PGAS | Perusahaan Gas Negara Tbk | 0.066 | -0.052 | 0.185 |
| 6 | PJAA | Pembangunan Jaya Ancol Tbk | 0.137 | 0.000 | 0.273 |
| 7 | RALS | Ramayana Lestari Sentosa Tbk | 0.104 | -0.030 | 0.237 |
| 8 | TLKM | Telekomunikasi Indonesia Tbk | 0.118 | 0.032 | 0.204 |
| 9 | UNTR | United Tractors Tbk | 0.135 | 0.025 | 0.245 |

Sumber : data hasil olahan

Tabel 4.16 menunjukkan bahwa terdapat 9 emiten yang memenuhi kriteria diatas, terendah emiten PGAS dengan rata-rata return harian 0.066%, sedangkan tertinggi ACES 0.188%, berdasarkan selang kepercayaan 95% menunjukkan bahwa ada 4 emiten yang positif yaitu ACES, PJAA, TLKM dan UNTR.