PENGARUH FINANCIAL FLEXIBILITY, GROWTH OPPORTUNITY, BANKRUPTCY RISK DAN STRUKTUR ASET TERHADAP STRUKTUR MODAL

(STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN SUB-SEKTOR INFRASTRUKTUR, UTILITAS DAN TRANSPORTASI YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2013-2017)

Tesis S-2

Program Magister Manajemen



Diajukan oleh

Abdul Sitah

16911100

PROGRAM PASCASARJANA FAKULTAS EKONOMI

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2019

2018PENGARUH FINANCIAL FLEXIBILITY, GROWTH OPPORTUNITY, BANKRUPTCY RISK DAN STRUKTUR ASET TERHADAP STRUKTUR MODAL

(STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN SUB-SEKTOR INFRASTRUKTUR, UTILITAS DAN TRANSPORTASI YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2013-2017)

Tesis S-2

Program Magister Manajemen



Diajukan oleh

Abdul Sitah

16911100

PROGRAM PASCASARJANA FAKULTAS EKONOMI

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2019

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

"Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam penulisan tesis ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku".

Yogyakarta, 26 Desember 2018



Abdul Sitah

BERITA ACARA UJIAN TESIS

Pada hari Senin tanggal 7 Januari 2019 Program Studi Manajemen Program Magister, Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia telah mengadakan ujian tesis yang disusun oleh :

ABDUL SITAH

No. Mhs. : 16911100

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Dengan Judul:

PENGARUH FINANCIAL FLEXIBILITY, GROWTH OPPORTUNITY, BANKRUPTCY RISK DAN STRUKTUR ASET TERHADAP STRUKTUR MODAL (STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN SUB-SEKTOR INFRASTRUKTUR, UTILITAS DAN TRANSPORTASI YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2013-2017)

Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji,
maka tesis tersebut dinyatakan **LULUS**

Penguji I	Penguji II
Dr. Drs. Sutrisno, MM.	Dr. D. Agus Harjito, M.Si.

Mengetahui
Ketua Program Studi Magister Manajemen,

Dr. Dwipraptono Agus Harjito, M.Si.

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis

PENGARUH FINANCIAL FLEXIBILITY, GROWTH OPPORTUNITY, BANKRUPTCY RISK DAN STRUKTUR ASET TERHADAP STRUKTUR MODAL

(STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN SUB-SEKTOR INFRASTRUKTUR, UTILITAS DAN TRANSPORTASI YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2013-2017)



Diajukan oleh

Abdul Sitah

16911100

Telah disetujui oleh:

Yogyakarta, 7 Januari 2019

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

Dosen Pembimbing

Dr. Drs. Sutrisno, MM.

HALAMAN PERSEMBAHAN

Tesis ini kupersembahkan untuk keluarga yang selalu mendoakan dan memberikan dukungan, serta teman-teman tercinta yang telah berbagi pengalaman, ilmu, kebersamaan dan motivasi kehidupan yang luar biasa.

Semoga menjadi amal kebaikan kalian dan mendapatkan balasan pahala berlipat dari Allah SWT.

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum warahmatullahi wabarakatuh

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis dengan judul "*Pengaruh financial flexibility, growth opportunity, bankruptcy risk dan struktur aset terhadap struktur modal*".

Tesis ini disusun guna memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan pendidikan Program Pascasarjana (S2) pada program studi Magister Manajemen di Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.

Penulis menyadari bahwa dalam proses penyusunan tidak lepas dari adanya kesulitan dan hambatan. Namun, segalanya dapat teratasi berkat bantuan, bimbingan, dorongan dan pengarahan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terimakasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis mendapatkan kemudahan serta kelancaran dalam menyelesaikan tesis ini.
2. Bapak Fathul Wahid, ST., M.Sc., Ph.D., selaku Rektor Universitas Islam Indonesia.
3. Bapak Jaka Sriyana, SE., M.Si., Ph.D., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
4. Bapak Dr. Drs. Sutrisno, MM., selaku dosen pembimbing tesis yang bersedia meluangkan waktunya serta telah sabar dan bijaksana dalam memberikan arahan dalam penyusunan tesis ini.
5. Seluruh dosen Program Pascasarjana Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan pelajaran dan pengalaman yang luar biasa, serta seluruh karyawan dan staf tata usaha yang turut membantu dalam kelancaran segala urusan selama menempuh pendidikan di kampus ini.

6. Kedua orang tua dan keluargaku tercinta. Terimakasih telah memberikan doa dan dukungan yang luar biasa. Mohon maaf selalu merepotkan dan belum bisa membanggakan kalian. Setidaknya karya ini menjadi langkah untuk membanggakan kalian. Semoga kalian diberikan kesehatan dan keberkahan umur.
7. Teman-teman magister manajemen, khususnya MM angkatan 48 A kelas regular pagi; Retno, Adit, Aris, Fikri, Dani, Didi, Dea, Chilla, Dian, Erin, Oja, Septi, dan Putri. Terimakasih telah berbagi ilmu dan pengalaman, kalian luar biasa. Semoga sukses dengan karir masing-masing.
8. Teman-teman MM kelas konsentrasi keuangan; Marpaung, Raka, Sugeng, Dwi, dan Eviy yang telah membersamai di semester akhir.
9. Serta pihak-pihak lain yang tidak bisa saya ucapkan satu persatu, terimakasih telah membantu dan mendoakan sehingga tesis ini dapat diselesaikan dengan baik.

Semoga Allah SWT melimpahkan berkat dan rahmat-Nya bagi kalian semua yang telah berbuat baik kepada saya. Dalam hal ini, penulis menyadari bahwa tesis ini masih belum sempurna, sehingga kritik dan saran masih sangat diperlukan untuk kesempurnaan tesis ini. Penulis berharap karya ini dapat bermanfaat bagi semua pihak.

Wassalamu'alaikum warahmatullahi wabarakatuh

Yogyakarta, Desember 2018

Abdul Sitah

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL i
HALAMAN JUDUL ii
PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME iii
BERITA ACARA UJIAN TESIS iv
HALAMAN PENGESAHAN v
HALAMAN PERSEMBAHAN vi
KATA PENGANTAR vii
DAFTAR ISI ix
DAFTAR TABEL xi
DAFTAR GAMBAR xii
DAFTAR LAMPIRAN xiii
ABSTRACT xiv
ABSTRAK xv
BAB I PENDAHULUAN 1
1.1 Latar Belakang 1
1.2 Rumusan Masalah 13
1.3 Tujuan Penelitian 14
1.4 Manfaat Penelitian 14
1.5 Sistematika Penulisan 14
BAB II KAJIAN PUSTAKA 16
2.1 Landasan Teori 16
2.1.1 Teori Struktur Modal 16
2.1.2 Teori Modligiani dan Miller 20

2.1.3 Teori Pecking Order 22
2.1.4 Teori Agency 24
2.1.5 Teori Trade Off 26
2.1.6 Teori Sinyal 28
2.1.7 Faktor yang mempengaruhi struktur Modal 29
2.2 Penelitian Terdahulu 37
2.3 Hipotesis Penelitian 40
2.4 Kerangka pikiran 47
BAB III METODOLOGI PENELITAN 48
3.1 Populasi dan Sampel 48
3.2 Sumber dan Teknik Pengumpulan Data 49
3.3 Definisi Operasional Variabel 50
3.4 Teknik Analisis dan Pengujian Hipotesis 53
BAB IV DATA DAN PEMBAHASAN 60
4.1 Analisis Deskriptif 61
4.2 Uji Asumsi Klasik 63
4.3 Pengujian Hipotesis 68
4.4 Pembahasan 74
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN 84
5.1 Kesimpulan 84
5.2 Implikasi 85
5.3 Keterbatasan dan Saran 86
DAFTAR REFERENSI 87
LAMPIRAN 91

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Hasil Uji Statistik Deskriptif 60

Tabel 4.3 Hasil Uji Multikolinearitas 65

Tabel 4.4 Hasil Uji Autokorelasi 66

Tabel 4.6 Hasil Uji Regresi Linier Berganda..... 68

Tabel 4.7 Hasil Uji F 72

Tabel 4.8 Hasil Uji koefisien Determinasi 73

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.4 Kerangka Teoritik 47

Gambar 4.2 Hasil Uji Normalitas..... 64

Gambar 4.5 Hasil Uji Heterokedastisitas 67

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Perusahaan Sampel 91

Lampiran 2. Data Laporan Keuangan Perusahaan 92

Lampiran 3. Tabulasi Data..... 103

Lampiran 4. Hasil Uji Statistik Deskriptif 106

Lampiran 5. Hasil Uji Asumsi Klasik..... 107

Lampiran 6. Hasil Uji Hipotesis dan Analisis Regresi 108

ABSTRACT

Industry in the infrastructure sector contributes to the development of a region and country. The funding needs for investment in this sector are very large, but the ability of the Indonesian government to fund infrastructure development using public funds from countries is very limited. This research was conducted to determine the determinants of capital structure in infrastructure sector companies in Indonesia. The sample companies in this study are infrastructure, utility and transportation sector companies listed on the IDX. Data used in the form of financial ratios from sample companies during the period 2013-2017. The analytical method used is multiple regression with the dependent variable being the capital structure; while financial flexibility, bankruptcy risk, growth opportunity, and asset structure act as independent variables. The results of analysis show that the variable bankruptcy risk, growth opportunity significantly influences the capital structure. While financial flexibility and asset structure variables do not affect the capital structure. This study is expected to be useful for company management especially as input and consideration in determining decisions on the capital structure of a company.

Keywords: capital structure, financial flexibility, bankruptcy risk, growth opportunity, and asset structure.

ABSTRAK

Industri di sektor infrastruktur berkontribusi bagi kemajuan suatu daerah dan negara. Kebutuhan dana untuk investasi di sektor ini sangat besar, namun kemampuan pemerintah Indonesia untuk mendanai pembangunan infrastruktur dengan menggunakan dana publik yang berasal dari negara sangat terbatas. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui faktor penentu struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia. Perusahaan sampel pada penelitian ini adalah perusahaan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi yang terdaftar di BEI. Data yang digunakan berupa rasio-rasio keuangan dari perusahaan sampel selama periode tahun 2013-2017. Metode analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan variabel terikat adalah struktur modal; sedangkan *financial flexibility*, *bankruptcy risk*, *growth opportunity*, dan struktur asset bertindak sebagai variabel bebas. Hasil ananlisis menunjukkan bahwa secara parsial variabel *bankruptcy risk*, *growth opportunity* berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Sementara variabel *financial flexibility* dan struktur asset tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Studi ini diharapkan dapat bermanfaat bagi manajemen perusahaan khususnya sebagai bahan masukan dan pertimbangan dalam menetapkan keputusan atas struktur modal suatu perusahaan.

Kata kunci: struktur modal, *financial flexibility, bankruptcy risk, growth opportunity*, dan struktur asset.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Infrastruktur berperan penting dalam pertumbuhan ekonomi suatu negara. Infrastruktur meliputi diantaranya jalan raya, pelabuhan, bandara, transportasi, listrik, air, telekomunikasi dan fasilitas pendukung lainnya. Pembangunan berbagai fasilitas infrastruktur dibutuhkan demi mendukung tercapainya kesejahteraan masyarakat suatu negara. Infrastruktur yang layak dan memadai mampu meningkatkan percepatan pembangunan ekonomi dan sosial suatu negara melalui peningkatan kapasitas perekonomian (produksi), penciptaan lapangan pekerjaan, dan pemerataan distribusi pendapatan.

Kemampuan pemerintah Indonesia untuk mendanai pembangunan infrastruktur dengan menggunakan dana publik yang berasal dari negara sangat terbatas. Bappenas memperkirakan untuk mencapai target-target pembangunan infrastruktur yang ditetapkan dalam Rencana Pembangunan Jangka Menengah Nasional (RPJMN) tahun 2015-2019 dana yang diperlukan mencapai Rp 5.452 Triliun (Kementrian Perencanaan Pembangunan Nasional, 2014). Dari keseluruhan dana yang dibutuhkan tersebut, pemerintah pusat dan daerah hanya mampu menyediakan dana sebesar Rp 1.131 Triliun. Hal ini berarti bahwa terdapat selisih pendanaan (*financing gap*) sebesar Rp 4.321 triliun yang pemenuhannya dapat dicapai melalui pendanaan alternatif

seperti kerjasama pemerintah swasta (*public private partnership*), dan dengan sumber pendanaan alternatif lain berupa dana dari pasar modal, dll.

Buruknya kualitas infrastruktur Indonesia mendorong pemerintah untuk membentuk program percepatan pembangunan infrastruktur nasional. yang biasa disebut dengan MP3EI atau Master Plan Percepatan dan Perluasan Ekonomi Indonesia. MP3EI dirancang agar dapat mendorong Indonesia masuk 10 besar perekonomian dunia pada tahun 2025 nanti dengan total *Gross Domestic Product* (GDP) sebesar USD 4,5 triliun melalui pembangunan infrastruktur. Dalam menunjang program percepatan pembangunan infrastruktur ini, diperkirakan pemerintah membutuhkan pembiayaan ribuan triliun rupiah. Pembangunan infrastruktur diprioritaskan pada terjaminnya ketersediaan infrastruktur dasar untuk mendukung peningkatan kesejahteraan, dan terjaminnya kelancaran distribusi barang, jasa, dan informasi untuk meningkatkan daya saing produk nasional.

Peningkatan pada infrastruktur energi, transportasi dan telekomunikasi dapat secara langsung mengurangi biaya produksi dan waktu yang diperlukan dalam melakukan aktifitas perekonomian, sehingga mampu meningkatkan produktifitas dan kapasitas produksi para pelaku ekonomi suatu negara. Ketersediaan infrastruktur yang baik diharapkan mampu memengaruhi pertumbuhan ekonomi melalui penciptaan hubungan inter-regional dan memfasilitasi alokasi sumber daya. Hubungan inter-regional yang dicapai dengan peningkatan kualitas pada faktor-faktor mobilitas, informasi dan

teknologi, sehingga menciptakan pemerataan pembangunan dan menghasilkan mobilitas tenaga kerja antar daerah menjadi lebih baik. Pemerataan sumber daya infrastruktur mampu mengurangi kemiskinan dan mempengaruhi distribusi pendapatan yaitu ketika terjadi peningkatan produktifitas dan perluasan dana investasi yang dilakukan oleh pelaku perekonomian Negara.

Jika dibandingkan dengan sejumlah negara ASEAN, pembangunan infrastruktur Indonesia masih cukup tertinggal. Menurut data World Economic Forum (WEF) dan Kementrian PUPR RI tentang *Global Competitiveness Index* 2017 menunjukkan bahwa indeks daya saing infrastruktur Indonesia pada 2017-2018 berada di urutan ke-52 dari 140 negara. Di kawasan negara Asia, peringkat infrastruktur Indonesia masih tertinggal dibandingkan Hong Kong yang menempati peringkat 1 dan Singapura yang menempati peringkat 2 terbaik dunia. Sedangkan untuk peringkat di kawasan ASEAN, Indonesia menempati peringkat keempat setelah Singapura, Malaysia, Thailand (Siregar, 2018). Hal ini menunjukkan bahwa pembangunan infrastruktur yang memadai di Indonesia masih kurang kuantitas dan kualitasnya dibandingkan negara-negara Asia lainnya yang tercatat di *WEF Report*. Hal ini dapat disebabkan oleh banyak faktor salah satunya berupa hambatan pada sektor pembiayaan.

Tren pertumbuhan ekonomi nasional terus berlanjut seiring dengan banyaknya pembangunan infrastruktur. Proyek-proyek infrastruktur membutuhkan dana yang besar dan tenor yang panjang. Sehingga perusahaan akan membutuhkan dana eksternal baik dari pasar modal atau hutang dari para

kreditur. Industri di sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi memiliki kontribusi utama bagi kemajuan suatu daerah dan bagi kemanjuan negara. Investasi di bidang infrastruktur sering diasosiasikan dengan investasi yang padat modal (*capital intensive*) dengan laju pemulihan (*rate of recovery*) investasi yang lambat dan berjangka panjang. Selama masa pemulihan investor harus siap menerima risiko dengan profil yang senantiasa berubah mengikuti siklus hidup proyek (Wibowo, 2006).

Sektor infrasruktur merupakan salah satu sektor yang diminati investor dalam melakukan investasi. Industri sektor infrastruktur menyerap tenaga kerja, menghubungkan antar regional dan mendorong pertumbuhan ekonomi (Putri & Wisudanto, 2016). Pada prinsipnya setiap perusahaan termasuk sektor infrastruktur membutuhkan dana. Kebutuhan dana tersebut berasal dari sumber internal maupun eksternal. Namun pada umumnya perusahaan lebih menyukai penggunaan modal sendiri dari internal daripada modal asing yang hanya dijadikan pelengkap apabila dana yang diperlukan kurang mencukupi.

Ketersediaan modal untuk operasional dan pengembangan bisnis sangat diperlukan untuk menjamin keberlangsungan usaha. Perusahaan harus mampu menentukan besarnya modal yang dibutuhkan untuk memenuhi atau membiayai usahanya. Keputusan untuk memilih pendanaan sering menyebabkan dilemma bagi manajer keuangan. Manajer harus mempertimbangkan sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih. Ketika

manajer menggunakan hutang, maka biaya modal yang muncul adalah biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur, sedangkan jika manajer menggunakan biaya dari sumber internal maka akan timbul *opportunity cost* dari dana internal yang digunakan tersebut. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya modal yang tinggi yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan. Salah satu resiko utama yang mengintai perusahaan adalah resiko kebangkrutan yang bisa saja disebabkan karena ketidakpastian dana yang ada dalam sebuah perusahaan (Stretcher & Johnson, 2011).

Struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal sendiri dengan penggunaan hutang jangka panjang. Struktur modal menjadi isu penting bagi perusahaan, karena sampai saat ini belum ada perhitungan rumus matematik yang pasti terkait penggunaan struktur modal yang optimal dalam perusahaan. Struktur modal yang optimal adalah yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan secara efektif dan efisien, meningkatkan keuntungan perusahaan, dan kemakmuran bagi pemiliknya. Penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal akan memberikan tambahan biaya yang tinggi dan meningkatkan risiko perusahaan terhadap kemungkinan tidak membayar bunga juga tinggi (Hanafi, 2013).

Masalah struktur modal merupakan masalah penting bagi setiap perusahaan, karena baik atau buruknya struktur modal perusahaan akan mempunyai pengaruh langsung terhadap posisi keuangannya. Struktur modal

perusahaan merupakan cerminan dari kondisi keuangan perusahaan tersebut. Beberapa faktor yang umumnya dipertimbangkan dalam mengambil keputusan mengenai struktur modal pada perusahaan menurut Brigham dan Ehrhardt (2005) yaitu stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, tarif pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan.

Teori struktur modal menjelaskan bahwa dalam pengambilan keputusan terkait penggunaan modal perusahaan harus mempertimbangkan faktor risiko dan keuntungan yang akan didapat oleh perusahaan. Karena struktur modal yang optimal bagi perusahaan adalah struktur modal yang dapat memberikan keuntungan dan mengangkat kinerja perusahaan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang (Selfiana & Fidiana, 2016). Perusahaan dapat didanai dengan hutang dan ekuitas. Komposisi penggunaan hutang dan ekuitas ini tergambar dalam struktur modal. Penggunaan hutang diistilahkan dengan *financial leverage* (pengungkit keuangan). Hutang (*debt*) yang dimaksud adalah hutang untuk pendanaan perusahaan yang tidak selalu sama dengan kewajiban (*liabilities*) dan tidak sama dengan tagihan (*payable*).

Hutang menimbulkan beban bunga yang dapat menghemat pajak. Artinya beban bunga dapat dikurangkan dari pendapatan sehingga laba sebelum pajak menjadi lebih kecil dan akibatnya pajak semakin kecil (Stretcher & Johnson, 2011). Sedangkan jika pendanaan menggunakan ekuitas, maka

tidak terdapat beban yang dapat mengurangi pajak perusahaan. Perusahaan bisa memanfaatkan penghematan pajak yang timbul dari bunga yang dibayarkan (bunga bisa dikurangkan dari pajak, sedangkan dividen tidak bisa dipakai sebagai pengurang pajak) (Ramli, et al., 2018).

Di dalam perusahaan terdapat beberapa fungsi, antara lain fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan. Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan sangat rentan dengan *agency conflict* (konflik kepentingan). Konflik ini terjadi ketika manajer cenderung membuat keputusan yang menguntungkan dirinya daripada kepentingan pemegang saham. *Agency conflict* dapat menimbulkan *agency cost* (biaya agensi), yaitu berupa pemberian insentif yang layak kepada manajer serta biaya pengawasan untuk mencegah tindakan *hazard*. *Agency cost* juga berarti penggunaan aliran kas untuk bonus atau pengeluaran pengeluaran yang tidak perlu yang dilakukan manajer atas *free cash flow* (aliran kas bebas) (Stretcher & Johnson, 2011). Penggunaan utang dapat mengurangi konflik antara pemilik (pemegang saham) dan agen (manajer) atas penyalahgunaan arus kas bebas.

Investasi modal merupakan salah satu aspek utama dalam keputusan investasi selain penentuan komposisi aktiva. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan investasi harus dievaluasi dan dihubungkan dengan risiko dan hasil yang diharapkan. Menurut *signaling theory*, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang

akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan (Hermuningsih, 2013). Keputusan pendanaan berhubungan dengan sumber dana adalah apakah sumber internal atau eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan. Struktur pembiayaan akan menentukan *cost of capital* yang akan menjadi dasar penentuan *required return* yang diinginkan.

Laporan keuangan yang dikeluarkan perusahaan memberikan informasi tentang kinerja perusahaan. Laporan keuangan diharapkan bisa memberikan informasi yang berkaitan dengan tingkat keuntungan, risiko, rasio-rasio keuangan dan kemampuan operasional perusahaan. Laporan keuangan juga memberikan informasi mengenai aliran dana perusahaan, likuiditas perusahaan, fleksibilitas keuangan perusahaan, dan kemampuan operasional perusahaan. Laporan aliran kas yang ada menunjukan fleksibilitas keuangan perusahaan. Fleksibilitas keuangan (*financial flexibility*) adalah kemampuan perusahaan untuk melakukan tindakan-tindakan yang efektif berkaitan dengan jumlah dan waktu aliran kas, sehingga perusahaan tersebut dapat menjawab tantangan kebutuhan yang tidak diharapkan (tak terduga) dan mengambil kesempatan yang ada (Murti, 2016). Perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang tinggi mengalami dampak yang lebih rendah saat terjadi krisis. Fleksibilitas keuangan merupakan bagian dari strategi bisnis perusahaan dan penting untuk keputusan struktur modalnya (Bancel & Mitoo, 2011).

Fleksibilitas keuangan mampu mempengaruhi keputusan struktur modal yang akan diambil oleh manajer perusahaan dan pada setiap tahapan besarnya perusahaan keputusan struktur modal akan berbeda-beda. Semakin tinggi leverage perusahaan, semakin kecil fleksibilitas yang dimiliki perusahaan, yang berarti perusahaan akan menggunakan tambahan hutang yang lebih sedikit. Penelitian yang dilakukan oleh Denis (2011) menyatakan bahwa perusahaan mencapai fleksibilitas keuangan melalui pengelolaan likuiditas perusahaan, melalui kebijakan struktur modal dan kebijakan pembayaran. Perusahaan yang memiliki banyak utang akan tidak fleksibel karena kas akan terbatas untuk ekspansi dan harus melunasi utang tersebut. Kepemilikan kas memungkinkan perusahaan dengan cepat mendanai peluang investasi ketika pembiayaan eksternal (utang atau ekuitas) mahal atau memakan waktu.

Perusahaan dengan fleksibilitas yang tinggi biasanya tidak memiliki masalah dalam meningkatkan modal saat penjualan naik dan pendapatan dalam kondisi kuat. Semakin rendah tingkat hutang perusahaan, semakin banyak fleksibilitas finansial yang dimiliki perusahaan. Penelitian Alipour, et al. (2015) dan Rapp, et al. (2014) menemukan bahwa perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi akan memiliki tingkat hutang yang lebih sedikit. Sementara itu, Anderson dan Carverhill (2012) menyatakan tingkat hutang jangka panjang yang lebih tinggi akan meningkatkan fleksibilitas perusahaan dan mengurangi hutang jangka pendek. Temuan Byoun (2008) juga menunjukkan bahwa perusahaan besar lebih suka

menggunakan dana internal untuk menjaga fleksibilitas keuangan. Di sisi lain, perusahaan kecil mengeluarkan ekuitas dan meningkatkan kepemilikan kas meskipun memiliki *leverage* yang rendah untuk mengatasi kurangnya fleksibilitas keuangan, sehingga membalikkan hierarki pembiayaan eksternal yang disarankan oleh teori *pecking order*.

Perusahaan yang memiliki beberapa utang sering kali lebih baik daripada perusahaan yang tidak ada utang sama sekali, tetapi terlalu banyak utang akan meningkatkan risiko kebangkrutan. Dalam istilah teknis, utang tambahan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) (Brigham & Houston, 2011). Tentu saja, pada titik tertentu utang tambahan menjadi terlalu berisiko. Utang tambahan hanya optimal sampai titik tertentu karena ada biaya kebangkrutan yang harus dihadapi. Menurut *trade off model*, struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan hutang dengan biaya kesulitan akibat penggunaan hutang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain.

Ketika perusahaan mengambil lebih banyak utang, mereka harus melayani utang itu dengan pembayaran bunga yang lebih tinggi, yang menurunkan pendapatan dan arus kas. Karena tingginya utang dalam struktur modal, biaya untuk melunasi utang itu meningkat dan risiko gagal bayar juga meningkat. Perusahaan yang mempunyai resiko tinggi akan kesulitan mencari dana eksternal. Semakin tinggi resiko yang dihadapi perusahaan maka perusahaan tersebut cenderung untuk mempunyai hutang yang sedikit. Hasil penelitian tentang *bankruptcy risk* yaitu Eldomiaty (2007); Stretcher dan

Johnson (2011) menyatakan bahwa risiko kebangkrutan berpengaruh terhadap struktur modal. Seppa (2014) menemukan bahwa penggunaan utang secara signifikan dan positif terkait dengan probabilitas kebangkrutan. Penetapan struktur modal yang optimal akan menjauhkan perusahaan dari kebangkrutan dikarenakan ketidakmampuan dalam membayar hutang (Margaretha & Ginting, 2016).

Struktur modal cenderung mengikuti siklus pertumbuhan perusahaan. Perusahaan pemula dan baru yang tumbuh dengan cepat, lebih menyukai ekuitas daripada utang karena para pemegang saham mereka akan menunda pembayaran dividen demi pengembalian harga di masa mendatang. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi lebih banyak membutuhkan dana di masa depan untuk memenuhi kebutuhan investasi atau memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Pengambilan untang dipandang memiliki biaya yang lebih efisien dibandingkan menerbitkan saham, utang juga mengandung sinyal positif peluang pertumbuhan perusahaan di masa depan. Perusahaan-perusahaan dengan pertumbuhan tinggi tidak perlu memberi para pemegang saham ini uang tunai hari ini, namun pemberi pinjaman akan mengharapkan pembayaran bunga semesteran atau kuartalan.

Perusahaan dengan pertumbuhan yang stabil akan meningkatkan kepercayaan kreditur sehingga perusahaan dapat memperoleh pinjaman yang lebih besar (Dewi & Lestari, 2014; Borochin & Yang, 2016; dan Ramli, et al., 2018). Dengan kata lain semakin tinggi *growth opportunity* perusahaan maka utang yang diambil perusahaan juga akan meningkat. Hasil penelitian

Hermuningsih (2013) menemukan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh variabel yakni *growth opportunity* dan profitabilitas. Sementara itu, hasil analisis lain menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan positif tetapi tidak signifikan dengan struktur modal (Harjito, 2011 dan Kartika, 2016).

Struktur modal perusahaan juga dipengaruhi oleh struktur asset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan dengan nilai aktiva yang besar lebih mudah dipercaya mendapatkan pinjaman dari pihak luar karena lebih mudah akses ke sumber dana dibandingkan perusahaan yang masih berskala kecil. Hal ini berlawanan dengan *pecking order theory*, ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya menjadi lebih mudah sehingga permasalahan asimetri informasi menjadi lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi penggunaan utangnya ketika proporsi aktiva berwujud meningkat. Sejumlah hasil analisis menunjukkan bahwa struktur asset perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap rasio hutang perusahaan (Harjito, 2011; Alipour, et al., 2015). Sementara itu penelitian lain menyatakan bahwa struktur asset tidak berpengaruh terhadap struktur modal (Kartika, 2016; Mahapsari, 2013; dan Novitasari, 2016).

Struktur modal yang optimal juga berbeda-beda menurut industri, terutama karena beberapa industri lebih padat aset daripada yang lain. Secara umum, semakin besar investasi dalam aset tetap (pabrik, properti dan peralatan), semakin besar penggunaan rata-rata utang. Ini karena bank lebih

memilih untuk melakukan pinjaman terhadap aset tetap yang dapat dijadikan jaminan daripada asset tak berwujud (Ramli, et al., 2018). Industri yang membutuhkan banyak investasi seperti infrastruktur, properti, dan telekomunikasi, umumnya menggunakan lebih banyak utang jangka panjang. Hasil penelitian Margaretha dan Ginting (2016) struktur aktiva berpengaruh secara positif terhadap rasio utang jangka panjang. Sedangkan penelitian Sansoethan (2016) dan Yudiarthi (2016) menyatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Dari beberapa penelitian yang dilakukan tentang faktor–faktor yang mempengaruhi struktur modal terdapat perbedaan hasil penelitian (*research gap*). Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menambah literatur dan menguji kembali variabel-varibel yang mempengaruhi struktur modal serta menambah beberapa variabel yang mempengaruhi. Sehingga penelitian ini dapat diuji kembali apakah sesuai atau tidak dengan penelitian sebelumnya. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh *financial flexibility*, *bankruptcy risk*, *growth opportunity* dan struktur aset terhadap struktur modal perusahaan.

1.2 Rumusan Masalah

Rumusan masalah pokok:

a) Apakah terdapat pengaruh *financial flexibility* terhadap struktur modal?
b) Apakah terdapat pengaruh *bankruptcy risk* terhadap struktur modal?
c) Apakah terdapat pengaruh *growth opportunity* terhadap struktur modal?
d) Apakah terdapat pengaruh struktur aset terhadap struktur modal?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris tentang:

a) Pengaruh *financial flexibility* terhadap struktur modal?
b) Pengaruh *bankruptcy risk* terhadap struktur modal?
c) Pengaruh *growth opportunity* terhadap struktur modal?
d) Pengaruh struktur asset terhadap struktur modal?

1.4 Manfaat Penelitian

a. Manfaat bagi penulis yaitu memberikan gambaran tentang pengaruh *financial flexibility*, *growth opportunity*, *bankruptcy risk* dan struktur aset terhadap struktur modal.
b. Manfaat bagi manajemen perusahaan sebagai masukan dan pertimbangan dalam menetapkan keputusan atas struktur modal suatu perusahaan.
c. Manfaat bagi investor sebagai tambahan informasi dan pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi saham di pasar modal.
d. Manfaat bagi pengembangan ilmu yaitu tulisan ini dapat menjadi bahan referensi bagi penelitian selanjutnya dalam meneliti masalah pada ruang lingkup yang sama dan menambah wawasan para pembaca.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan merupakan pola dalam penyususnan laporan untuk gambaran secara garis besar bab demi bab. Dengan sistematika penulisan diharapkan para pembaca akan lebih memahami isi dari sebuah laporan.

Adapun sistematika penulisan ini terdiri dari:

Bab 1 : Pendahuluan

Dalam bab I ini, berisi tentang latar belakang masalah sebagai landasan berpikir penelitian, rumusan masalah sebagai pertanyaan tentang fenomena yang membutuhkan pemecahan masalahnya, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

Bab II: Kajian Pustaka

Dalam bab II ini, akan menguraikan berbagai teori-teori yang melandasi penelitian ini terhadap permasalahan yang ada, penelitan terdahulu, kerangka teoritis dan pengembangan hipotesis.

Bab III: Metodologi Penelitian

Dalam bab III ini, berisi tentang metode penelitian yang akan dilakukan yang mencakup pembahasan tentang populasi dan sampel penelitian, sumber data penelitian, definisi operasional dan variabel penelitian, metode pengumpulan data, metode analisis dan teknik pengujian hipotesis.

Bab IV : Analisis Data dan Pembahasan

Bab ini menguraikan deskripsi objek penelitian, analisis kuantitatif, interpretasi hasil dan argumentasi terhadap hasil penelitian.

Bab V : Penutup

Dalam bab V akan menyajikan secara singkat apa yang telah diperoleh dari hasil penelitian yang telah dilaksanakan, terangkum dalam bagian kesimpulan dan implikasi dari analisis yang telah dilakukan pada bagian sebelumnya serta saran yang berguna untuk penenlitian selanjutnya.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Struktur Modal

Modal merupakan faktor penting bagi perusahaan untuk menjalankan kegiatan operasionalnya, pengembangan usaha dan investasi. Struktur modal terdiri dari hutang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai kegiatan perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri (Hanafi, 2013). Modal sendiri bisa terbagi atas laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan. Teori struktur modal yang dikembangkan oleh beberapa ahli, terutama digunakan untuk mengetahui apakah perusahaan bisa meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui perubahan dari struktur modal.

Pemenuhan akan kebutuhan dana dapat diperoleh dengan baik secara internal perusahaan maupun secara eksternal. Bentuk pendanaan secara internal (*internal financing*) adalah laba ditahan dan depresiasi. Pemenuhan kebutuhan yang dilakukan secara eksternal dapat dibedakan menjadi pembiayaan utang (*debt financing*) dan pendanaan modal sendiri (*equity financing*). Pembiayaan utang dapat diperoleh melalui pinjaman, sedangkan modal sendiri melalui penerbitan saham baru (Kartika, 2016).

Struktur modal yang menunjukkan perbandingan antara modal eksternal jangka panjang dengan modal sendiri, merupakan aspek yang penting bagi setiap perusahaan karena mempunyai efek langsung terhadap posisi finansial perusahaan (Stretcher & Johnson, 2011). Perusahaan yang memiliki aktiva berwujud cukup besar, cenderung menggunakan hutang dalam proporsi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan aktiva tak berwujud besar meskipun memiliki kesempatan tumbuh lebih baik. Ketika utang ditambahkan ke struktur modal, nilai perusahaan akan naik secara proporsional karena manfaat perlindungan pajak. Utang akan bermanfaat pada tingkat rendah, karena jauh lebih murah dan memberikan perlindungan pajak. Tetapi ketika proporsi utang diambil terlalu besar, perusahaan mulai mengalami kesulitan keuangan dalam memenuhi kewajiban pembayaran bunga. Semakin banyak utang yang ditambahkan perusahaan, maka perusahaan akan semakin tertekan secara finansial.

Struktur modal dalam sebuah organisasi sangat sulit ditentukan, bahkan manajer keuangan menghadapi kesulitan dalam menentukan struktur modal yang optimal. Jika proporsi struktur modal perusahaan disusun secara tepat maka akan tercapai struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal yaitu struktur modal dengan biaya yang rendah tetapi memberikan tingkat pengembalian yang tinggi, yang kemudian akan tercerminkan pada harga saham perusahaan yang maksimum (Hanafi, 2013). Struktur modal perusahaan adalah komposisi hutang dan ekuitas. Dana yang berasal dari hutang akan mempunyai biaya modal yang berupa bunga. Dana yang berasal dari ekuitas akan

mempunyai biaya modal berupa dividen. Perusahaan akan memilih sumber dana yang paling rendah biayanya diantara berbagai alternatif sumber dana yang tersedia. Faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal yaitu stabilitas penjualan, stabilitas aktiva, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak (Brigham & Ehrhardt, 2005).

Struktur modal yang optimal merupakan struktur yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan, dan struktur ini pada umumnya meminta rasio utang yang lebih rendah daripada rasio yang memaksimalkan *earnings per share* yang diharapkan. Struktur modal yang optimal dapat meminimalkan biaya modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Suatu perusahaan dalam pemenuhan kebutuhan dananya dapat mengutamakan memakai dana yang berasal dari internal perusahaan untuk mengurangi ketergantungan dari pihak luar perusahaan. Jika sumber dana dari dalam sudah digunakan semua, maka tidak ada pilihan lain selain menggunakan dana dari luar perusahaan baik dalam bentuk hutang maupun mengeluarkan saham baru untuk memenuhi kebutuhan dananya.

Dalam pemenuhan kebutuhan dana dari sumber ekstern tersebut, jika perusahaan lebih mengutamakan pada utang saja, maka ketergantungan pada pihak luar akan semakin besar dan risiko keuangan yang muncul juga akan semakin besar. Sebaliknya, jika hanya berdasarkan saham saja, maka biayanya akan sangat mahal. Biaya penggunaan dari saham baru adalah yang paling mahal dibandingkan sumber dana lainnya. Oleh karena itu perlu diusahakan

adanya keseimbangan yang optimal antara kedua sumber tersebut. Perusahaan harus berhati-hati dalam menentukan struktur modal yang optimal, jangan sampai hutang lebih besar dari jumlah modal sendiri (*debt ratio* > 50%). Pada umumnya, pendanaan melalui utang akan meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu investasi, tetapi utang juga meningkatkan tingkat risiko dari investasi tersebut bagi pemegang sahamnya (Alipour, et al., 2015).

Para akademisi banyak yang berminat melakukan penelitian mengenai struktur keuangan sehingga menimbulkan teori yang dikenal dengan teori struktur modal atau struktur keuangan dimana teori ini berakhir kepada nilai perusahaan. Teori ini dimulai oleh David Duran pada tahun 1952 yang mengemukakan bahwa perhitungan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan tiga pendekatan. Kemudian, Modigliani dan Miller (1958) mengeluarkan sebuah teori keuangan dan diangap merupakan awal dari teori struktur modal. Teori struktur modal ini yang dikeluarkan oleh Modigliani dan Miller dikenal dengan MM-teori dengan preposisi I dan II.

Menurut Brigham dan Houston (2011) ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal; pertama adalah stabilitas penjualan; perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Kedua adalah struktur aktiva; perusahaan yang aktivanya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan utang. Faktor ketiga yang mempengaruhi struktur modal adalah leverage operasi. Dalam hal ini, perusahaan dengan *leverage*

operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar leverage keuangan karena memiliki risiko bisnis yang lebih kecil. Faktor keempat adalah tingkat pertumbuhan; perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Namun, pada saat yang sama perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan hutang.

2.1.2 Teori Modigliani dan Miller (MM)

Konsep teori Modigliani dan Miller pada 1958 menyatakan bahwa dalam keadaan pasar yang sempurna maka penggunaan hutang adalah tidak relevan dengan nilai perusahaan, tetapi dengan adanya pajak maka hutang akan menjadi relevan. Hal tersebut menyatakan dengan adanya *interest tax shield factor* akan meningkatkan nilai perusahaan melalui penggunaan hutang. Dengan adanya hutang perusahaan maka beban pajak akan berkurang, karena adanya bunga atas hutang yang harus dibayarkan kepada kreditur. Sehingga dengan adanya *corporate tax*, maka lebih baik perusahaan menggunakan seluruh hutangnya, dan menurunkan biaya modalnya (Dewi, 2014).

Teori MM memiliki struktur modal yang tidak relevanan, karena didasarkan pada serangkaian asumsi yang tidak realistis dan bertentangan dengan asumsi utama pada arus utama keuangan (Ardalan, 2016). MM mengajukan beberapa asumsi dalam membangun teori mereka:

a. Tidak ada gesekan dalam Pasar modal.
b. Individu dapat meminjam dan meminjamkan pada tingkat bebas risiko.

c. Tidak ada biaya untuk kebangkrutan atau gangguan bisnis.
d. Perusahaan hanya mengeluarkan dua jenis klaim: utang dan ekuitas bebas risiko.
e. Semua perusahaan diasumsikan berada dalam kelas risiko yang sama.
f. Pajak perusahaan adalah satu-satunya bentuk retribusi pemerintah.
g. Semua aliran arus kas adalah abadi.
h. Tidak ada peluang pensinyalan.
i. Tidak ada biaya agensi.
j. Arus kas operasi sepenuhnya tidak terpengaruh oleh perubahan struktur modal.

Dengan asumsi-asumsi tersebut, MM mengajukan dua preposisi yang dikenal sebagai preposisi MM tanpa pajak. Preposisi I: nilai dari perusahaan yang berhutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berhutang ditambah dengan penghematan pajak karena bunga hutang. Implikasi dari preposisi I ini adalah pembiayaan dengan hutang sangat menguntungkan dan MM menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan adalah seratus persen dari hutang.

Preposisi II: biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya hutang, tetapi penghematan pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham. Implikasi dari preposisi II ini adalah penggunaan hutang yang semakin banyak akan meningkatkan biaya modal saham. Menggunakan hutang yang lebih banyak, berarti menggunakan modal yang lebih murah karena biaya modal hutang lebih

kecil dibandingkan dengan biaya modal saham, sehingga akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbangnya, meskipun biaya modal saham meningkat.

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis dan kemudian MM memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya. Pajak dibayarkan kepada pemerintah, yang berarti merupakan aliran kas keluar. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak.

Teori MM tersebut sangat kontroversial. Implikasi teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya menggunakan hutang sebanyak-banyaknya. Dalam praktiknya, tidak ada perusahaan yang mempunyai hutang sebesar itu, karena semakin tinggi tingkat hutang suatu perusahaan, akan semakin tinggi juga kemungkinan kebangkrutannya. Inilah yang melatarbelakangi teori MM mengatakan agar perusahaan menggunakan hutang sebanyak-banyaknya, karena MM mengabaikan biaya kebangkrutan.

2.1.3 Pecking Order Theory

Teori ini pertama kali dikenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961. Sedangkan penamaan *Pecking Order Theory* dilakukan oleh Myers (1984), pengamatannya menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai keuntungan yang tinggi ternyata cenderung menggunakan hutang yang lebih rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urut-urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dana.

Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *pecking order theory* adalah dana internal, *debt* (hutang), dan *equity* (modal sendiri) (Seppa, 2014). Dana internal lebih disukai karena memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu mendapat sorotan dan publisitas dari publik. Teori ini juga menjelaskan pihak manajemen perusahaan memiliki informasi asimetris dimana manajemen merupakan pihak yang paling mengetahui mengenai peluang investasi perusahaan. Situasi ini menyebabkan manajemen menaikan pendanaan berdasarkan urutan-urutan yang telah ditetapkan.

Secara ringkas *Pecking Order Theory* mengungkapkan bahwa:

- Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam hasil operasi perusahaan
- Perusahaan akan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dan kesempatan investasi yang dihadapi
- Pembayaran dividen yang konstan dan fluktuasi laba menyebabkan dana internal kadang berlebih dan kadang berkurang
- Apabila pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, kemudian sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.

Menurut *pecking order theory*, dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena dua alasan yaitu pertimbangan biaya emisi, dimana biaya emisi obligasi lebih murah dibandingkan biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga

saham lama. Alasan kedua adalah adanya kekhawatiran manajer bahwa penerbitan saham baru dapat ditafsirkan sebagai kabar buruk (sinyal negatif) oleh pemodal yang mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan.

Dalam kenyataannya, terdapat perusahaan-perusahaan yang dalam menggunakan dana untuk kebutuhan investasinya tidak sesuai seperti skenario urutan (hierarki) yang disebutkan dalam *pecking order theory*. *Pecking order theory* tidak mengindikasikan target struktur modal. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal, dimana kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Studi kasus pada perusahaan di negara berkembang ternyata lebih memilih untuk menerbitkan ekuitas daripada berhutang dalam membiayai perusahaannya (Hermuningsih, 2013).

2.1.4 Teori Agency

Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manager adalah konsep *free-cash flow*. Ada kecenderungan manager ingin menahan sumber daya sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan melalui *free cash flow*. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manager akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan untuk membayar bunga. Penggunaan hutang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran perusahaan yang tidak penting dan memberi dorongan pada manajer untuk mengoperasikan perusahaan dengan lebih efisien (Stretcher & Johnson, 2011).

Hal tersebut menyebabkan *agency cost* berkurang dan selanjutnya kinerja perusahaan diharapkan akan meningkat.

Permasalahan agensi bukan hanya muncul antara pemegang saham dan manajer tetapi juga dalam hubungannya antara pemegang saham dan pemberi pinjaman (Dewi, 2014). Pemberi pinjaman melakukan pengawasan kepada manajer yang bertindak atas nama pemegang saham untuk mengambil keuntungan dari pemberi pinjaman, biaya pengawasan itu disebut biaya agensi. Perusahaan memiliki pilihan sumber pendanaan untuk berinvestasi yaitu melalui dana internal dan dana eksternal. Dana eksternal yang biaya modalnya lebih murah adalah dengan berhutang.

Penggunaan hutang yang tinggi dalam struktur modal mungkin mempengaruhi perilaku manajer. Jika perusahaan dalam kondisi stabil, manajer dapat menggunakan aliran kas untuk bonus atau pengeluaran-pengeluaran tidak diperlukan dan menyebabkan *agency cost*. Dengan demikian diharapkan hutang tersebut dapat mengurangi *agency cost* (Stretcher & Johnson, 2011 ; Ramli, et al., 2018). *Agency cost* dapat pula terjadi jika manajer tidak menangkap peluang investasi pada proyek baru karena khawatir akan risiko yang akan ditanggungnya (Brigham & Ehrhardt; 2011). Struktur modal berpengaruh positif terhadap *agency cost*, artinya kebijakan hutang meningkatkan *agency cost*. Teori agensi memprediksi bahwa utang akan meningkatkan efisiensi perusahaan melalui risiko kebangkrutan untuk melayani utang dan mengurangi biaya konflik antara *principal* dengan *agent*.

Bagi perusahaan, menerbitkan informasi yang berkualitas rendah dapat menyebabkan tingginya biaya modal. Hal ini dapat mengganggu kinerja perusahaan karena semakin sedikit peluang investasi yang dapat diambil. Bagi partisipan pasar, buruknya kualitas informasi dapat meningkatkan keraguan mengenai kinerja perusahaan sedemikian rupa sehingga asimetri informasi di antara partisipan pasar meningkat. Tingginya tingkat asimetri informasi mendorong turunnya likuiditas saham dan akibatnya *return* yang diminta oleh investor meningkat yang pada gilirannya meningkatkan biaya modal perusahaan. Kerangka teoretis ini tampak kuat di literatur keuangan, namun belum banyak didukung oleh bukti empiris yang kuat terutama di Indonesia.

2.5.5 Teori Trade-off

Konsep *Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan informasi yang terbuka (*symmetric*) sebagai imbangan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*). *Trade-off theory* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal (Byoun, 2008). Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut

akan mengurangi pajak. Dalam kenyataannya jarang manajer keuangan yang berpikir demikian.

Selain itu, semakin tinggi utang maka akan semakin tinggi kemungkinan terjadinya kebangkrutan. Tingkat utang yang tinggi membuat perusahaan kesulitan membayar bunga yang juga semakin tinggi (Seppa, 2014). Pemberi pinjaman dapat membangkrutkan perusahaan jika perusahaan tidak dapat membayar kewajibannya. Selain itu, peningkatan utang juga akan meningkatkan biaya keagenan utang. Dalam teori keagenan, sering terjadi koflik antara pemegang saham dan pemegang utang. Jika utang meningkat maka konflik antara keduanya akan semakin meningkat, karena potensi kerugian yang dialami oleh pemegang utang akan semakin meningkat. Dalam situasi tersebut, pemegang utang akan semakin meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan.

Dengan adanya gabungan antara teori struktur modal MM dengan memasukkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan mengindikasikan adanya *trade-off* antara penghematan pajak dari hutang dengan biaya kebangkrutan. Teori tersebut kemudian dikenal sebagai teori *trade-off* atas struktur modal. Struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat penggunaan utang dengan biaya menggunakan utang (Kartika, 2016). Secara umum teori *trade-off* memberikan penjelasan tentang manfaat penggunaan utang yang bijaksana dan bahaya penggunaan utang yang berlebihan (Stretcher & Johnson, 2011).

2.1.6 Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal merupakan metode mengemukakan sinyal berupa informasi mengenai semua aktifitas yang telah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik yang diberikan kepada penggunan laporan keuangan. Sinyal tersebut dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Menurut Brigham dan Houston (2011), teori sinyal merupakan suatu tindakan yang diambil manajemen berupa pemberian petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan.

Teori sinyal dapat menjelaskan bahwa pada dasarnya laporan keuangan digunakan untuk memberikan sinyal positif maupun negatif kepada pemakainya. Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik atau buruk. Agar sinyal tersebut efektif, maka harus dapat ditangkap pasar dan dipersepsikan baik dan tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang berkualitas buruk. Teori sinyal menunjukkan adanya informasi asimetri antara pihak manajemen perusahaan dan berbagai pihak berkepentingan, berkaitan dengan informasi yang dikeluarkan tersebut. Asimetri informasi dapat terjadi diantara dua kondisi ekstrim yaitu perbedaan informasi kecil sehingga tidak mempengaruhi manajemen, atau perbedaan yang sangat signifikan sehingga dapat berpengaruh pada manajemen dan harga saham. Asimetri informasi muncul karena adanya

salah satu pihak yang mempunyai keunggulan informasi atau pihak manajemen memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan dengan investor.

Teori Sinyal menyatakan bahwa perusahaan mempunyai kemampuan yang baik dalam melunasi kewajiban finansialnya, yaitu membayar deviden, bunga, dan pokok pinjaman serta dapat memelihara kemampuan operasi perusahaan dengan baik, maka itu merupakan suatu sinyal bahwa perusahaan itu mempunyai kinerja yang baik hal ini dapat dilihat dari arus kas yang dimilikinya. Kondisi ini mewakili pengaruh signifikan terhadap kenaikan aktivitas volume perdagangan (TVA). Oleh karena itu, ketika arus kas suatu perusahaan naik, kondisi ini menggambarkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai likuiditas yang tinggi dan hal tersebut merupakan berita baik (sinyal positif).

2.1.7 Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

a. Financial Flexibility

Fleksibilitas keuangan (*financial flexibility*) adalah tingkat kapasitas dan kecepatan perusahaan untuk dapat memobilisasi sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Murti, dkk., 2016). Fleksibilitas keuangannya mengatur proporsi antara utang dan modal sendiri. Fleksibilitas keuangan merupakan penentu utama struktur modal yang optimal, bertindak sebagai pengganti sekaligus sebagai pelengkap untuk *leverage* (Alipour, et al., 2015).

Fleksibilitas keuangan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menyesuaikan terhadap kesempatan atau kebutuhan yang tidak diharapkan. Fleksibilitas keuangan merupakan kemampuan perusahaan untuk mengakses dan merestrukturisasi pembiayaan dengan biaya rendah. Fleksibilitas keuangan juga mencerminkan kemampuan perusahaan menyesuaikan operasi terhadap kenaikan aliran kas operasional, dan kemampuan menjual aset tanpa menggangu jalannya operasi perusahaan (Rapp, et al., 2014). Berdasarkan pendekatan *pecking order theory* perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi memiliki hutang yang lebih sedikit, karena perusahaan-perusahaan ini meniadakan kebutuhan untuk pembiayaan eksternal dengan meningkatkan fleksibilitas mereka. Kepemilikan kas memungkinkan perusahaan dengan cepat mendanai peluang investasi ketika pembiayaan eksternal (utang atau ekuitas) lebih mahal atau memakan waktu. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki kecenderungan untuk lebih memilih pembiayaan internal daripada menggunakan utang dari pihak eksternal.

b. Bankruptcy Risk

Bankruptcy risk merupakan tingkat risiko atau peluang terjadinya kebangkrutan. Ketika utang meningkat, perusahaan kemungkinan akan menghadapi kesulitan keuangan, atau bahkan mengalami kebangkrutan. Kebangkrutan adalah kesulitan keuangan yang sangat parah sehingga perusahaan tidak mampu menjalankan operasinya (Pratiwi & Supriadi, 2014). Kebangkrutan atau kesulitan keuangan perusahaan merupakan kondisi yang dimulai ketika perusahaan tidak bisa memenuhi pembayaran atau ketika

proyeksi arus kas menunjukkan bahwa perusahaan tersebut akan gagal memenuhi kewajibannya (Gilrita, dkk., 2015). Risiko memainkan peran yang sangat penting dalam struktur modal. Perusahaan-perusahaan yang berisiko memiliki kemungkinan gagal bayar yang tinggi. Perusahaan dengan risiko tinggi atau cenderung bangkrut memiliki kelayakan kredit yang rendah untuk mengajukan utang (Alipour, et al., 2015).

Biaya kebangkrutan dapat secara signifikan mempengaruhi biaya modal perusahaan. Ketika sebuah perusahaan berinvestasi dalam utang, perusahaan diminta untuk melayani utang itu dengan melakukan pembayaran bunga yang diperlukan. Peningkatan beban utang akan menyebabkan WACC (biaya modal rata-rata tertimbang) meningkat secara signifikan. Jumlah utang yang lebih tinggi dalam struktur modal perusahaan meningkatkan pembayaran bunga dan risiko kebangkrutan. Karena tingginya utang dalam struktur modal, biaya untuk melunasi utang itu meningkat dan risiko gagal bayar juga meningkat. Perusahaan harus mencari struktur modal optimal yang menyeimbangkan utang dan ekuitas (Brigham & Erhardt, 2011). Ketika risiko kebangkrutan meningkat akan menyebabkan munculnya berbagai masalah, penjualan menurun karena pembeli beralih ke perusahaan lain, mengurangi laba operasi bersih setelah pajak, mengurangi produktivitas, pemasok menolak memberikan kredit, berpindahnya karyawan ke perusahaan lain, hingga turunnya nilai perusahaan (Berk, et al., 2010). Perusahaan dengan lebih banyak risiko cenderung menghindari penggunaan pembiayaan

eksternal dan sebaliknya lebih bergantung pada pembiayaan internal untuk mencegah kebangkrutan (Alipour, et al., 2015).

Teori terkenal yang sering digunakan untuk menganalisis tingkat keamanan perusahaan dari kebangkrutan adalah metode Altman atau yang biasa disebut dengan *Z-score*. Pada tahun 1968, Edward Altman memperkenalkan model prediksi kebangkrutan multi diskriminan (MDA). Dalam teori ini, Altman menggunakan rasio keuangan sebagai dasar untuk menganalisis keadaan dari perusahaan tersebut, untuk menilai kinerja dan indikator tingkat kesulitan keuangan perusahaan (Stretcher & Johnson, 2011). Skor Z yang lebih tinggi menunjukkan risiko kebangkrutan yang lebih rendah dan biaya kebangkrutan yang diharapkan lebih rendah.

Metode Altman merupakan alat diagnostik yang kuat dalam meramalkan kemungkinan terjadinya kebangkrutan pada sebuah perusahaan. Rasio-rasio keuangan yang bersangkutan dengan data yang dibutuhkan untuk menganalisis resiko kebangkrutan ini adalah mencakup lima rasio perusahaan yaitu likuiditas, usia perusahaan dan profitabilitas kumulatif, profitabilitas, struktur keuangan, serta rasio perputaran modal. Ada tiga langkah untuk mengukur risiko kebangkrutan perusahaan, pertama yaitu melakukan perhitungan pada rasio-rasio perusahaan yang sesuai dengan variabel-variabel dalam model Altman (*Z-Score*). Langkah kedua adalah menghitung Z-Score perusahaan menggunakan persamaan model Altman. Langkah ketiga adalah mengklasifikasikan kondisi perusahaan berdasarkan titik *cut off* yang telah ditentukan.

Model Altman (*Z-Score*) dihitung dengan formula Z=1,2 X1 + 1,4 X2 + 3,3 X3 + 0,6 X4 + 1,0 X5. Metode Altman (*Z-Score*) memfokuskan penelitiannya pada 5 kategori yang mewakili 4 rasio keuangan. Kategori-kategori tersebut yaitu:

1) Rasio likuiditas (modal kerja terhadap total aktiva (X1))
2) Rasio profitabilitas (laba ditahan terhadap total aktiva (X2))
3) Rasio profitabilitas (laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aktiva (X3))
4) Rasio leverage/solvabilitas (nilai pasar saham biasa dan saham preferen terhadap nilai buku total hutang (X4))
5) Rasio kinerja (penjualan terhadap total aktiva (X5)).

Selanjutnya perusahaan-perusahaan yang diteliti dapat digolongkan menjadi 3 golongan yaitu perusahaan yang sehat, perusahaan yang termasuk rawan dan perusahaan yang berpotensi bangkrut. Penggolongan ini berdasarkan nilai Z yang merupakan indeks keseluruhan dari fungsi *multiple discriminant analysis* dengan kriteria penilaian sebagai berikut:

a. Nilai Z-Score > 2,99 dikategorikan sebagai perusahaan yang sangat sehat sehingga dapat dikategorikan dalam perusahaan tidak bangkrut
b. Nilai 1,81 < Z-Score < 2,99 berada di daerah rawan dimana perusahaan tersebut tidak dapat ditentukan apakah termasuk perusahaan yang bangkrut atau tidak (wilayah abu-abu).

c. Nilai Z-Score < 1,81 dikategorikan sebagai perusahaan yang memiliki kesulitan keuangan yang sangat besar dan beresiko bangkrut (Gilrita, dkk., 2015).

c. Growth Opportunity

Growth opportunity adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan (Hermuningsih, 2013). Definisi lain peluang pertumbuhan adalah perubahan total aktiva yang dimiliki perusahaan (Selfiana dan Findiana, 2016). Besaran ini mengukur sejauh mana laba per lembar saham suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh *leverage*. Perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang cepat seringkali harus meningkatkan aktiva tetapnya. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih banyak membutuhkan dana di masa depan dan juga lebih banyak mempertahankan laba. Laba ditahan dari perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan meningkat, dan perusahaan-perusahaan tersebut akan lebih banyak melakukan utang untuk mempertahankan rasio utang yang ditargetkan.

Perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi biasanya memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi (*high growth*), aktif melakukan investasi, memiliki *free cash flow* yang rendah dan *asset in place* yang kecil. Dalam kondisi tersebut perusahaan cenderung menggunakan dana eksternal berupa hutang. Namun, kebijakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan berpeluang memicu timbulnya konflik keagenan antara *shareholders* dan *bondholders* yang juga akan menimbulkan pula biaya

keagenan. Kondisi ini memperlihatkan penggunaan hutang pada perusahaan yang memiliki *investment opportunity* tinggi menjadi mahal dan *cost of debt tinggi*. Akibatnya perusahaan akan meninggalkan proyek dengan NPV yang positif dan kehilangan kesempatan untuk bertumbuh (Brigham & Endhart, 2011).

Growth opportunity bagi setiap perusahaan berbeda-beda, hal ini menyebabkan perbedaan keputusan pembelanjaan yang diambil oleh manajer keuangan. Perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi cenderung membelanjai pengeluaran investasi dengan modal sendiri untuk menghindari masalah *underinvestment* yaitu tidak dilaksanakannya semua proyek investasi yang bernilai positif oleh pihak manajer perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara yang lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal (Hermuningsih, 2013).

d. Struktur Aktiva

Struktur aset merupakan perimbangan atau perbandingan antara aset lancar dengan aset tetap. Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap lebih besar daripada aktiva lancar cenderung akan menggunakan hutang lebih besar karena aktiva tersebut bisa dijadikan jaminan hutang (*collateral value of assets*). Secara umum, perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak

memiliki jaminan terhadap hutang. Biaya hutang yang dijamin dengan asset berwujud akan lebih rendah dibandingkan utang tanpa jaminan.

Menurut *balancing theory*, perusahaan yang memiliki struktur aktiva yang besar cenderung mengandung risiko kebangkrutan (pailit) yang relatif lebih rendah dibandingkan perusahaan yang memiliki struktur aktiva yang lebih rendah. Aset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivittas operasional perusahaan. Semakin besar asset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan perusahaan (Alipour, et al., 2015).

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan asset yang tinggi akan lebih banyak menggunakan utang dalam struktur modalnya, daripada perusahaan yang pertumbuhan assetnya rendah. Adanya pertumbuhan asset berarti perusahaan akan beroperasi pada tingkat yang lebih tinggi, dimana penambahan tersebut berarti juga penambahan biaya bagi perusahaan. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan asset maka, perusahaan semakin memerlukan biaya atau dana agar perusahaan dapat terus beroperasi. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi pada umumnya lebih tergantung pada modal dari luar perusahaan, pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah kebutuhan modal baru relatif kecil sehingga dapat dipenuhi dari laba ditahan (Kartika, 2016).

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian Eldomiaty (2007) menguji faktor penentu *leverage* perusahaan di Mesir sesuai dengan asumsi tiga teori struktur modal: *trade off, pecking order*, dan arus kas bebas. Hasil menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan utang jangka panjang dan jangka pendek untuk menyesuaikan leverage dengan ketergantungan relatif pada hutang jangka panjang. Determinan yang terkait *trade off* dari struktur modal adalah pajak, rasio utang atau ekuitas dan risiko kepailitan. Determinan penentu order struktur modal adalah pertumbuhan dan profitabilitas. Keputusan pinjaman tidak dipengaruhi oleh asumsi arus kas bebas.

Penelitian Denis (2011) meneliti tentang faktor-faktor penentu dan konsekuensi dari kepemilikan kas perusahaan, serta dampak pertimbangan fleksibilitas pada struktur modal perusahaan dan kebijakan pembayaran. pembiayaan eksternal yang mahal menimbulkan pentingnya pertimbangan fleksibilitas dalam kebijakan keuangan. Menurut Denis, fleksibilitas keuangan merupakan perhatian utama bagi manajer perusahaan. Perusahaan mencapai fleksibilitas keuangan melalui pengelolaan likuiditas perusahaan, melalui kebijakan struktur modal, dan melalui kebijakan pembayaran. Sementara itu Rapp, et al. (2014) mengusulkan pendekatan empiris baru untuk memperkirakan nilai fleksibilitas keuangan dari perspektif pemegang saham perusahaan. Perusahaan dengan nilai fleksibilitas keuangan (VOFF) yang tinggi memilih rasio leverage yang lebih rendah. VOFF perusahaan harus diperhitungkan, setidaknya ketika menganalisis kebijakan pembayaran, struktur modal, atau kepemilikan dana tunai.

Penelitian Hermuningsih (2013) menguji pengaruh profitabilitas, *growth opportunity*, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan pada 150 perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2006-2010. Struktur modal dipengaruhi oleh 2 (dua) variabel yakni *growth opportunity* dan profitabilitas. Variabel profitabilitas, *growth opportunity*, dan struktur modal juga bepengaruh langsung terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Seppa (2014) menyelidiki hubungan antara utang dan kebangkrutan pada 314 perusahaan kecil di Estonia. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa penggunaan utang secara signifikan dan positif terkait dengan probabilitas kebangkrutan. Sementara di dalam utang tidak membawa unsur risiko, temuan kuat ini menunjukkan bahwa penggunaan utang memiliki kekuatan signifikan sebagai sinyal untuk meningkatkan risiko kebangkrutan dan dengan demikian, mengurangi asimetri informasi dari perusahaan kecil.

Penelitian Alipour, et al. (2015) menyelidiki faktor penentu struktur modal perusahaan non-keuangan di Iran, tepatnya pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Iran selama 2003-2007. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan, fleksibilitas keuangan, struktur aset, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan, risiko dan kepemilikan negara mempengaruhi semua ukuran struktur modal perusahaan di Iran. Utang jangka pendek ditemukan mewakili sumber pendanaan penting bagi perusahaan di Iran. Hasil penelitian ini konsisten dengan beberapa teori struktur modal. Terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dan struktur modal, maka investor harus mempertimbangkan struktur modal sebelum membuat keputusan investasi. Selain

itu, penelitian ini juga memberikan model teoritis untuk menjelaskan mekanisme bagaimana struktur kepemilikan berdampak pada pembiayaan utang.

Penelitian Kartika (2016) meneliti struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, artinya semakin tinggi profitabilitas maka struktur modal akan semakin berkurang. Struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan, artinya semakin tinggi ukuran perusahaan maka akan meningkatkan struktur modal perusahaan.

Penelitian Margaretha dan Ginting (2016) menguji faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI periode 2009-2014. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, likuiditas, fleksibilitas keuangan, struktur aktiva, pertumbuhan, profitabilitas dan kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Sementara itu pajak, kinerja saham, risiko, dan pemanfaatan aset tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Penelitian Sansoethan (2016) dan Yudiarthi (2016) juga menyatakan bahwa struktur aktiva dan likuiditas berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.

2.3 Hipotesis Penelitian

2.3.1 Pengaruh Financial Flexibility terhadap Struktur Modal

Menurut Byoun (2008) *financial flexibility* adalah tingkat kapasitas dan kecepatan perusahaan untuk dapat memobilisasi sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Salah satu cara suatu perusahaan untuk dapat menjaga fleksibilitas keuangannya ialah dengan mengatur proporsi antara utang dan modal sendiri yang sewajarnya. Fleksibilitas keuangan suatu perusahaan dapat diamati melalui arus kas yang dimiliki perusahaan (Murti, dkk., 2015).

Fleksibilitas keuangan merupakan perhatian utama bagi manajer perusahaan. Perusahaan mencapai fleksibilitas keuangan melalui pengelolaan likuiditas perusahaan, kebijakan struktur modal, dan kebijakan pembayaran (Denis, 2011). Pertimbangan fleksibilitas keuangan membentuk kebijakan keuangan perusahaan. Perusahaan dengan nilai fleksibilitas keuangan yang tinggi memilih rasio leverage yang lebih rendah (Rapp, et al., 2014).

Perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang tinggi cenderung memiliki proporsi hutang yang sedikit, karena perusahaan berusaha meminimalkan kebutuhan pembiayaan eksternal dengan cara meningkatkan fleksibilitas mereka. Dengan kata lain jika terjadi kesulitan keuangan atau ada kesempatan investasi yang menguntungkan secara mendadak, maka perusahaan tidak perlu mencari sumber pendanaan dari luar. Jadi perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi akan memiliki hutang yang lebih sedikit. Pernyataan tersebut dibuktikan

dengan penelitian Alipour, et al. (2015). *Financial flexibility* memiliki hubungan negatif dengan semua komponen struktur keuangan yang diajukan yaitu *long term debt*, *short term debt* dan total *debt*. Perusahaan menghindari kebutuhan pendanaan dari luar dengan meningkatkan fleksibilitas keuangan (Margaretha & Ginting, 2016).

Berdasarkan hasil penemuan dan kajian penelitian terdahulu, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H1: *financial flexibility berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan*

2.3.2 Pengaruh Bankcruptcy Risk terhadap Struktur Modal

Bankruptcy risk merupakan tingkat risiko atau peluang terjadinya kebangkrutan. Biaya kebangkrutan dapat secara signifikan mempengaruhi biaya modal perusahaan. Ketika sebuah perusahaan berinvestasi dalam utang, perusahaan diminta untuk melayani utang itu dengan melakukan pembayaran bunga yang diperlukan. Ketika utang meningkat, kemungkinan kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan meningkat. Dengan risiko kebangkrutan yang lebih tinggi, *debtholders* akan bersikeras pada tingkat bunga yang lebih tinggi, dan meningkatkan biaya utang sebelum pajak (Brigham dan Houston, 2011). Perusahaan yang mengambil proyek-proyek berisiko tinggi dapat menyebabkan perusahaan mengalami kebangkrutan.

Risiko kebangkrutan juga dapat mengakibatkan biaya agensi. Dimana tingkat hutang yang lebih tinggi dapat mempengaruhi perilaku manajer untuk

mengurangi berbagai pengeluaran yang boros atau menolak proyek-proyek dengan NPV positif . Perusahaan dengan biaya operasional yang tinggi akan cenderung menghindari pendanaan dari hutang/pinjaman dibanding perusahaan dengan risiko yang lebih rendah. Perusahaan dengan lebih banyak risiko cenderung menghindari penggunaan pembiayaan eksternal dan sebaliknya lebih bergantung pada pembiayaan internal untuk mencegah kebangkrutan (Alipour, et al., 2015).

Munculnya potensi kebangkrutan akan menyebabkan pemberi pinjaman menuntut suku bunga yang lebih tinggi dan memberlakukan perjanjian pinjaman yang lebih ketat. Masalah yang berkaitan dengan kepailitan atau kebangkrutan kemungkinan besar muncul ketika perusahaan memasukkan banyak hutang dalam struktur modalnya. Oleh karena itu, biaya kepailitan membuat perusahaan menahan penggunaan utang mereka ke tingkat tertentu dan tidak berlebihan. Perusahaan-perusahaan dengan *leverage* operasi yang tinggi dan dengan risiko bisnis yang lebih besar, harus membatasi penggunaan *leverage* keuangan mereka. Demikian juga, perusahaan yang akan menghadapi biaya tinggi dalam hal kesulitan keuangan harus lebih sedikit bergantung pada utang. Teori *leverage trade-off*, di mana perusahaan membandingkan manfaat pembiayaan utang (perlakuan pajak perusahaan yang menguntungkan) terhadap suku bunga yang lebih tinggi dan biaya kebangkrutan.

Menurut Seppa (2014) penggunaan utang secara signifikan terkait dengan probabilitas kebangkrutan. Hasil penelitian Huang, et al. (2017) menemukan bahwa tingginya tingkat biaya kebangkrutan menyebabkan rumah sakit menggunakan hutang yang lebih sedikit. Pratiwi dan Supriadi (2014) menyatakan

bahwa penurunan pada DER yang berarti porsi penggunaan hutang lebih sedikit daripada ekuitasnya membuat resiko yang ada dalam perusahaan pun ikut menurun. Penurunan resiko ini berpengaruh signifikan terhadap angka *Z-Score* karena semakin turun angka DER yang dihasilkan selalu diimbangi dengan naiknya angka *Z-Score* perusahaan. Perusahaan yang mempunyai resiko tinggi akan kesulitan mencari dana eksternal karena memiliki kelayakan kredit yang rendah untuk utang. Jadi semakin tinggi resiko yang dihadapi perusahaan maka perusahaan tersebut cenderung untuk mempunyai hutang yang sedikit.

Berdasarkan hasil penemuan dan kajian penelitian terdahulu, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H2: *Bangkruptcy risk berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan*

2.3.3 Pengaruh Growth Opportunity terhadap Struktur Modal

Suatu perusahaan yang berada dalam industri dengan laju pertumbuhan yang tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk belanja perusahaan. Perusahaan yang tumbuh dengan cepat cenderung lebih banyak menggunakan utang dari sumber dana eksternal daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat. Brigham dan Houston (2011) mengatakan bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Perusahaan dalam melakukan usaha untuk menjaga

kestabilan penjualan dan meningkatkan laju pertumbuhan penjualan yang tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk membiayai operasi perusahaan.

Struktur modal optimal perusahaan terkait dengan serangkaian peluang investasi. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi menyebabkan perusahaan dapat memegang lebih banyak pilihan nyata untuk investasi dimasa depan daripada perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang rendah. Sesuai dengan teori *trade-off*, yang menyatakan sebuah perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat akan tergantung pada dana eksternal, dalam hal ini dana dari hutang. Selain itu, biaya emisi menjual saham biasa biasanya akan lebih tinggi daripada biaya untuk menerbitkan obligasi. Sebagai akibatnya, perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat akan memiliki hutang lebih tinggi daripada perusahaan yang pertumbuhannya lambat. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi menimbulkan kepercayaan kreditur lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang rendah.

Secara empiris *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap sruktur modal (Dewi & Lestari ,2014; Eldomiaty, 2007; Hermuningsih, 2013; Margaretha & Ginting, 2016; dan Ramli, et al., 2018). Peluang pertumbuhan pada dasarnya mencerminkan produktifitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan maupun investor dan kreditor. Pada sisi lain, biaya penerbitan saham lebih mahal dari pada penerbitan surat hutang, dan ini menjadi alasan tambahan bagi perusahaan dengan pertumbuhan tinggi untuk lebih mengandalkan hutang dalam komposisi struktur modal perusahaan.

Hasil penelitian Selfiana dan Findiana (2016) juga menunjukkan bahwa *growth opportunity* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang diproksikan dengan perubahan aset yang bernilai positif dapat memberi sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan dapat direspon oleh investor sehingga meningkatkan struktur modal.

Berdasarkan hasil penemuan dan kajian penelitian terdahulu, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H3: *Growth Opportunity berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan*

2.3.4 Pengaruh Struktur Aset terhadap Struktur Modal

Struktur aktiva berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki aktiva besar dapat menggunakan aktiva sebagai jaminan untuk mendapatkan hutang dari pihak luar. Perusahaan dengan nilai aktiva yang besar lebih mudah dipercaya mendapatkan pinjaman dari pihak luar karena lebih mudah mengakses sumber dana dibandingkan perusahaan yang masih berskala kecil. Perusahaan besar pada umumnya mempunyai kemungkinan bangkrut yang relatif kecil dibandingkan perusahaan kecil sehingga lebih mudah untuk melakukan pinjaman ke bank. Hal ini sejalan dengan *Signaling theory* karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung menyukai hutang. Karena hutang dianggap sebagai *signal* positif sehingga manajer percaya bahwa prospek perusahan ke depannya sangat bagus. Jadi, aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan dapat dijadikan jaminan untuk melakukan pinjaman dana eksternal dari kreditur.

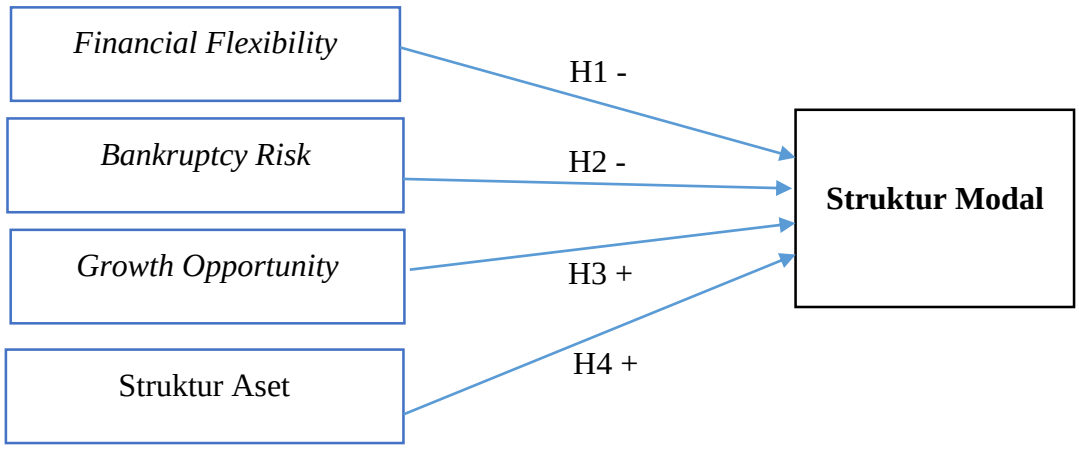
Banyak temuan penelitian yang menunjukkan bahwa ada hubungan positif antara struktur aset dan rasio utang. Menurut Margaretha dan Ginting (2016) struktur aktiva berpengaruh berpengaruh secara positif terhadap *long term debt ratio* (LTDR). Penelitian Sansoethan (2016) dan Yudiarthi (2016) juga menyatakan bahwa struktur aktiva dan likuiditas berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap struktur modal. Semakin tinggi struktur aktiva dari sebuah perusahaan, maka akan lebih memudahkan perusahaan dalam memperoleh hutang (Harjito, 2011; Alipour et al., 2015; Selfiana dan Fidiana, 2016; dan Ramli et al., 2018).

Hubungan positif tersebut menunjukan bahwa semakin tinggi struktur aset menunjukkan bahwa hutang yang diambil oleh perusahaan semakin besar. Perusahaan akan memiliki kecenderungan untuk meminjam lebih banyak jika asset perusahaan meningkat. Dengan demikian, sebuah perusahaan yang memiliki aset yang besar sebagai jaminan hutang cenderung menggunakan hutang yang lebih besar pula. Selain itu, semakin tinggi jaminan yang diberikan perusahaan kepada kreditur, akan semakin besar pula jumlah hutang yang dapat diberikan oleh kreditur kepada perusahaan. Jaminan yang dapat memberikan kepastian perlindungan bagi pihak kreditur adalah asset tetap yang dimiliki perusahaan.

Berdasarkan hasil penemuan dan kajian penelitian terdahulu, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H4: *Struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan*

2.4 Kerangka Teoritik



Gambar 2.4 Kerangka teoritik

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tergolong dalam sub-sektor infrastruktur, transportasi dan utilitas yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017. Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini ialah teknik *purposive sampling*. *Purposive sampling* ialah suatu metode pengumpulan informasi berdasarkan sasaran-sasaran sampel tertentu yang disengaja oleh peneliti, ini dilakukan karena hanya sampel-sampel tertentu saja yang mewakili. Metode ini melakukan pengambilan sampel yang bersifat tidak acak dan sampel dipilih berdasarkan pertimbangan-pertimbangan atau kriteria tertentu dengan tujuan penelitian.

Kriteria penentuan sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Perusahaan masuk sektor infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013-2017
b. Perusahaan melakukan publikasi laporan keuangan dan laporan tahunan secara rutin selama periode pengamatan 2013-2017
c. Perusahaan menggunakan satuan nilai rupiah (IDR) dalam laporan keuangannya.
d. Laporan keuangan perusahaan miliki data-data rasio keuangan lengkap yang dibutuhkan untuk pengukuran variabel selama periode pengamatan.

3.2 Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Data adalah sekumpulan nilai dari suatu fakta atau objek yang diyakini kebenarannya. Metode pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode studi pustaka dan metode dokumentasi. Metode studi pustaka dengan melakukan telaah pustaka dan mengkaji beberapa literatur pustaka seperti jurnal, artikel, dan buku literatur lain yang mendukung proses penelitian. Metode dokumentasi merupakan proses pengumpulan data dengan mencatat dokumen yang berhubungan dengan penelitian. Dokumentasi yang dilakukan adalah mengumpulkan data sekunder, yaitu mengumpulakan data secara tidak langsung dari objek penelitian seperti terbitan atau laporan suatu lembaga. Teknik dokumentasi ini digunakan karena sumber data pada penelitian ini berupa laporan keuangan perusahaan.

Data pada penelitian ini merupakan data sekunder, yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara. Metode pengumpulan data dengan cara mengunduh data statistik yang telah diolah dan diterbitkan oleh perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini secara tidak langsung diperoleh peneliti dari internet, penelitian terdahulu dan laporan keuangan perusahaan infrastruktur periode 2013-2017 yang telah dipublikasikan di situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan situs (*website*) masing-masing perusahaan. Data utama penelitian ini bersumber dari laporan keuangan dan laporan tahunan (*annual report*) emiten yang telah dipublikasikan. Data dalam penelitian ini merupakan data *pooled time series*, yaitu data kombinasi antara data runtut waktu yang memiliki observasi temporal biasa pada suatu unit analisis, dengan data silang tempat yang memiliki

observasi pada suatu unit analisis pada titik waktu tertentu. Data dianalisis secara kuantitif dengan metode analisis regresi linear berganda.

3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

3.3.1 Struktur Modal

Struktur modal terdiri dari hutang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai kegiatan perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri. Struktur modal atau rasio leverage, yaitu jumlah hutang terhadap jumlah ekuitas. Rasio ini juga menunjukkan struktur modal perusahaan (Alipour et al., 2015).

Struktur modal = Total Hutang Jangka Panjang / Total Ekuitas.

3.3.2 Financial Flexibility

Fleksibilitas keuangan adalah tingkat kapasitas dan kecepatan perusahaan untuk dapat memobilisasi sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Fleksibilitas keuangan ialah dengan mengatur proporsi antara utang dan modal sendiri. Fleksibilitas keuangan mencerminkan kemampuan perusahaan menyesuaikan operasi terhadap kenaikan aliran kas operasional, dan kemampuan menjual aset tanpa menggangu jalannya operasi perusahaan.

Rasio cakupan utang tunai (*cash debt coverage ratio*) menyediakan informasi mengenai fleksibilitas keuangan. Rasio ini mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk membayar kembali kewajibannya dengan kas bersih yang

disediakan oleh aktivitas operasi tanpa harus melikuidasi aktiva yang dipakai dalam operasi (Hanafi dan Halim, 2009; Murti, 2016).

$$Cash\ Debt\ Coverage\ Ratio = \frac{Operating\ Cash\ flow}{Total\ Liabilities}$$

Rasio ini menandakan apakah perusahaan dapat membayar hutang-hutangnya dan dapat bertahan hidup jika sumber dana eksternal terbatas atau terlalu mahal.

3.3.3 Growth Opportunity

Growth Opportunity adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan atau perubahan total aset yang dimiliki. Perusahaan– perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang cepat seringkali harus meningkatkan aset tetapnya. Investasi baru sering disajikan kepada investor potensial sebagai peluang pertumbuhan. *Growth Opportunity* merupakan kesempatan yang dimiliki oleh perusahaan dalam mengembangkan dirinya dalam pasar sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan dimasa depan.

Rumus perhitungan *growth opportunity* menggunakan *Market Books to Total Assets (MBTA) (*Selfiana, 2016*)*:

$$MBTA = \frac{Nilai\ buku\ hutang + (lembar\ saham\ beredar\ x\ harga\ saham)}{Total\ Aset}$$

3.3.4 Bankruptcy Risk

Bankruptcy Risk merupakan tingkat risiko atau peluang terjadinya kebangkrutan. Biaya kebangkrutan dapat secara signifikan mempengaruhi biaya modal perusahaan. Jumlah utang yang lebih tinggi dalam struktur modal

perusahaan meningkatkan pembayaran bunga dan risiko kebangkrutan. Karena tingginya utang dalam struktur modal, biaya untuk membiayai utang itu meningkat dan risiko gagal bayar juga meningkat. Perusahaan harus mencari struktur modal optimal yang menyeimbangkan utang dan ekuitas.

Pendekatan yang digunakan untuk menganalisis tingkat risiko kebangkrutan dalam penelitian adalah metode Altman atau yang biasa disebut dengan *Z score*. Teori ini Altman menggunakan rasio keuangan sebagai dasar untuk menganalisis keadaan dari perusahaan tersebut. Rasio-rasio keuangan yang bersangkutan dengan data yang dibutuhkan untuk menganalisis resiko kebangkrutan ini adalah mencakup lima rasio perusahaan yaitu likuiditas, usia perusahaan dan profitabilitas kumulatif, profitabilitas, struktur keuangan, serta rasio perputaran modal. Metode Altman (*Z-score*) untuk memprediksi kebangkrutan (Altman, 1968; Gilrita dkk , 2015):

$$Z = 0{,}717\ X1 + 0{,}874\ X2 + 3{,}107\ X3 + 0{,}420\ X4 + 0{,}998\ X5$$

X1= modal kerja / total aktiva

X2 = laba ditahan / total aktiva

X3 = Laba Sebelum Bunga Dan Pajak / total aktiva

X4 = ekuitas pemegang saham/ total kewajiban

X5 = penjualan / total aktiva

3.3.5 Struktur Aset

Struktur aset merupakan perimbangan atau perbandingan antara total aset tetap dengan total aset. Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap lebih besar daripada aktiva lancar cenderung akan menggunakan hutang lebih besar karena aktiva tersebut bisa dijadikan jaminan hutang (*collateral value of assets*). Secara umum, perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Biaya hutang yang dijamin dengan asset berwujud akan lebih rendah dibandingkan utang tanpa jaminan. Rumus struktur aktiva dapat dinyatakan sebagai berikut (Alipour et al., 2015):

Struktur aktiva = Total aktiva tetap / total aktiva

3.4 Teknik Analisis Data

Analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis yang diajukan menggunakan uji regresi yang dilakukan baik secara parsial maupun simultan untuk menjelaskan hubungan antar variabel. Data yang dikumpulkan juga akan uji asumsi klasik melalui uji normalitas, hiterokedastisitas, autokrelasi dan uji multikolonieritas untuk menghindari data ekstrem, mengurangi bias pada hasil penelitian, dan memastikan data terdistribusi secara normal. Tingkat kepercayaan yang digunakan adalah 95%, yang berarti bahwa *alpha* adalah 5%. Pengolahan data akan dilakukan dengan bantuan program aplikasi SPSS.

3.4.1 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperoleh model regresi yang dapat dipertanggungjawabkan dan mempunyai hasil yang tidak bias atau disebut BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*). Berdasarkan pengujian tersebut asumsi-asumsi yang harus dipenuhi adalah tidak terdapat korelasi yang erat antara variabel independen (*multikolonieritas*), tidak terdapat korelasi residual periode t dengan t-1 (*autokorelasi*), dan tidak terjadi kesamaan varian dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain (*heterokedastisitas*), sehingga data yang dihasilkan berdistribusi normal.

3.4.1.1 Uji normalitas

Uji normalitas bertujuan apakah dalam model regresi, variabel penggangu atau residual memiliki distribusi normal. Model regresi yang baik adalah distribusi data normal atau mendekati normal. Uji normalitas data dapat dilakukan dengan uji *One Sample Kolmogrov-Smirnov Test dan* grafik *P-Plot*. Dalam uji tersebut variabel-variabel yang mempunyai nilai *asymp. Sig (2 tailed)* dengan probabilitas signifikansi dibawah 0,05 (probabilitas < 0,05) diartikan bahwa variabel-variabel tersebut tidak terdistribusi secara normal. Selain menggunakan uji *One Sample Kolmogorov Smirnov*, normalitas data penelitian dapat diuji dengan menggunakan analisis grafik *P-P Plot*. Jika grafik menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Plot data residual harus menunjukkan pola titik-titik yang menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti garis tersebut, sehingga data itu dapat dikategorikan sebagai data terdistribusi normal.

3.4.1.2 Uji Multikolinieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Dalam model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Jika antar variabel independen saling berkorelasi, maka berarti variabel-variabel ini tidak ortogonal (sama dengan nol). Penelitian ini mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas didalam model regresi yaitu dilihat dari nilai *tolerance* dan lawannya serta dilihat dari *variance inflantion factor* (VIF). *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena VIF = 1/*tolerance*). Nilai *cut off* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *tolerance* > 0,10 atau sama dengan nilai VIF < 10. Jika nilai VIF > 10 maka terjadi multikolonieritas antar variabel independen dalam model regresi dan sebaliknya (Ghozali, 2011).

3.4.1.3 Uji Autokorelasi

Autokorelasi merupakan gangguan pada fungsi regresi berupa korelasi diantara faktor gangguan (*error term*). Autokorelasi dapat mengakibatkan hasil estimasi untuk standar *error* dan varian koefisien regresi yang di dapat akan *underestimate*. Untuk mendeteksi terjadinya autokorelasi atau tidak dapat digunakan dengan beberapa cara yakni dengan metode *Durbin-Watson* (*DWtest*) dan *Uji Langrange Multiplier* (*LM test*). Autokorelasi pada model regresi artinya ada korelasi antar anggota sampel yang diurutkan berdasarkan waktu saling

berkorelasi. Untuk menguji ada tidaknya autokorelasi, penelitian ini menggunakan uji Durbin-Watson (DW test). Pengujian Durbin-Watson dilakukan dengan membandingkan nilai batas bawah (du) dan batas atas (dL).

3.4.1.4 Uji heteroskedastisitas

Uji ini bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Dasar analisisnya adalah: (1) jika ada pola tertentu, seperti titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. (2) Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah homoskedastisitas. Salah satu alat uji yang dapat digunakan adalah dengan Uji Park. Jika nilai t hitung < t tabel, maka tidak terjadi heterokedastisitas.

3.4.2 Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi berganda dilakukan untuk menguji pengaruh variabel-variabel independen yaitu *financial flexibility*, *bankruptcy risk*, *growth opportunity*, struktur asset terhadap variabel dependen yaitu struktur modal pada perusahaan sub-sektor infrastruktur, transportasi, dan utilitas yang terdaftar di BEI periode 2013-2017. Dalam penelitian ini persamaan regresi berganda dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \alpha + \beta_1(FLEX) + \beta_2(BCR) + \beta_3(GROW) + \beta_4(SAS) + e$$

Dimana DER adalah struktur modal, α adalah konstanta; β1, β2, β3 dan β4 adalah Koefisien Regresi yang menunjukkan perubahan variabel dependen pada variabel independen; FLEX adalah *financial flexibility*; BCR adalah *bankruptcy risk*; GROW adalah *growth opportunity*; SAS adalah struktur asset; dan e adalah error.

3.4.3 Pengujian Hipotesis

3.4.3.1 Uji Statistik T (Regresi Parsial)

Uji regresi secara parsial merupakan uji signifikansi parameter individual. Nilai statistik t menunjukkan seberapa jauh pengaruh variabel independen secara individual terhadap variabel dependennya. Hasil uji statistik t dapat dilihat pada tabel *coeficients*. Langkah pengujian:

1) Merumuskan hipotesis

   Ho ß = 0, artinya variabel independen bukan merupakan penjelas variabel dependen.

   Ho ß ≠ 0, artinya variabel independen merupakan penjelas variabel dependen.

2) Merumuskan kesimpulan

   Jika probabilitas > dari 0,05 maka Ho diterima

   Jika probabilitas < dari 0,05 maka Ho ditolak.

3.4.3.2 Uji Statistik F (Regresi Simultan)

Uji F digunakan untuk menunjukkan apakah keseluruhan variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen dengan menggunakan tingkat signifikansi *alpha* sebesar 5 %. Uji F dilakukan dengan melihat signifikansi pada *Table of Summary*. Kriteria pengujiannya apabila nilai F-hitung < F-tabel artinya seluruh variabel independen yang digunakan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Apabila F-hitung > F-tabel berarti seluruh variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen dengan taraf signifikan tertentu.

Rumusan hipotesis dalam pengujian secara simultan (uji F) adalah:

Ho: diduga tidak terdapat pengaruh secara simultan seluruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Ha: diduga terdapat pengaruh secara simultan seluruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Kesimpulan yang diambil jika nilai sig < 0,05 maka Ho ditolak dan menerima Ha, artinya secara simultan variabel independen bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.

3.4.3.3 Uji Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi menunjukkan seberapa besar variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Hal ini ditunjukkan oleh besarnya koefisien determinasi *adjusted r square* (R^2). Keputusannya adalah sebagai berikut:

1) Jika nilai R^2 mendekati 0, maka kemampuan seluruh variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas.
2) Jika nilai R^2 mendekati 1, maka kemampuan seluruh variabel independen mampu memberikan semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen (terikat).

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Deskriptif

Pengelolaan data dilakukan dengan bantuan alat SPSS 23.0 (*Statistical Package fot the Social Sciences*). Berdasarkan data mentah yang diperoleh dari laporan keuang perusahaan dengan variabel independen yang terdiri dari *financial flexibility*, *bankruptcy risk, growth opportunity* dan struktur aset sedangkan variabel dependen yaitu struktur modal.

Deskriptif masing-masing variabel tersebut dapat dilihat pada tabel 4.1 yang menjelaskan gambaran data yang digunakan dalam penelitian ini berupa nilai rata-rata (*mean*), nilai minimum, nilai maksimum dan standar deviasi.

Tabel 4.1

Hasil Analisis Deskriptif

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	150	.00400	4.98304	.7946554	.72027367
FLEX	150	-.36248	.72385	.1666457	.17635052
GROW	150	.36510	4.53919	1.2945216	.70275001
BCR	150	-1.77223	6.30283	1.4858428	1.37963689
SAS	150	.00552	.95349	.5380902	.29387286
Valid N (listwise)	150				

Tabel 4.1 diatas menunjukkan bahwa jumlah pengamatan perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017 dalam penelitian ini sebanyak 150 data observasi.

Berdasarkan tabel 4.1 diatas maka hasil statistik deskriptif dapat dijelaskan sebagai berikut:

4.1.1 Hasil Struktur Modal (DER)

Hasil deskriptif DER pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) diketahui bahwa jumlah data yang masuk adalah 150 sampel. Nilai *mean* atau rata-rata untuk DER sebesar 0,7946 menunjukkan bahwa proporsi modal sendiri lebih besar dari utang jangka panjang dalam perusahaan sektor infrastruktur. Berdasarkan hasil *standart errors of mean* dapat ditentukan rentang data populasi minimum dan maksimum. Hasil nilai minimum dari seluruh sampel sebesar 0,004 dimiliki oleh PT Leyand International Tbk. Sedangkan nilai maksimum diperoleh sebesar 4,983 dimiliki oleh PT Express Transindo Utama Tbk. Selain itu standar deviasi DER sebesar 0,7203.

4.1.2 Financial Flexibility (FLEX)

Hasil deskriptif FLEX pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) diketahui bahwa jumlah data yang masuk adalah 150 sampel. *Mean* atau rata-rata FLEX sebesar 0,1667. Berdasarkan hasil *standart errors of mean* dapat ditentukan rentang data populasi minimum dan maksimum. Hasil nilai minimum dari seluruh sampel diperoleh sebesar -0,3625 yang dimiliki oleh PT Centratama Telekomunikasi Indonesia Tbk. (CENT). Nilai minimum yang

negatif ini menunjukkan bahwa FLEX perusahaan CENT mengalami kerugian (arus kas operasi negatif) cukup besar pada periode pengamatan. Sedangkan untuk nilai maksimum diperoleh sebesar 0,7238 yang dimiliki oleh PT Telekomunikasi Indonesia (Persero). Selain itu standar deviasi FLEX diperoleh sebesar 0,1764.

4.1.3 Bankruptcy Risk (BCR)

Hasil deskriptif BCR pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) diketahui bahwa jumlah data yang masuk adalah 150 sampel. *Mean* atau rata-rata untuk BCR sebesar 1,4858. Berdasarkan hasil *standart errors of mean* dapat ditentukan rentang data populasi minimum dan maksimum. Hasil nilai minimum dari seluruh sampel sebesar -1,7722 dimiliki oleh PT Mitra International Resources Tbk. Sedangkan nilai maksimum diperoleh sebesar 6,3028 dimiliki oleh PT Centratama Telekomunikasi Indonesia Tbk. Selain itu standar deviasi BCR diperoleh sebesar 1,3796.

4.1.4 Growth Opportunity (GROW)

Hasil deskriptif GROW pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) diketahui bahwa jumlah data yang masuk adalah 150 sampel. *Mean* atau rata-rata GROW sebesar 1.2945. Berdasarkan hasil *standart errors of mean* dapat ditentukan rentang data populasi minimum dan maksimum. Hasil nilai minimum dari seluruh sampel diperoleh sebesar 0,3651 dimiliki oleh PT Mitrabahtera Segara Sejati Tbk. Sedangkan nilai maksimum diperoleh sebesar 4,5391 dimiliki oleh PT Trada Alam Minera Tbk. Selain itu standar deviasi GROW diperoleh sebesar 0,7027.

4.1.5 Struktur Aset (SAS)

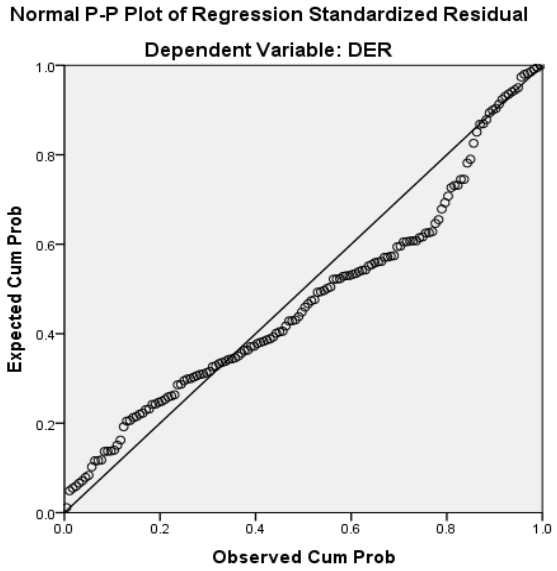
Hasil deskriptif DER pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) diketahui bahwa jumlah data yang masuk adalah 150 sampel. *Mean* atau rata-rata untuk SAS sebesar 0,5380. Berdasarkan hasil *standart errors of mean* dapat ditentukan rentang data populasi minimum dan maksimum. Hasil nilai minimum dari seluruh sampel sebesar 0,0055 dimiliki oleh PT Centratama Telekomunikasi Indonesia Tbk. Sedangkan nilai maksimum diperoleh sebesar 0,9535 yang dimiliki oleh PT Leyand International Tbk. Selain itu standar deviasi SAS diperoleh sebesar 0,2987.

4.2 Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik untuk memenuhi persyaratan dan memperoleh penaksiran yang terbaik dan tidak bias. Adapun uji yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji normalitas, uji multikolonieritas, autokorelasi, dan heterokedastisitas.

4.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan dengan maksud untuk menguji apakah dalam model regresi, data yang digunakan dalam terdistribusi normal atau tidak. Tujuan pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah data menyebar secara normal atau tidak. Pengujian normalitas dilakukan menggunakan grafik *P-P Plot*. Hasil uji normalitas dengan grafik *P-P Plot* dalam model regresi dapat ditunjukkan pada gambar 4.2 berikut:



Gambar 4.2 Grafik P-P Plot

Gambar 4.2 diatas menunjukkan bahwa angka probabilitas disekitar garis linier atau diagonal. Artinya bahwa seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian ini memiliki random data yang berdistribusi secara normal. Sehingga pengujian statistik selanjutnya dapat dilakukan baik uji t maupun uji F.

4.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel independen. Jika nilai VIF dibawah 10 dan *Tolerance Value* diatas 0,10 maka tidak terjadi multikolinearitas dan sebaliknya, jika nilai VIF diatas 10 dan *Tolerance Value* dibawah 0,10 maka terdapat gejala multikolinearitas. Adapun penyajian uji multikolinearitas dipaparkan pada tabel 4.3 sebagai berikut:

Tabel 4.3

Hasil Uji Multikolinearitas

Coefficients[a]

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	FLEX	.813	1.230
	GROW	.634	1.578
	BCR	.534	1.874
	SAS	.882	1.134

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Hasil olah data SPSS 23, 2018.

Syarat asumsi bebas multikolinearitas yaitu *tolerance* $\geq 0{,}1$ dan VIF ≤ 10. Berdasarkan uji multikolinearitas pada tabel 4.3, hasil perhitungan menunjukkan bahwa variabel bebas yang mempunyai nilai *tolerance* $\geq 0{,}1$, begitu pula dengan ditunjukkan oleh nilai VIF dimana nilai VIF ≤ 10 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi pada penelitian ini tidak terjadi multikolinearitas dan model regresi layak untuk digunakan.

4.2.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi berfungsi untuk mengetahui apakah ada korelasi/hubungan antara kesalahan pengganggu pada periode tahun yang bersangkutan (t) dengan kesalahan pada periode tahun sebelumnya (t-1). Model regresi yang baik akan menunjukkan hasil pengujian yang tidak terjadi autokorelasi. Dalam penelitian ini untuk mengetahui ada atau tidaknya autokorelasi dapat dilihat melalui hasil uji

Durbin-Watson. Berdasarkan hasil perhitungan menggunakan SPSS 23, hasil uji *Durbin-Watson* (DW) dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut:

Tabel 4.4

Hasil Uji *Durbin-Watson*

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.399[a]	.160	.136	.66935374	**1.934**

a. Predictors: (Constant), SAS, FLEX, GROW, BCR

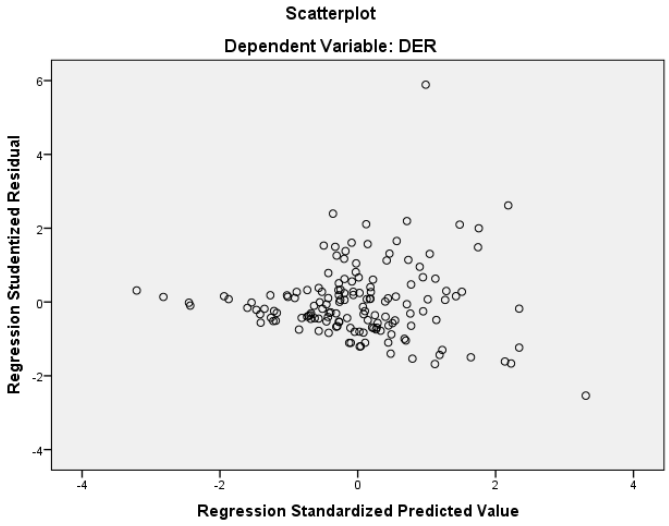
b. Dependent Variable: DER

Sumber: Hasil olah data SPSS 23, 2018.

Dari tabel 4.4 diatas dapat diketahui bahwa nilai *Durbin-Watson* dari penelitian ini diperoleh angka sebesar 1,934. Nilai DW tersebut kemudian dibandingkan dengan nilai tabel DW dengan menggunakan jumlah sampel (n) sebanyak 150 perusahaan, variabel independen (k) 4. Maka diperoleh nilai batas bawah (dL) 1,679 dan nilai batas atas (dU) 1,788. Nilai batas atas untuk kriteria DW (4 – dU) adalah 2,212. Berdasarkan kriteria tabel $dU \leq d \leq (4\text{-}dU)$ hasil ini menunjukkan bahwa tidak terjadi autokorelasi, karena nilai DW berada diantara nilai dU dan 4-dU yaitu $1.788 < 1.934 < 2.212$. Sehingga dapat dikatakan bahwa data yang digunakan dalam penelitan ini tidak terjadi autokorelasi.

4.2.4 Uji Heterokedastisitas

Heterokedastisitas muncul ketika varian dari distribusi probabilitas gangguan tidak konstan untuk seluruh pengamatan atas variabel penelitian. Metode yang digunakan untuk menguji heterokedastisitas dalam penelitian ini memakai diagram *Scatterplot*. Dasar pengambilan keputusan dalam uji heteroskedastisitas adalah jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar, maka indikasinya adalah tidak terjadi heteroskedastisitas.



Gambar 4.5 Grafik Scatterplot

Berdasarkan gambar 4.5 diatas dapat disimpulkan bahwa tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar keatas dan di bawah 0 pada sumbu Y maka dinyatakan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas.

4.3 Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini, perlu dilakukan analisis statistic terhadap data yang diperoleh. Analisis statistik yang digunakan dalam penelitian ini memakai analisis regresi. Analisis regresi dilakukan dengan uji t dan uji f.

4.3.1 Uji Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk menguji hubungan variabel dependen dengan dua atau lebih variabel independen. Dimana pada penelitian ini yang bertindak sebagai variabel dependen adalah struktur modal, sedangkan empat variabel independen yaitu *financial flexibility, bankruptcy risk, growth opportunity* dan struktur aset. Berdasarkan proses olah data yang dilakukan dengan menggunakan program SPSS, maka diperoleh hasil regresi yang dapat dilihat pada tabel 4.6 berikut ini:

Tabel 4.6

Hasil uji regresi linear berganda

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	**.798**	.168		4.739	**.000**
	FLEX	**-.382**	.345	-.093	-1.107	**.270**
	GROW	**.404**	.098	.394	4.121	**.000**
	BCR	**-.238**	.054	-.455	-4.369	**.000**
	SAS	**-.203**	.199	-.083	-1.023	**.308**

a. Dependent Variable: DER

Sumber: hasil olah data SPSS 23, 2018

Berdasarkan hasil perhitungan yang dapat dilihat pada tabel 4.6 diatas maka diperoleh persamaan regresi berganda sebagai berikut:

DER = 0,798 – 0,382 (FLEX) + 0,404 (GROW) – 0,238 (BCR) – 0,203(SAS) + e

4.3.2 Uji Parsial (Uji T)

Uji T dilakukan untuk mengetahui apakah variabel bebas secara individual atau parsial berpengaruh signifikan atau tidak terhadap variabel terikat. Dalam penelitian ini variabel independen yaitu *financial flexibility*, *bankruptcy risk*, *growth opportunity* dan struktur aset. Sedangkan variabel dependen yaitu struktur modal. Tingkat signifikansi (α) yang ditetapkan adalah 5%. Kriteria pengujian yang dijadikan dasar pengambilan keputusan yaitu jika probabilitas > 0.05 maka H_0 diterima dan H_A ditolak. Sebaliknya jika probabilitas < 0.05 maka H_0 ditolak dan H_A diterima. Hasil uji t ditunjukkan pada tabel 4.6 sebagai berikut:

a) Pengaruh *financial flexibility* terhadap struktur modal

   Hipotesis pertama adalah *financial flexibility* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.6 diatas dapat diketahui bahwa *financial flexibility* (FLEX) memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,382. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh *financial flexibility* terhadap struktur modal adalah negatif . Variabel *financial flexibility* memiliki nilai t hitung sebesar -1,107 dengan probabilitas sebesar 0,270. Nilai signifikansi lebih besar dari tingkat signifikansi yang diharapkan (0,270 > 0.05), maka hipotesis pertama ditolak (H_A ditolak dan H_0 diterima). Dengan

demikian dapat diartikan bahwa variabel *financial flexibility* secara parsial tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

b) Pengaruh *bankruptcy risk* terhadap struktur modal

Hipotesis kedua adalah *bankruptcy risk* (BCR) berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.6 di atas dapat diketahui BCR memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,238. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh *bankruptcy risk* terhadap struktur modal adalah negatif . Variabel *bankruptcy risk* memiliki nilai t hitung sebesar -4,369 dengan probabilitas sebesar 0,000. Nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan (0,000 < 0,05), maka hipotesis kedua diterima. Dengan demikian dapat diartikan bahwa variabel *bankruptcy risk* (BCR) secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

c) Pengaruh *growth opportunity* terhadap struktur modal

Hipotesis ketiga adalah *growth opportunity* (GROW) berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.6 diatas dapat diketahui GROW memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,404. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh *growth opportunity* terhadap struktur modal adalah positif. Variabel *growth opportunity* memiliki nilai t hitung sebesar 0,394 dengan probabilitas sebesar 0,000. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan (0,000 < 0,05), maka hipotesis ketiga diterima. Dengan demikian dapat diartikan bahwa variabel *growth*

opportunity (GROW) secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

d) Pengaruh struktur aset terhadap struktur modal

Hipotesis keempat adalah struktur aset (SAS) berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.6 diatas dapat diketahui bahwa SAS memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,203. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh struktur aset terhadap struktur modal adalah negatif. Variabel struktur aset memiliki nilai t hitung sebesar -1,023 dengan probabilitas sebesar 0,308. Nilai signifikansi lebih besar dari tingkat signifikansi yang diharapkan (0,308 > 0,05), maka hipotesis keempat ditolak. Dengan demikian dapat diartikan bahwa variabel SAS secara parsial tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

4.3.3 Uji Simultan (Uji F)

Uji F atau uji simultan bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen (bebas) secara bersama-sama memiliki pengaruh sugnifikan atau tidak terhadap variabel dependen (terikat). Dalam penelitian ini variabel independen adalah *financial flexibility*, *bankruptcy risk, growth opportunity* dan struktur aset, sedangkan variabel dependen yaitu struktur modal. Tingkat signifikansi yang ditetapkan adalah 5%.

Tabel 4.7

Hasil Uji Simultan (Uji F)

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12.335	4	3.084	**6.883**	**.000[b]**
	Residual	64.965	145	.448		
	Total	77.300	149			

a. Dependent Variable: DER

b. Predictors: (Constant), SAS, FLEX, GROW, BCR

Sumber: hasil olah data SPSS 23, 2018

Tabel 4.7 di atas menunjukkan nilai F hitung sebesar 6.883 dan nilai *p* sebesar 0,000. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa nilai $p < 0,05$ ($0,000 < 0,05$); maka H_0 ditolak dan Ha diterima yang berarti bahwa secara bersama-sama (simultan) variabel *financial flexibility*, *bankruptcy risk*, *growth opportunity* dan struktur aset berpengaruh terhadap struktur modal.

4.3.4 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi menunjukkan seberapa besar pengaruh variabel bebas mempengaruhi variabel terikat, nilai ini ditunjukkan oleh nilai *adjusted R square*. Apabila R^2 mendekati 1 berarti variabel bebas semakin berpengaruh terhadap variabel tidak terikatnya.

Tabel 4.8

Koefisien Determinasi

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.399[a]	.160	**.136**	.66935374	1.934

a. Predictors: (Constant), SAS, FLEX, GROW, BCR

b. Dependent Variable: DER

Sumber: Hasil olah data SPSS 23, 2018.

Berdasarkan tabel 4.8 diperoleh nilai *adjusted R square* (R^2) sebesar 0,136 menunjukkan bahwa perubahan struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur di BEI dapat dijelaskan oleh *financial flexibility*, *bankruptcy risk, growth opportunity* dan struktur aset sebagai variabel independen sebesar 13,6%. Sedangkan sisanya sebesar 0,864 atau 86,4% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak digunakan dalam model.

4.4 Pembahasan

4.4.1 Pengaruh *Financial Flexibility* terhadap Struktur Modal

Hasil yang diperoleh dari pengujian hipotesis (Tabel 4.6) menunjukkan bahwa *financial flexibility* (FLEX) tidak berpengaruh signifikan dan memiliki arah negatif terhadap struktur modal. Dengan demikian pernyataan hipotesis pertama yang menyatakan bahwa fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif terhadap struktur modal, ditolak.

Hasil yang tidak signifikan ini dapat disebabkan karena perusahaan lebih mengandalkan pendanaan internal dan memilih menggunakan utang yang aman.

Sampel dalam penelitian merupakan perusahaan-perusahaan dari sektor infrastruktur yang berukuran besar (*mature firms*) yang memiliki kas operasi yang cukup beragam dan besar. Maka *financial flexibility* tidak dijadikan pertimbangan utama dalam menentukan kebijakan struktur modal perusahaan.

Hasil penelitian didukung temuan Byoun (2008) dan Clark (2010) yang menunjukkan bahwa perusahaan besar lebih suka menggunakan dana internal untuk menjaga fleksibilitas keuangan. Artinya bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas yang lebih tinggi dan mempertahankan hutang pada tingkat yang aman dan lebih rendah. Di sisi lain, perusahaan kecil lebih memilih mengeluarkan ekuitas dan meningkatkan kepemilikan kas meskipun memiliki leverage yang rendah untuk mengatasi kurangnya fleksibilitas keuangan, sehingga membalikkan hierarki pembiayaan eksternal yang disarankan oleh teori *pecking order*. Adanya perbedaan-perbedaan antar bidang usaha suatu perusahaan, sehingga menyebabkan fleksibilitas keuangan juga sulit dikaji secara umum. Para manajer melihat fleksibiltas keuangan suatu perusahaan berdasarkan spekulasi terhadap kemampuan perusahaan merespon kejadian dimasa yang akan datang (Denis, 2011).

Jumlah arus kas yang berasal dari aktifitas operasi merupakan acuan dalam menentukan apakah perusahaan dari kegiatan operasinya dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendapatan dari luar. Semakin besarnya kepemilikan uang kas tunai perusahaan akan menyebabkan maka semakin besar fleksibilitas keuangan yang dimiliki suatu perusahaan.

Sejumlah literatur memprediksi bahwa ada manfaat dan biaya atas kepemilikan kas (fleksibilitas keuangan). Kepemilikan kas cenderung lebih tinggi di perusahaan-perusahaan dengan akses terbatas ke modal eksternal. Namun kelebihan kepemilikan kas itu sendiri berbiaya mahal bagi pemegang saham karena manajer mungkin memiliki insentif untuk mengejar proyek yang tidak menguntungkan. Perusahaan-perusahaan besar dengan pertumbuhan tinggi cenderung memiliki kas yang lebih tinggi dan mengambil berbagai proyek investasi yang lebih bernilai. Perusahaan dengan sumber daya internal yang lebih besar berpotensi untuk dapat berinvestasi pada proyek-proyek yang menguntungkan tanpa pendanaan dari eksternal.

Perusahaan dapat mencapai struktur modal yang fleksibel dengan mempertahankan akses ke sumber modal eksternal yang berbiaya rendah. Menimbun uang tunai itu sendiri mahal karena pajak dan biaya agensi, kebijakan keuangan yang optimal terdiri dari target leverage yang rendah dan jangka panjang untuk menjaga kapasitas utang. Adakalanya perusahaan beroperasi pada margin positif namun aliran arus kas bebasnya ternyata nol atau negatif. Dan sebaliknya terkadang perusahaan beroperasi pada kerugian tertentu namun ia masih memiliki arus kas yang siap dipakai untuk kegiatan operasionalnya (Denis, 2011).

Berdasarkan pendekatan *pecking order theory* perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi memiliki hutang yang lebih sedikit, karena perusahaan-perusahaan ini menghilangkan kebutuhan untuk pembiayaan eksternal dengan meningkatkan fleksibilitas mereka. Kepemilikan kas memungkinkan perusahaan dengan cepat mendanai peluang investasi ketika pembiayaan eksternal

(utang atau ekuitas) lebih mahal atau memakan waktu. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki kecenderungan lebih memilih pembiayaan internal daripada menggunakan utang.

Perusahaan akan menyeimbangkan biaya dan manfaat dari memegang uang tunai (fleksibilitas keuangan), kepemilikan kas yang besar akan menimbulkan biaya yang lebih tinggi. Perusahaan akan memegang uang tunai yang besar hanya untuk menghadapi hambatan keuangan atau untuk memanfaatkan peluang di masa depan. Manfaat dan biaya yang terkait dengan fleksibilitas keuangan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan. Fleksibilitas keuangan dapat mengurangi masalah investasi dalam kasus akses terbatas ke modal. Fleksibilitas keuangan juga dapat membantu untuk menghindari biaya yang terkait dengan terjadinya kesulitan keuangan. Perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi dapat meningkatkan kepemilikan kas lebih banyak, memungkinkan mereka untuk mendanai kebutuhan keuangan yang tidak terduga di masa depan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Alipour, et al. (2015); Margaretha dan Ginting (2016) dan Rapp, et al. (2014) yang menunjukkan bahwa *financial flexibility* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan dengan nilai fleksibilitas keuangan yang tinggi memilih rasio *leverage* yang lebih rendah (Rapp, et al., 2014). Penelitian Alipour, et al. (2015) juga menyatakan *financial flexibility* memiliki hubungan negatif dengan semua komponen struktur keuangan yang diajukan yaitu *long term debt*, *short term debt* dan total *debt*. Perusahaan menghindari kebutuhan pendanaan dari luar dengan meningkatkan fleksibilitas keuangan (Margaretha & Ginting, 2016).

Rapp, et al., (2014) juga menyatakan bahwa nilai fleksibilitas memang tidak dapat diamati secara langsung. Perusahaan dengan nilai fleksibilitas (VOFF) yang tinggi memiliki rasio *leverage* yang jauh lebih rendah. Tampaknya perusahaan mempertimbangkan fleksibilitas keuangan ketika memutuskan rasio *leverage* mereka. Agar dapat meningkatkan hutang tambahan di masa depan, perusahaan yang memiliki VOFF tinggi memilih rasio *leverage* yang lebih rendah saat ini.

4.4.2 Pengaruh *Bankruptcy Risk* terhadap Struktur Modal

Hasil yang diperoleh dari pengujian hipotesis (Tabel 4.6) menunjukkan bahwa *bankruptcy risk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Dengan demikian pernyataan hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *bankruptcy risk* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, diterima. Sehingga semakin tinggi *bankruptcy risk* maka semakin rendah struktur modal perusahaan yang berasal dari hutang untuk memenuhi kebutuhan perusahaan.

Ketika utang meningkat, perusahaan kemungkinan akan menghadapi kesulitan keuangan (*financial distress*), atau bahkan mengalami kebangkrutan. Kebangkrutan adalah kesulitan keuangan yang sangat parah sehingga perusahaan tidak mampu menjalankan operasinya (Pratiwi & Supriadi, 2014). Perusahaan-perusahaan yang berisiko tinggi juga memiliki kemungkinan gagal bayar yang tinggi. Sehingga perusahaan dengan risiko tinggi atau cenderung bangkrut memiliki kelayakan kredit yang rendah untuk mengajukan utang (Alipour et al.,

2015). Risiko yang tinggi akan membuat para pemberi pinjaman khawatir dan berhati-hati dalam memberikan hutang serta meminta bunga yang lebih tinggi.

Perusahaan dengan banyak utang akan menghadapi risiko gagal bayar dan meningkatkan risiko kebangkrutan akibat kesulitan keuangan. Tambahan utang hanya optimal sampai titik tertentu karena ada biaya kebangkrutan yang harus dihadapi. Menurut *trade off model*, struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan hutang dengan biaya kesulitan akibat penggunaan hutang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain. Teori *trade off* memberikan penjelasan tentang manfaat penggunaan utang yang bijaksana dan bahaya penggunaan utang yang berlebihan (Stretcher & Johnson, 2011). Perusahaan-perusahaan dengan leverage operasi yang tinggi dan dengan risiko bisnis yang lebih besar, harus membatasi penggunaan leverage keuangan mereka. Demikian juga, perusahaan yang akan menghadapi biaya tinggi dalam hal kesulitan keuangan harus lebih sedikit bergantung pada utang. Adanya hubungan negatif antara risiko kebangkrutan dan struktur modal mungkin disebabkan oleh fakta bahwa perusahaan dengan lebih banyak risiko cenderung menghindari penggunaan pembiayaan eksternal dan sebaliknya bergantung pada pembiayaan internal untuk mencegah kebangkrutan.

Ketika risiko kebangkrutan meningkat akan menyebabkan munculnya berbagai masalah seperti penurun penjualan karena pembeli beralih ke perusahaan lain, mengurangi laba operasi bersih setelah pajak, mengurangi produktivitas, pemasok menolak memberikan kredit, berpindahnya karyawan ke perusahaan lain, hingga turunnya nilai perusahaan (Berk, 2010). Perusahaan dengan lebih banyak

risiko cenderung menghindari penggunaan pembiayaan eksternal dan sebaliknya perusahaan akan lebih bergantung pada pembiayaan internal untuk mencegah kebangkrutan (Alipour, et al., 2015).

Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Eldomiaty (2007); Stertcher dan Johnson (2011) menyatakan bahwa risiko kebangkrutan berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian Huang, et al. (2017) juga menemukan bahwa tingginya tingkat biaya kebangkrutan menyebabkan rumah sakit di Amerika Serikat menggunakan hutang yang lebih sedikit. Jadi semakin tinggi *bankruptcy risk* akan menyebabkan penurunan struktur modal perusahaan.

4.4.3 Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan (Tabel 4.6) dapat diperoleh hasil bahwa hipotesis H3 diterima. *Growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sehingga dapat diartikan semakin tinggi *growth opportunity* maka semakin tinggi struktur modal perusahaan yang berasal dari hutang dalam rangka memenuhi kebutuhan perusahaan.

Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung memakai hutang dalam jumlah yang tinggi pula. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang tinggi membutuhkan banyak dana untuk investasi guna menunjang kelancaran kegiatan operasinya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian terdahulu yang telah dilakukan, dimana variabel *growth opportunity* berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap sruktur modal

(Dewi & Lestari ,2014; Eldomiaty, 2007; Hermuningsih, 2013; Margaretha & Ginting, 2016; dan Ramli, et al., 2018).

Peluang pertumbuhan pada dasarnya mencerminkan produktifitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan maupun investor dan kreditor. Perusahaan dengan pertumbuhan yang stabil akan meningkatkan kepercayaan kreditur sehingga perusahaan dapat memperoleh pinjaman yang lebih besar (Ramli, et al., 2018). Dengan kata lain semakin tinggi *growth opportunity* perusahaan maka utang yang diambil perusahaan juga akan meningkat. Hasil penelitian Hermuningsih (2013) juga menemukan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh variabel yakni *growth opportunity* dan profitabilitas. Perusahaan dengan lebih banyak peluang pertumbuhan dapat bergerak lebih cepat menuju struktur modal yang optimal.

Hasil ini sesuai dengan teori *Pecking Order* yang menyatakan bahwa perusahaan akan lebih cenderung memilih hutang terlebih dahulu dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. Selain itu dengan penggunaan hutang menurut teori *signaling* dapat memberikan sinyal positif kepada para investor daripada perusahaan menerbitkan saham baru yang justru memberikan sinyal negatif. Sehingga semakin tinggi *growth opportunity* maka semakin tinggi struktur modal perusahaan. Hutang digunakan untuk menjalankan aktivitas operasi dan meningkatkan investasi perusahaan.

4.4.4 Pengaruh Struktur Aset terhadap Struktur Modal

Hasil yang diperoleh dari pengujian hipotesis (Tabel 4.6) menunjukkan bahwa struktur aset tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Dengan demikian pernyataan hipotesis keempat yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal, ditolak.

Dalam penelitian ini secara umum semakin besar aset tetap suatu perusahaan diprediksi semakin besar struktur modal perusahaan, atau semakin besar utang yang diperoleh perusahaan. Namun pada penelitian ini perusahaan dengan jumlah aset besar ditemukan memiliki struktur modal yang rendah (utang jangka panjang yang rendah), atau sebaliknya perusahaan dengan struktur asset yang rendah memiliki struktur modal yang tinggi sehingga hasil penelitian menunjukkan hubungan yang tidak signifikan. Hal ini dapat disebabkan karena aset tetap yang besar dibandingkan aset lancar akan membuat perusahaan susah berkembang yang tentunya akan membuat kreditur kurang memilih perusahaan ini karena perusahaan akan mengalami kesusahan dalam membayar hutang jangka pendeknya. Selain itu, struktur aset perusahaan infrastruktur bersifat juga lebih padat modal (*capital intensive*) maka yang diutamakan dalam pendanaan perusahaan adalah *equity financing*, artinya modal pinjaman hanya merupakan pelengkap terutama untuk memenuhi kebutuhan dana bagi modal kerja (Septiani & Suaryana, 2018).

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa bertambah atau berkurangnya proporsi aset tetap atas total aset perusahaan tidak akan berpengaruh terhadap hutang perusahaan atas modalnya, artinya pertambahan maupun

pengurangan aset tetap tidak berpengaruh apapun terhadap perolehan dana yang berasal dari hutang. Proporsi aset yang lebih besar tidak mendorong pemberi pinjaman untuk memberikan pinjaman bagi perusahaan dalam usaha meningkatkan *leverage* lebih tinggi. Aset tetap yang terbatas pada perusahaan infrastruktur bukan jaminan utama bagi perusahaan untuk dapat meningkatkan kelayakan kredit dan mendapatkan hutang dari pihak eksternal.

Hasil temuan yang tidak signifikan ini juga dapat disebabkan karena perbedaan sampel penelitian. Pada penelitian sebelumnya mayoritas peneliti menggunakan sampel perusahaan manufaktur dan *real estate* sedangkan pada penelitian ini dipilih perusahaan sektor infrastruktur yang memilki karakteristik berbeda. Sehingga hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis yang telah ditetapkan bahwa struktur aset bepengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal

Hasil penelitian ini mendukung temuan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap struktur modal diantaranya yaitu Al-Fayoumi dan Abuzayed (2009); Kartika (2016); Mahapsari (2013); dan Novitasari (2016). Al-Fayoumi dan Abuzayed (2009) menyatakan bahwa tidak menemukan hubungan antara struktur aset dan rasio utang. Kartika (2016) menyatakan bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Dalam teori *pecking order* dijelaskan bahwa perusahaan menyukai pendanaan internal yang berupa laba ditahan saja untuk menghindari risiko yang lebih rendah dari pada dana eksternal dari pinjaman hutang. Perusahaan

menggunakan aktiva tetap yang kecil yang dijadikan jaminan hutang oleh perusahaan. Perusahaan memiliki jumlah hutang jangka panjang yang lebih kecil daripada modal sendiri, yang berarti bahwa perusahaan lebih banyak menggunakan modal sendiri yang berupa laba ditahan daripada menggunakan hutang jangka panjang (Novitasari, 2016). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi pada umumnya lebih tergantung pada modal dari luar perusahaan, pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah kebutuhan modal baru relatif kecil sehingga dapat dipenuhi dari laba ditahan (Kartika, 2016). Struktur aset yang berpengaruh negatif terhadap struktur modal kemungkinan terjadi karena untuk membiayai kegiatan operasionalnya perusahaan lebih cenderung menggunakan kas yang dimiliki oleh perusahan dari pada menggunakan hutang (Yudiarthi dan Mahfud, 2016).

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang sebelumnya dilakukan oleh Harjito (2011) dan Alipour, et al. (2015) yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal, karena penggunaan hutang dalam struktur modal relatif lebih cepat dibandingkan dana internal untuk membiayai operational perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karakteristik perusahaan yang berbeda antar industri menyebabkan perbedaan pengaruh struktur aset terhadap struktur modal. Struktur modal yang optimal juga berbeda-beda menurut industri, terutama karena beberapa industri lebih padat aset daripada yang lain.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui bahwa apakah variabel *financial flexibility*, *bankruptcy risk*, *growth opportunity* dan struktur aset dapat mempengaruhi tinggi atau rendahnya struktur modal pada perusahaan sub-sektor infratruktur, utilitas dan transportasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil analisis yang telah dibahas pada bab sebelumnya maka dapat ditarik kesimpulan dari penenlitian ini sebagai berikut:

1. *Financial flexibility* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan infrastruktur di BEI. Perusahaan dengan *financial flexibility* yang semakin tinggi atau rendah tidak menyebabkan perubahan pada struktur modal perusahaan.
2. *Bankruptcy risk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan infrastruktur di BEI. Perusahaan dengan *bankruptcy risk* yang semakin tinggi akan menyebabkan semakin rendahnya struktur modal perusahaan.
3. *Growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan infrastruktur di BEI. Perusahaan dengan *growth opportunity* yang semakin tinggi akan menyebabkan semakin tingginya struktur modal perusahaan.

4. Struktur aset tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan infrastruktur di BEI. Perusahaan dengan struktur aset yang semakin tinggi atau rendah tidak menyebabkan perubahan pada struktur modal perusahaan.

5.2 Implikasi Penelitian

1. Bagi ilmu pengetahuan, hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah kajian tentang pengaruh *financial flexibility*, *bankruptcy risk*, *growth opportunity* dan struktur aset terhadap struktur modal perusahaan.
2. Bagi manajer perusahaan dapat mempertimbangkan faktor *financial flexibility, bankruptcy risk, growth opportunity* dan struktur aset dalam rangka menetapkan kebijakan struktur modal untuk mencapai struktur modal yang optimal.
3. Bagi investor dan pemerintah.

   Bagi pihak investor hasil penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan dalam menentukan keputusan investasi di pasar modal untuk mendapatkan keuntungan yang diinginkan. Bagi pihak pemerintah, studi ini dapat menjadi pertimbangan menetapkan kebijakan atau regulasi terkait khususnya pendanaan bagi sektor infrastruktur dan pengawasan struktur permodalan perusahaan di Indonesia.

5.3 Keterbatasan dan Saran

1. Penelitian ini hanya menguji hipotesis faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur di Indonesia, sehingga belum mampu memberikan gambaran struktur modal perusahaan-perusahaan di Indonesia secara umum.
2. Disarankan penelitian selanjutnya menambah variabel lain yang mempengaruhi struktur modal seperti tarif pajak, profitabilitas, struktur kepemilikan, kebijakan deviden, dan kondisi internal perusahaan. Sehingga R^2 (koefisien deteminasi) lebih tinggi dan model estimasi regresi yang lebih tepat.
3. Bagi para peneliti selanjutnya dapat melakukan kajian ulang dengan cara menambah jumlah sampel perusahaan dan periode pengamatan untuk mendapatkan hasil yang signifikan.

DAFTAR REFERENSI

Al-Fayoumi, N.A. & Abuzayed, B.M. (2009). Ownership Structure And Corporate Financing. *Applied Financial Economics*, 19(24), 1975-1986.

Alipour, M, Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of Capital Structure: an Empirical Study of Firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53-83.

Altman, E., (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 589-609.

Anderson, R. W. & Carverhill, A. (2012). Corporate Liquidity and Capital Structure", *The Review of Financial Studies*, 25 (3), 797-837.

Bancel, F. & Mittoo, U. R. (2011). Financial flexibility and The Impact of The Global Financial Crisis: Evidence from France. *International Journal of Managerial Finance*, 7(2), 179-216.

Berk, J. B., Stanton, R. & Zechner, J. (2010). Human Capital, Bankruptcy, and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 65(3), 891-926.

Brigham, E.F. & Ehrhardt, M. C. (2005). *Financial Management: Theory and Practice*. (Ed. ke-11). USA: South-Western, Thomson.

Brigham, E. F. & Houston, J. F. (2011). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.

Borochin, P. & Yang, J. (2017). Options, Equity Risks, and The Value of Capital Structure Adjustments. *Journal of Corporate Finance*, 42(0), 150-178.

Byoun, S. (2008). How and When do Firms Adjust their Capital Structures Toward Targets?. *Journal of Finance*, LXIII (6), 3069 - 3096.

Campbell, G., & Rogers, M. (2018). Capital Structure Volatility in Europe. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 55, 128–139.

Clark, B. J. (2010). The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence. *SSRN Electronic Journal*. Diambil dari http://10.2139/ssrn.1499497.

Daskalakis, N., Balios, D., & Dalla, V. (2017). The Behaviour of SMEs' Capital Structure Determinants in Different Macroeconomic States. *Journal of Corporate Finance*, 46(0), 248-260.

Denis, D.J. (2011). Financial Flexibility and Corporate Liquidity. *Journal of Corporate Finance* , Vol. 17, 667–674.

Dewi, W. & Lestari, H. S. (2014). Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Pemasaran Jasa*, 7(2).

Eldomiaty, T. (2007). Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From an Emerging Economy. *International Journal of Commerce and Management*, 17(1/2), 25-43.

Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Edisi Kelima. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gilrita, Dzulkirom, M. & Wi Endang, M. G. (2015). Analisis Altman (Z-Score) sebagai Salah Satu Cara untuk Mengukur Potensi Kebangkrutan Perusahaan. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 25(1), 1-9.

Gupta, S., Jain, P.K., Yadav, S.S. (2011). Generating Financial Flexibility and Financial Performance Through Disinvestment: A Comparative Study of Disinvested and Non-Disinvested Public Sector Enterprises in India. *Global Journal of Flexible Systems Management*, 12(0), 27-46.

Hanafi, M. M. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.

Hanafi, M. M. & Halim, A. 2009. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Keempat. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.

Harjito, D. A. (2011). Teori Pecking Order dan Trade-Off dalam Analisis Struktur Modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 15(2), 187-196.

Hermuningsih, S. (2013). Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Sruktur Modal terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 0(0), Oktober 2013.

Huang, S. S., Yang, J., & Carroll, N. (2017). Taxes, Bankruptcy Costs, and Capital Structure in for-profit and not-for-profit Hospitals. *Health Services Management Research*, 0 (0), 1–12.

Husnan, S. & Pudjiastuti, E. (2012). *Dasar Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi kelima. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(0), 305-360.

Kartika, A. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *INFOKAM*, Nomor I, Th. XII.

Kementrian Perencanaan Pembangunan Nasional (Bapenas). (2014). *Rencana Pembangunan Jangka Menengah Nasional 2015-2019*. Buku I. Jakarta: Kementrian Perencanaan Pembangunan Nasional RI.

Margaretha, F. & Ginting, K. R. (2016). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan BUMN di Indonesia. *Jurnal Ekonomi*, 7(1),, 55-67.

Martellini, L., Milhau, M. & Tarelli, A. (2017). Capital Structure Decisions and The Optimal Design of Corporate Market Debt Programs. *Journal of Corporate Finance*, 49(0), 141-167.

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

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.

Pratiwi, I. & Supriadi, Y. (2014). Analisis Kebangkrutan Perusahaan Dalam Hubungannya dengan Kebijakan Struktur Modal dan Biaya Modal Pada PT Indo Tambangraya Megah Tbk dan PT Bukit Asam Tbk. *Jurnal Ilmiah Manajemen Kesatuan*. 2 (1), 1-8.

Putri, E. S. & Wisudanto. (2016). Struktur Pembiayaan Pembangunan Infrastruktur di Indonesia Penunjang Pertumbuhan Ekonomi. *Simposium I Jaringan Perguruan Tinggi untuk Pembangunan Infrastruktur Indonesia*.

Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2018). Determinants of Capital Structure and Firm Financial Performance – A PLS-SEM Approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. XXX.

Rapp, M.S., Schmid, T. & Urban, D. (2014). The Value of Financial Flexibility and Corporate Financial Policy. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 29, 288–302.

Sansoethan, D. K. & Suryono, B. (2016). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Makanan dan Minuman. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* : 5(1), 1-19.

Seppa, R., (2014). Implication of Inside-Debt: Signalling for Bankruptcy Probabilities within Small Firms. *Baltic Journal of Management*, 9(2), 168-188.

Septiani, N. P. N. & Suaryana, I. G. N. A. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, Risiko Bisnis dan Likuiditas pada Struktur Modal. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 22(3),1682-1710.

Siregar, E. (2018). Daya Saing Infrastruktur Indonesia Melonjak Naik. Liputan 6. Diambil 20 Agustus 2018 dari: https://www.liputan6.com/ news/read/ 3301542/daya-saing-infrastruktur-indonesia-melonjak-naik .

Stretcher, R. & Johnson, S. (2011). Capital Structure: Professional Management Guidance. *Managerial Finance*, 37(8), 788-804.

Susanti, Y., & Agustin, S. (2015). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Food and Beverages. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, Volume 4, Nomor 4.

Yudhiarti, R., & Mahfud, M. K. (2016). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2010-2014). *Diponegoro Journal Of Management*, Volume 5, Nomor 3, hlm. 1-13.

Wang, Z. & Zhu, W. (2013). Equity Financing Constraints and Corporate Capital Structure: A Model. *China Finance Review International*, Vol. 3 Issue: 4, 322-339.

Wibowo, A. (2006). Mengukur Risiko dan Atraktivitas Investasi Infrastruktur di Indonesia. *Jurnal Teknik Sipil*, Vol. 13, No. 3, 123-132.

LAMPIRAN

Lampiran 1.1

Data Perusahaan Sampel

No	Kode Saham	Nama Perusahaan	Jenis Perusahaan/ Sektor
1	ASSA	Adi Sarana Armada Tbk.	Transportasi
2	BBRM	Pelayaran Nasional Bina Buana	Transportasi
3	BULL	Buana Lintas Lautan Tbk.	Transportasi
4	CASS	Cardig Aero Services Tbk.	Infrastruktur
5	CENT	Centratama Telekomunikasi Indo	Konstruksi bukan Gedung
6	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada	Infrastruktur
7	EXCL	XL Axiata Tbk.	Telekomunikasi
8	GIAA	Garuda Indonesia (Persero) Tbk	Transportasi
9	GOLD	Visi Telekomunikasi Infrastruktur	Konstruksi bukan Gedung
10	IATA	Indonesia Transport & Infrastruktur	Infrastruktur
11	IBST	Inti Bangun Sejahtera Tbk.	Konstruksi bukan Gedung
12	ISAT	Indosat Tbk.	Telekomunikasi
13	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk.	Infrastruktur
14	LAPD	Leyand International Tbk.	Energi
15	LEAD	Logindo Samudramakmur Tbk.	Transportasi
16	MBSS	Mitrabahtera Segara Sejati Tbk	Transportasi
17	META	Nusantara Infrastructure Tbk.	Infrastruktur
18	MIRA	Mitra International Resources	Transportasi
19	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero	Energi
20	RAJA	Rukun Raharja Tbk.	Energi
21	RIGS	Rig Tenders Indonesia Tbk.	Transportasi
22	SDMU	Sidomulyo Selaras Tbk.	Transportasi
23	SUPR	Solusi Tunas Pratama Tbk.	Konstruksi bukan Gedung
24	TAXI	Express Transindo Utama Tbk.	Transportasi
25	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Pers	Telekomunikasi
26	TMAS	Pelayaran Tempuran Emas Tbk.	Transportasi
27	TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk.	Konstruksi bukan Gedung
28	TPMA	Trans Power Marine Tbk.	Transportasi
29	TRAM	Trada Alam Minera Tbk.	Transportasi
30	WEHA	WEHA Transportasi Indonesia Tb	Transportasi

Lampiran 2.1

Data Keuangan Perusahaan Tahun 2013

No	Perusahaan	Jumlah Aset Tetap	Jumlah Total Aset	Operating Cash Flow	Total Liabilities	Utang Jangka Panjang	Total Equitas	Modal Kerja
1	ASSA	1,911,663,000,000	2,172,241,000,000	(100,483,000,000)	1,347,244,000,000	937,134,000,000	824,997,000,000	(209,414,000,000)
2	BBRM	139,850,000,000	164,269,000,000	176,056,168,620	1,089,024,623,010	704,797,119,060	926,559,614,370	(144,296,414,730)
3	BULL	1,462,123,000,000	3,142,873,000,000	140,624,862,630	1,896,425,653,860	1,528,126,806,240	1,896,426,000,000	315,607,000,000
4	CASS	177,056,323,000,000	916,593,561,000,000	242,171,511,000	507,847,139,000	192,431,075,000	408,746,422,000	167,571,506,000
5	CENT	459,232,000,000	832,481,000,000	(36,410,000,000)	100,445,714,905	28,992,319,405	732,035,000,000	44,769,174,773
6	CMNP	325,068,000,000	4,783,203,000,000	519,119,000,000	1,478,725,209,213	1,060,838,440,981	3,253,570,000,000	1,259,509,000,000
7	EXCL	30,928,452,000,000	40,277,626,000,000	7,166,911,000,000	24,977,479,000,000	17,046,433,000,000	15,300,147,000,000	(2,086,932,000,000)
8	GIAA	10,590,223,000,000	36,242,941,000,000	1,843,874,888,040	22,907,269,652,340	10,648,319,413,110	13,707,407,000,000	(2,021,567,000,000)
9	GOLD	15,948,000,000	96,693,000,000	11,525,734,831	18,935,000,000	5,438,000,000	77,758,000,000	64,883,218,457
10	IATA	65,372,180,000,000	108,146,305,000,000	34,593,031,860	1,049,000,545,590	250,156,072,860	277,954,616,760	(372,662,759,010)
11	IBST	24,238,000,000	2,878,141,000,000	401,523,000,000	702,031,000,000	621,084,000,000	2,176,110,827,224	357,977,893,586
12	ISAT	42,190,111,000,000	54,520,891,000,000	8,392,129,000,000	38,003,293,000,000	24,508,856,000,000	16,517,598,000,000	(6,325,420,000,000)
13	JSMR	591,364,000,000	28,064,480,000,000	2,085,832,000,000	17,500,635,532,000	12,629,335,574,000	10,557,947,245,000	(1,082,994,571,000)
14	LAPD	970,131,000,000	1,017,448,000,000	110,828,000,000	309,587,000,000	41,087,000,000	707,861,000,000	(221,863,000,000)
15	LEAD	2,563,548,000,000	2,892,591,000,000	310,900,916,460	1,518,855,054,360	989,611,782,390	1,373,748,000,000	(228,961,000,000)
16	MBSS	3,329,220,000,000	4,328,638,000,000	697,908,777,870	1,362,358,836,300	906,085,524,270	2,966,279,000,000	528,942,000,000
17	META	35,769,000,000	2,579,582,000,000	131,313,000,000	823,178,000,000	703,047,000,000	1,756,404,000,000	776,116,000,000
18	MIRA	305,540,000,000	491,868,000,000	11,168,000,000	134,645,494,931	67,859,349,915	357,223,000,000	381,000,000
19	PGAS	22,542,829,000,000	52,981,989,000,000	10,170,296,605,830	20,207,053,942,740	9,334,217,627,910	32,774,935,358,520	10,974,240,380,130
20	RAJA	690,568,000,000	1,563,788,000,000	54,752,151,060	882,003,428,400	544,263,113,940	681,785,000,000	2,323,000,000
21	RIGS	1,331,214,000,000	1,937,769,000,000	114,983,728,290	733,634,330,730	413,487,085,830	1,204,135,000,000	198,506,000,000
22	SDMU	271,311,000,000	370,378,000,000	(12,573,000,000)	167,237,000,000	55,339,000,000	203,142,000,000	(17,783,000,000)
23	SUPR	345,319,000,000	6,310,873,000,000	185,673,000,000	4,018,500,000,000	3,456,485,528,857	2,292,373,000,000	807,455,902,357
24	TAXI	1,393,331,000,000	2,137,040,000,000	271,205,000,000	1,339,888,263,000	764,873,568,000	797,152,000,000	21,715,143,000
25	TLKM	86,761,000,000,000	127,951,000,000,000	36,574,000,000,000	50,527,000,000,000	22,090,000,000,000	774,240,000,000,000	4,638,000,000,000
26	TMAS	1,353,434,000,000	1,670,515,000,000	105,363,000,000	1,334,260,131,757	766,925,568,124	336,254,000,000	(273,226,000,000)
27	TOWR	11,152,427,000,000	15,534,076,000,000	2,430,482,000,000	11,890,688,000,000	9,470,788,000,000	3,643,388,000,000	(205,333,000,000)
28	TPMA	1,271,388,000,000	1,587,716,000,000	144,024,266,130	937,553,779,770	545,507,341,020	650,163,000,000	(188,972,000,000)
29	TRAM	172,418,992,000,000	319,246,976,000,000	193,787,606,970	2,212,031,747,220	375,747,007,560	1,705,128,648,300	(1,009,647,085,020)
30	WEHA	336,647,000,000	515,510,000,000	26,554,000,000	358,378,000,000	288,993,000,000	157,132,000,000	4,218,000,000

Data Keuangan Perusahaan Tahun 2013

No	Perusahaan	Laba ditahan	EBIT	Penjualan	Jumlah Saham Beredar	Harga Saham
1	ASSA	110,311,000,000	345,702,000,000	1,018,883,000,000	3,397,500,000	250
2	BBRM	207,178,692,330	130,209,902,580	457,481,318,070	3,767,075,078	125
3	BULL	(1,674,983,000,000)	90,921,000,000	581,619,000,000	17,650,000,000	50
4	CASS	230,898,574,000	325,935,815,000	1,319,303,842,000	2,086,950,000	1,250
5	CENT	(4,556,469,749)	5,342,502,651	33,450,682,262	7,424,634,500	200
6	CMNP	1,870,959,000,000	664,820,000,000	962,564,000,000	2,200,000,000	3,000
7	EXCL	8,966,866,000,000	1,658,288,000,000	21,265,060,000,000	8,534,490,667	5,000
8	GIAA	1,520,511,000,000	77,624,000,000	45,596,260,000,000	22,640,996,000	525
9	GOLD	28,461,727,505	42,008,690,956	49,356,827,379	286,000,000	390
10	IATA	(227,118,460,740)	(4,244,377,050)	346,673,966,490	4,557,364,708	65
11	IBST	1,533,008,229,707	358,187,901,172	448,295,643,503	1,142,973,400	5,000
12	ISAT	13,011,589,000,000	1,509,216,000,000	23,855,272,000,000	5,433,933,500	4,000
13	JSMR	3,140,790,240,000	2,259,160,031,000	10,271,467,635,000	6,800,000,000	5,450
14	LAPD	(3,683,000,000)	52,883,000,000	301,180,000,000	3,966,350,139	100
15	LEAD	504,308,000,000	369,328,000,000	724,119,000,000	644,257,143	3,000
16	MBSS	2,150,253,000,000	745,027,000,000	1,854,198,000,000	1,750,026,639	1,000
17	META	(16,099,000,000)	208,647,000,000	425,861,000,000	15,235,671,880	260
18	MIRA	(1,174,659,000,000)	29,361,000,000	170,310,000,000	3,961,452,039	50
19	PGAS	25,037,332,572,540	17,394,708,580,470	36,828,609,050,100	24,241,508,196	4,800
20	RAJA	157,501,000,000	298,156,000,000	1,683,264,000,000	1,019,270,625	600
21	RIGS	401,825,000,000	54,887,000,000	653,290,000,000	609,130,000	225
22	SDMU	72,739,000,000	46,921,000,000	176,556,000,000	1,125,875,000	325
23	SUPR	931,702,049,963	665,469,363,343	840,096,512,954	794,363,580	6,500
24	TAXI	261,175,488,000	309,519,855,000	686,916,910,000	2,145,600,000	1,500
25	TLKM	58,628,000,000,000	27,846,000,000,000	82,967,000,000,000	100,799,996,400	2,200
26	TMAS	125,621,000,000	200,412,000,000	1,383,575,000,000	1,141,030,000	200
27	TOWR	1,017,616,000,000	2,062,193,000,000	3,197,139,000,000	10,202,925,000	3,200
28	TPMA	242,496,000,000	208,799,000,000	722,322,000,000	2,633,300,000	300
29	TRAM	18,207,563,430	185,966,230,440	774,616,118,460	9,730,433,446	1,600
30	WEHA	23,773,000,000	95,498,000,000	236,844,000,000	856,540,540	250

Data Keuangan Perusahaan Tahun 2014

No	Perusahaan	Jumlah Aset Tetap	Jumlah Total Aset	Operating Cash Flow	Total Liabilities	Utang Jangka Panjang	Total Equitas	Modal Kerja
1	ASSA	2,192,962,000,000	2,507,311,000,000	(98,398,000,000)	1,669,894,040,761	1,132,149,219,873	837,417,000,000	(322,050,000,000)
2	BBRM	1,653,055,000,000	2,195,976,000,000	168,056,175,600	885,101,333,460	470,552,082,810	1,298,611,000,000	79,129,000,000
3	BULL	1,512,643,000,000	2,564,250,000,000	66,803,880,030	1,437,738,697,860	974,639,560,290	1,457,190,000,000	25,537,000,000
4	CASS	236,409,000,000	1,085,460,000,000	261,981,000,000	596,942,115,000	243,691,371,000	488,518,241,000	236,517,047,000
5	CENT	569,176,000,000	927,142,000,000	(17,020,000,000)	238,603,998,693	69,646,502,785	688,538,000,000	(78,445,000,000)
6	CMNP	183,250,000,000	5,298,109,000,000	559,360,000,000	1,574,120,576,863	1,032,274,441,811	3,723,988,000,000	1,603,867,000,000
7	EXCL	35,859,030,000,000	63,706,488,000,000	8,540,116,000,000	49,745,863,000,000	34,347,571,000,000	13,960,625,000,000	(2,088,530,000,000)
8	GIAA	11,478,358,000,000	38,561,748,000,000	(674,202,160,800)	27,161,511,000,000	11,997,483,000,000	11,400,237,000,000	(5,084,464,000,000)
9	GOLD	13,969,000,000	95,309,000,000	208,832,091	14,384,276,347	5,648,440,455	80,925,000,000	70,202,000,000
10	IATA	1,100,725,000,000	1,581,056,000,000	(41,561,312,100)	734,678,569,080	539,704,146,360	836,438,000,000	199,094,000,000
11	IBST	72,252,000,000	3,843,661,000,000	241,939,000,000	801,659,645,032	358,676,782,790	3,042,002,000,000	792,906,000,000
12	ISAT	40,775,907,000,000	53,254,841,000,000	7,348,789,000,000	39,058,877,000,000	17,911,028,000,000	14,195,964,000,000	(12,556,165,000,000)
13	JSMR	701,684,000,000	31,859,963,000,000	1,852,169,000,000	20,432,952,360,000	16,120,035,609,000	11,424,995,629,000	(671,545,000,000)
14	LAPD	886,126,000,000	938,096,000,000	22,768,000,000	302,225,778,000	16,771,624,000	635,871,000,000	(234,313,000,000)
15	LEAD	2,934,357,000,000	3,260,325,000,000	483,086,381,550	1,616,328,977,310	1,165,158,279,750	1,621,602,000,000	(173,689,000,000)
16	MBSS	3,159,488,000,000	4,372,704,000,000	404,510,098,950	1,202,513,595,360	725,302,105,020	3,153,922,000,000	702,335,000,000
17	META	120,067,000,000	4,074,897,000,000	39,130,000,000	1,709,624,084,553	1,331,758,243,996	2,365,273,000,000	904,801,000,000
18	MIRA	233,243,000,000	515,578,000,000	44,481,000,000	179,379,148,640	100,405,936,260	336,198,000,000	104,512,000,000
19	PGAS	30,904,599,000,000	77,295,913,000,000	11,163,466,115,250	40,447,177,000,000	26,884,267,000,000	36,848,736,000,000	9,578,189,331,956
20	RAJA	569,191,000,000	1,632,180,000,000	413,205,502,650	842,155,000,000	267,502,000,000	790,026,000,000	(45,728,000,000)
21	RIGS	1,285,304,000,000	1,793,315,000,000	62,449,336,950	598,414,516,350	419,217,000,000	1,156,152,000,000	193,004,000,000
22	SDMU	301,533,000,000	405,100,000,000	18,404,000,000	194,768,130,719	79,302,169,478	210,332,000,000	(21,846,000,000)
23	SUPR	479,036,000,000	12,894,700,000,000	666,227,000,000	11,033,383,101,274	4,825,947,065,458	1,861,317,000,000	(3,697,743,000,000)
24	TAXI	2,123,939,000,000	3,011,281,000,000	160,980,000,000	2,118,763,064,000	1,605,711,737,000	892,518,000,000	159,426,000,000
25	TLKM	94,809,000,000,000	141,822,000,000,000	37,736,000,000,000	54,770,000,000,000	22,984,000,000,000	86,152,000,000,000	1,976,000,000,000
26	TMAS	1,295,363,000,000	1,626,895,000,000	280,199,000,000	1,095,003,996,638	479,382,441,972	531,891,000,000	(310,953,000,000)
27	TOWR	12,391,580,000,000	17,235,419,000,000	3,336,665,000,000	12,566,090,000,000	10,526,727,000,000	4,669,329,000,000	607,274,000,000
28	TPMA	1,417,140,000,000	1,692,611,000,000	235,911,539,100	914,026,000,000	490,909,000,000	778,585,000,000	(248,427,000,000)
29	TRAM	2,054,228,000,000	3,551,863,000,000	203,900,970,600	2,244,500,000,000	769,105,000,000	1,307,363,000,000	(681,006,000,000)
30	WEHA	268,703,000,000	477,308,000,000	55,286,000,000	315,249,802,282	246,152,180,664	162,058,000,000	7,950,000,000

Data Keuangan Perusahaan Tahun 2014

No	Perusahaan	Laba ditahan	EBIT	Penjualan	Jumlah Saham Beredar	Harga Saham
1	ASSA	122,667,000,000	349,197,000,000	1,140,260,000,000	3,397,500,000	155
2	BBRM	210,544,000,000	85,009,000,000	422,316,000,000	5,367,076,248	203
3	BULL	(1,856,050,000,000)	117,274,000,000	533,148,000,000	17,650,150,362	330
4	CASS	297,654,000,000	345,214,006,000	1,520,443,629,000	2,086,950,000	1,250
5	CENT	(48,217,000,000)	13,303,000,000	75,331,000,000	7,424,634,500	199
6	CMNP	2,300,863,000,000	703,234,000,000	1,300,573,000,000	2,200,000,000	2,960
7	EXCL	7,509,832,000,000	428,412,000,000	23,460,015,000,000	8,534,490,667	4,799
8	GIAA	(3,156,633,000,000)	(4,490,251,000,000)	48,917,382,000,000	25,868,926,633	555
9	GOLD	31,488,000,000	37,728,000,000	45,962,000,000	286,000,000	310
10	IATA	(257,975,000,000)	42,502,000,000	293,125,000,000	9,326,826,088	84
11	IBST	1,764,592,000,000	375,207,000,000	481,905,000,000	1,350,904,927	3,000
12	ISAT	11,024,419,000,000	672,932,000,000	24,085,101,000,000	5,433,933,500	4,050
13	JSMR	4,009,692,000,000	3,044,036,007,000	9,175,319,000,000	6,800,000,000	7,034
14	LAPD	(47,109,000,000)	(26,751,000,000)	167,429,000,000	3,966,350,139	50
15	LEAD	740,128,000,000	404,010,000,000	858,517,000,000	644,257,143	653
16	MBSS	2,310,663,000,000	540,083,000,000	1,682,342,000,000	1,750,026,639	1,000
17	META	76,024,000,000	363,592,000,000	518,378,000,000	15,235,671,880	201
18	MIRA	(1,219,308,000,000)	28,715,000,000	141,409,000,000	3,961,452,039	50
19	PGAS	28,819,214,000,000	18,216,359,000,000	42,389,226,000,000	24,241,508,196	6,000
20	RAJA	225,506,000,000	387,731,000,000	2,451,344,000,000	1,019,270,625	338
21	RIGS	342,988,000,000	55,629,000,000	662,128,000,000	609,130,000	280
22	SDMU	80,303,000,000	51,519,000,000	147,275,000,000	1,125,875,000	510
23	SUPR	551,771,000,000	863,298,000,000	1,071,929,000,000	794,363,580	7,700
24	TAXI	353,526,000,000	397,568,000,000	889,723,000,000	2,145,600,000	1,170
25	TLKM	63,323,000,000,000	29,377,000,000,000	89,696,000,000,000	100,799,996,400	2,865
26	TMAS	328,317,000,000	387,854,000,000	1,687,393,000,000	1,141,030,000	2,215
27	TOWR	1,858,278,000,000	2,784,098,000,000	4,106,175,000,000	10,202,925,000	4,150
28	TPMA	364,954,000,000	255,801,000,000	901,941,000,000	2,633,300,000	434
29	TRAM	(407,693,000,000)	126,843,000,000	746,109,000,000	9,730,433,446	204
30	WEHA	26,206,000,000	81,708,000,000	239,793,000,000	861,411,156	250

Data Keuangan Perusahaan Tahun 2015

No	Perusahaan	Jumlah Aset Tetap	Jumlah Total Aset	Operating Cash Flow	Total Liabilities	Utang Jangka Panjang	Total Equitas	Modal Kerja
1	ASSA	2,537,852,000,000	2,892,967,000,000	(93,491,000,000)	2,038,423,000,000	1,413,300,198,967	903,628,000,000	(359,454,000,000)
2	BBRM	2,062,767,000,000	2,293,355,000,000	110,307,773,012	1,165,653,000,000	442,052,000,000	929,184,000,000	(623,427,000,000)
3	BULL	1,967,633,000,000	3,030,835,000,000	38,857,879,392	1,403,825,754,812	748,328,016,384	1,325,194,000,000	76,192,000,000
4	CASS	246,571,000,000	1,279,507,000,000	230,027,000,000	721,090,000,000	303,683,778,000	810,981,000,000	515,433,000,000
5	CENT	9,001,000,000	1,293,013,000,000	(11,152,000,000)	215,417,000,000	129,901,341,852	1,037,455,000,000	314,086,000,000
6	CMNP	206,519,000,000	6,187,084,000,000	716,331,000,000	2,015,201,834,726	1,328,115,582,266	4,683,397,000,000	1,290,878,000,000
7	EXCL	33,426,750,000,000	58,844,320,000,000	7,506,407,000,000	44,752,685,000,000	29,004,471,000,000	21,209,145,000,000	(5,596,628,000,000)
8	GIAA	11,960,629,000,000	45,658,292,000,000	2,410,409,639,728	31,699,390,894,236	15,631,962,104,480	13,568,979,000,000	(2,593,288,000,000)
9	GOLD	12,162,000,000	93,105,000,000	237,260,402	16,681,000,000	5,914,242,259	84,065,000,000	67,594,000,000
10	IATA	1,196,987,000,000	1,589,385,000,000	(24,791,000,000)	676,660,204,280	425,384,069,028	590,319,000,000	37,182,000,000
11	IBST	804,383,000,000	4,177,279,000,000	266,821,000,000	1,196,285,726,808	992,630,397,051	3,433,436,000,000	251,031,000,000
12	ISAT	41,821,703,000,000	55,388,517,000,000	8,706,671,000,000	42,124,676,000,000	22,072,076,000,000	14,177,119,000,000	(10,133,923,000,000)
13	JSMR	913,843,000,000	36,724,982,000,000	1,713,543,000,000	24,356,318,000,000	16,812,906,661,000	16,338,840,000,000	(4,014,740,000,000)
14	LAPD	802,323,000,000	862,147,000,000	40,294,000,000	307,200,178,000	2,218,736,000	499,068,000,000	(245,742,000,000)
15	LEAD	3,121,139,000,000	3,916,867,000,000	300,806,820,628	1,885,565,580,700	1,379,156,425,780	1,437,829,000,000	184,452,000,000
16	MBSS	3,299,391,000,000	4,511,185,000,000	408,539,248,340	1,084,701,218,868	560,486,058,692	2,648,494,000,000	622,937,000,000
17	META	122,662,000,000	4,840,194,000,000	148,839,000,000	2,235,705,000,000	1,643,874,565,199	2,691,994,000,000	850,828,000,000
18	MIRA	188,394,000,000	480,590,000,000	207,502,626	161,377,211,052	90,767,155,535	246,444,000,000	117,784,000,000
19	PGAS	28,269,719,000,000	95,197,541,000,000	7,100,120,350,568	46,652,723,829,252	41,111,390,000,000	42,594,718,000,000	15,466,222,000,000
20	RAJA	589,630,000,000	2,218,616,000,000	(58,878,406,168)	905,554,986,632	676,324,000,000	1,229,278,000,000	372,620,000,000
21	RIGS	1,268,859,000,000	1,887,422,000,000		618,826,000,000	329,831,000,000	914,902,000,000	177,723,000,000
22	SDMU	878,093,000,000	2,171,151,000,000	11,526,000,000	193,043,448,255	74,343,446,438	261,160,000,000	(7,615,259,031)
23	SUPR	525,836,000,000	13,738,747,000,000	967,413,000,000	8,924,211,000,000	8,092,296,000,000	4,688,384,000,000	985,657,000,000
24	TAXI	2,024,183,000,000	2,883,807,000,000	471,410,000,000	1,962,823,365,000	1,537,045,436,000	736,713,000,000	192,522,000,000
25	TLKM	103,700,000,000	166,173,000,000	43,669,000,000,000	72,745,000,000,000	37,332,000,000,000	105,544,000,000,000	12,499,000,000,000
26	TMAS	1,458,800,000,000	1,782,061,000,000	426,429,000,000	967,395,114,387	503,969,130,496	994,676,000,000	(192,274,000,000)
27	TOWR	14,683,352,000,000	21,416,709,000,000	3,417,174,000,000	13,738,170,000,000	11,760,613,000,000	10,708,346,000,000	1,555,829,000,000
28	TPMA	1,645,107,000,000	1,920,992,000,000	149,635,965,916	891,280,069,664	499,428,000,000	889,983,000,000	(228,217,000,000)
29	TRAM	1,701,673,000,000	3,011,159,000,000	82,312,442,796	2,372,090,221,472	554,077,000,000	122,469,000,000	(1,559,880,000,000)
30	WEHA	186,708,000,000	358,827,000,000	51,530,000,000	230,243,000,000	65,572,284,501	102,993,000,000	(122,048,000,000)

Data Keuangan Perusahaan Tahun 2015

No	Perusahaan	Laba ditahan	EBIT	Penjualan	Jumlah Saham Beredar	Harga Saham
1	ASSA	139,763,000,000	414,952,000,000	1,392,597,000,000	3,397,500,000	100
2	BBRM	158,136,000,000	(64,928,000,000)	360,224,000,000	5,367,076,248	51
3	BULL	(2,172,227,000,000)	310,218,000,000	742,207,000,000	2,426,895,677	54
4	CASS	372,423,000,000	413,650,000,000	1,631,765,000,000	2,086,950,000	1,130
5	CENT	(102,089,000,000)	19,787,000,000	104,990,000,000	10,394,488,300	125
6	CMNP	1,246,586,000,000	776,888,000,000	1,523,591,000,000	2,750,000,000	2,435
7	EXCL	7,605,052,000,000	630,526,000,000	22,876,182,000,000	8,541,381,670	3,600
8	GIAA	(2,951,427,000,000)	8,299,681,244,272	51,258,202,213,820	25,868,926,633	309
9	GOLD	27,123,000,000	36,183,000,000	53,385,000,000	286,000,000	300
10	IATA	(469,427,000,000)	(15,354,000,000)	251,678,000,000	9,326,826,088	50
11	IBST	1,703,573,000,000	384,974,000,000	506,429,000,000	1,350,904,927	1,900
12	ISAT	9,730,564,000,000	(1,163,478,000,000)	26,768,525,000,000	5,433,933,500	5,500
13	JSMR	4,895,330,000,000	2,068,304,233,000	9,848,242,000,000	6,800,000,000	5,213
14	LAPD	(96,925,000,000)	(50,573,000,000)	158,438,000,000	3,966,350,139	50
15	LEAD	842,396,000,000	199,073,000,000	690,738,000,000	2,577,028,572	125
16	MBSS	2,309,484,000,000	221,594,000,000	1,315,597,000,000	1,750,026,639	265
17	META	204,956,000,000	408,915,000,000	618,208,000,000	15,235,671,880	74
18	MIRA	(1,234,342,000,000)	32,450,000,000	146,900,000,000	3,961,452,039	50
19	PGAS	33,112,787,000,000	14,116,312,000,000	44,979,267,000,000	24,241,508,196	2,745
20	RAJA	354,759,000,000	504,714,000,000	2,837,180,000,000	1,019,270,625	194
21	RIGS	310,206,000,000	3,358,000,000	337,061,000,000	609,130,000	160
22	SDMU	82,052,665,195	54,564,971,469	143,213,177,033	1,125,875,000	500
23	SUPR	690,484,000,000	1,461,756,000,000	1,785,853,000,000	1,137,579,698	8,400
24	TAXI	381,874,000,000	341,059,000,000	970,093,000,000	2,145,600,000	105
25	TLKM	70,457,000,000,000	23,317,000,000,000	102,470,000,000,000	100,799,996,400	3,105
26	TMAS	624,756,000,000	453,694,000,000	1,621,364,000,000	1,141,030,000	1,950
27	TOWR	7,161,032,000,000	3,898,283,000,000	4,469,784,000,000	10,202,925,000	4,750
28	TPMA	461,514,000,000	149,487,000,000	738,564,000,000	2,633,300,000	238
29	TRAM	(1,493,119,000,000)	32,151,000,000	494,651,000,000	9,730,433,446	48
30	WEHA	(12,521,000,000)	35,806,000,000	165,183,000,000	886,411,185	144

Data Keuangan Perusahaan Tahun 2016

No	Perusahaan	Jumlah Aset Tetap	Jumlah Total Aset	Operating Cash Flow	Total Liabilities	Utang Jangka Panjang	Total Equitas	Modal Kerja
1	ASSA	2,631,183,000,000	3,029,807,000,000	177,166,000,000	2,126,179,428,075	1,529,390,696,098	903,628,000,000	(304,578,000,000)
2	BBRM	1,669,343,000,000	1,884,352,000,000	113,355,648,996	955,168,000,000	386,092,000,000	929,184,000,000	(475,103,000,000)
3	BULL	2,259,233,000,000	3,208,005,000,000	64,239,020,832	1,882,811,361,932	1,307,066,119,882	1,325,194,000,000	61,073,000,000
4	CASS	423,563,000,000	1,647,455,000,000	343,560,000,000	980,355,267,000	481,938,000,000	810,981,000,000	599,442,000,000
5	CENT	7,257,000,000	1,314,930,000,000	83,942,000,000	277,474,000,000	128,468,000,000	1,037,455,000,000	65,287,000,000
6	CMNP	158,323,000,000	7,937,920,000,000	971,892,000,000	3,254,522,361,885	2,345,141,947,767	4,683,397,000,000	1,709,808,000,000
7	EXCL	33,182,920,000,000	54,896,286,000,000	7,311,992,000,000	33,687,141,000,000	19,210,103,000,000	21,209,145,000,000	(7,670,175,000,000)
8	GIAA	12,450,698,000,000	50,217,982,000,000	1,444,803,499,104	36,649,003,289,556	15,640,794,527,800	13,568,979,000,000	(5,353,478,000,000)
9	GOLD	102,700,000,000	150,879,000,000	(10,317,056,940)	66,814,000,000	1,166,696,464	84,065,000,000	(18,767,000,000)
10	IATA	1,020,508,000,000	1,266,981,000,000	2,838,000,000	676,662,000,000	179,187,158,292	590,319,000,000	(275,491,000,000)
11	IBST	760,007,000,000	5,449,336,000,000	536,510,000,000	2,015,920,172,808	1,652,765,142,021	3,433,436,000,000	559,835,000,000
12	ISAT	39,078,400,000,000	50,838,700,000,000	9,751,515,000,000	36,661,585,000,000	17,574,993,000,000	14,177,119,000,000	(11,013,111,000,000)
13	JSMR	884,666,000,000	53,500,322,000,000	2,245,043,000,000	37,161,482,595,000	18,534,483,599,000	16,338,840,000,000	(5,661,105,000,000)
14	LAPD	719,022,000,000	762,773,000,000	48,166,000,000	263,705,000,000	17,294,098,000	499,068,000,000	(203,205,000,000)
15	LEAD	2,670,952,000,000	2,985,535,000,000	164,542,410,912	1,547,705,886,356	1,353,912,868,980	1,437,829,000,000	75,255,000,000
16	MBSS	2,683,231,000,000	3,500,355,000,000	280,090,295,256	851,861,035,732	271,583,104,112	2,648,494,000,000	177,817,000,000
17	META	1,481,090,000,000	5,209,314,000,000	268,834,000,000	2,829,691,000,000	2,376,340,569,804	2,691,994,000,000	958,035,000,000
18	MIRA	177,532,000,000	400,015,000,000	19,074,568,732	153,570,600,374	89,306,970,464	246,444,000,000	107,798,000,000
19	PGAS	24,569,486,000,000	91,823,679,000,000	8,881,341,042,084	49,228,961,642,424	38,273,624,968,692	42,594,718,000,000	17,591,786,000,000
20	RAJA	898,034,000,000	1,961,235,000,000	150,112,433,580	721,957,313,544	419,139,056,536	1,229,278,000,000	137,129,000,000
21	RIGS	1,016,787,000,000	1,392,873,000,000		477,971,000,000	226,228,000,000	914,902,000,000	14,973,000,000
22	SDMU	318,253,000,000	436,205,000,000	26,800,000,000	175,045,251,747	77,380,412,310	261,160,000,000	19,769,000,000
23	SUPR	550,270,000,000	14,019,294,000,000	1,417,682,000,000	9,330,910,000,000	8,236,642,000,000	4,688,384,000,000	1,472,562,000,000
24	TAXI	1,652,123,000,000	2,557,263,000,000	149,684,000,000	1,820,550,026,000	1,645,798,642,000	736,713,000,000	537,696,000,000
25	TLKM	114,498,000,000	179,611,000,000	47,231,000,000,000	74,067,000,000,000	34,305,000,000,000	105,544,000,000,000	7,939,000,000,000
26	TMAS	2,166,137,000,000	2,525,662,000,000	392,381,000,000	1,530,986,623,552	878,976,442,916	994,676,000,000	(376,362,000,000)
27	TOWR	18,268,830,000,000	25,025,207,000,000	3,832,865,000,000	14,316,861,000,000	11,013,909,000,000	10,708,346,000,000	291,598,000,000
28	TPMA	1,429,143,000,000	1,628,646,000,000	153,281,381,052	738,662,802,912	356,801,081,908	889,983,000,000	(188,655,000,000)
29	TRAM	1,290,354,000,000	2,173,680,000,000	110,574,670,956	2,051,210,876,748	384,532,636,572	122,469,000,000	(1,306,441,000,000)
30	WEHA	74,869,000,000	304,957,000,000	31,697,000,000	201,964,000,000	63,682,254,162	102,993,000,000	(91,659,000,000)

Data Keuangan Perusahaan Tahun 2016

No	Perusahaan	Laba ditahan	EBIT	Penjualan	Jumlah Saham Beredar	Harga Saham
1	ASSA	185,217,000,000	456,077,000,000	1,570,388,000,000	3,397,500,000	195
2	BBRM	(249,747,000,000)	14,290,000,000	341,249,000,000	5,367,076,248	50
3	BULL	(1,935,158,000,000)	205,318,000,000	688,592,000,000	2,426,895,677	102
4	CASS	462,503,000,000	433,812,000,000	1,778,034,000,000	2,086,950,000	945
5	CENT	(131,900,000,000)	27,440,000,000	140,668,000,000	10,394,488,300	119
6	CMNP	1,739,705,000,000	965,797,000,000	2,310,039,000,000	2,750,000,000	1,790
7	EXCL	8,001,601,000,000	185,935,000,000	21,341,425,000,000	10,687,960,423	2,310
8	GIAA	(2,888,577,000,000)	8,128,505,623,444	51,915,650,147,340	25,886,576,254	338
9	GOLD	25,879,000,000	6,323,000,000	9,650,000,000	314,600,000	500
10	IATA	(577,894,000,000)	40,743,000,000	218,673,000,000	9,326,826,088	50
11	IBST	2,151,961,000,000	528,616,000,000	703,133,000,000	1,350,904,927	1,850
12	ISAT	24,051,363,000,000	1,275,655,000,000	29,184,624,000,000	5,433,933,500	6,450
13	JSMR	6,491,367,000,000	2,649,679,254,000	16,661,403,000,000	7,257,871,200	4,320
14	LAPD	(131,271,000,000)	(33,602,000,000)	174,554,000,000	3,966,350,139	50
15	LEAD	490,561,000,000	28,877,000,000	436,822,000,000	2,577,028,572	99
16	MBSS	1,717,697,000,000	12,582,000,000	883,525,000,000	1,750,026,639	318
17	META	353,276,000,000	515,398,000,000	986,831,000,000	15,235,671,880	131
18	MIRA	(1,271,734,000,000)	13,225,000,000	114,572,000,000	3,961,452,039	50
19	PGAS	34,457,620,000,000	11,916,925,000,000	39,431,687,000,000	24,241,508,196	2,700
20	RAJA	411,843,000,000	325,703,000,000	2,511,381,000,000	4,077,082,500	198
21	RIGS	64,990,000,000	(55,790,000,000)	199,444,000,000	609,130,000	170
22	SDMU	53,381,583,474	43,097,189,469	118,192,390,630	1,135,225,000	448
23	SUPR	925,598,000,000	1,462,978,000,000	1,821,446,000,000	1,137,579,698	7,000
24	TAXI	197,880,000,000	74,122,000,000	618,207,000,000	2,145,600,000	170
25	TLKM	76,615,000,000,000	29,172,000,000,000	116,333,000,000,000	100,799,996,400	3,980
26	TMAS	808,484,000,000	444,055,000,000	1,671,905,000,000	1,141,030,000	1,750
27	TOWR	10,200,737,000,000	4,384,339,000,000	5,053,112,000,000	10,202,925,000	3,580
28	TPMA	443,662,000,000	101,493,000,000	445,821,000,000	2,633,300,000	316
29	TRAM	(1,593,910,000,000)	72,817,000,000	361,639,000,000	9,730,433,446	137
30	WEHA	(38,815,000,000)	36,314,000,000	137,812,000,000	886,411,265	152

Data Keuangan Perusahaan Tahun 2017

No	Perusahaan	Jumlah Aset Tetap	Jumlah Total Aset	Operating Cash Flow	Total Liabilities	Utang Jangka Panjang	Total Equitas	Modal Kerja
1	ASSA	2,764,781,000,000	3,307,397,000,000	178,441,000,000	2,321,587,000,000	1,519,181,468,376	985,810,000,000	(458,729,000,000)
2	BBRM	1,221,615,000,000	1,297,103,000,000	75,054,700,680	881,423,000,000	3,532,559,712	415,679,000,000	(805,374,000,000)
3	BULL	3,116,880,000,000	4,214,267,000,000	262,529,337,012	2,073,528,593,988	1,283,524,000,000	2,140,738,000,000	3,566,000,000
4	CASS	690,329,000,000	1,907,035,000,000	362,463,000,000	1,108,203,297,000	481,882,247,000	798,832,000,000	207,809,000,000
5	CENT	2,294,741,000,000	4,494,835,000,000	88,011,000,000	1,526,720,000,000	789,549,000,000	2,968,115,000,000	28,278,000,000
6	CMNP	174,102,000,000	10,736,908,000,000	799,421,000,000	5,148,271,194,235	3,699,694,420,092	5,588,637,000,000	2,480,696,000,000
7	EXCL	34,933,877,000,000	56,321,441,000,000	9,612,170,000,000	34,690,591,000,000	19,464,075,000,000	21,630,850,000,000	(8,045,774,000,000)
8	GIAA	12,202,109,000,000	50,985,081,000,000	(835,441,389,564)	38,284,248,554,364	12,247,076,954,808	12,700,833,000,000	(12,668,796,000,000)
9	GOLD	135,412,000,000	182,413,000,000	(5,481,048,895)	99,094,000,000	27,460,770,700	83,319,000,000	(25,206,000,000)
10	IATA	64,022,988,000,000	77,755,290,000,000	74,056,000,000	452,133,169,936	114,548,120,868	597,527,000,000	(192,050,000,000)
11	IBST	4,960,110,000,000	6,355,271,000,000	484,001,000,000	2,037,804,000,000	1,191,360,343,544	4,317,467,000,000	352,721,000,000
12	ISAT	35,891,716,000,000	50,661,040,000,000	8,960,936,000,000	35,845,506,000,000	19,645,049,000,000	14,815,534,000,000	(6,721,186,000,000)
13	JSMR	1,035,922,000,000	79,192,772,000,000	4,356,186,000,000	60,833,333,269,000	35,835,392,971,000	18,359,440,000,000	(6,010,875,000,000)
14	LAPD	635,772,000,000	671,514,000,000	15,205,000,000	264,138,654,000	2,788,958,000	407,375,000,000	(226,274,000,000)
15	LEAD	2,498,092,000,000	2,748,613,000,000	133,394,637,648	1,463,146,485,588	1,232,268,081,012	1,285,466,000,000	(26,352,000,000)
16	MBSS	2,531,248,000,000	3,252,921,000,000	239,550,113,580	707,606,349,840	588,700,431,120	2,545,315,000,000	596,111,000,000
17	META	1,677,604,000,000	5,320,297,000,000	189,137,000,000	2,785,074,146,589	2,323,288,286,527	2,535,222,000,000	800,502,000,000
18	MIRA	151,237,000,000	373,573,000,000	27,795,714,676	145,032,607,737	82,628,162,518	228,540,000,000	88,833,000,000
19	PGAS	23,118,494,000,000	85,259,312,000,000	7,829,449,746,012	42,083,015,885,376	35,760,691,736,112	43,176,296,000,000	17,973,110,000,000
20	RAJA	826,621,000,000	2,038,944,000,000	(114,936,639,228)	410,094,302,040	116,540,627,592	724,487,000,000	377,016,000,000
21	RIGS	1,035,064,000,000	1,365,386,000,000		475,555,000,000	11,814,000,000	889,831,000,000	(220,776,000,000)
22	SDMU	298,507,000,000	385,446,000,000	20,897,380,933	162,869,274,046	83,048,742,473	222,577,000,000	5,643,000,000
23	SUPR	9,404,369,000,000	12,610,068,000,000	2,084,673,000,000	8,516,658,000,000	7,695,498,000,000	4,093,410,000,000	1,217,718,000,000
24	TAXI	1,393,198,000,000	2,010,013,000,000	79,236,452,000	1,763,500,000,000	1,228,384,000,000	246,513,000,000	(82,235,000,000)
25	TLKM	130,171,000,000	198,484,000,000	49,405,000,000,000	86,354,000,000,000	40,978,000,000,000	112,130,000,000,000	2,185,000,000,000
26	TMAS	2,342,071,000,000	2,918,378,000,000	129,911,000,000	1,895,434,000,000	1,076,606,410,352	1,022,944,000,000	(404,081,000,000)
27	TOWR	12,600,558,000,000	18,763,478,000,000	3,454,291,000,000	11,661,666,000,000	9,431,179,000,000	7,101,812,000,000	819,230,000,000
28	TPMA	1,341,985,000,000	1,558,318,000,000	203,837,964,924	889,918,000,000	282,665,404,260	951,064,000,000	(414,841,000,000)
29	TRAM	3,032,964,000,000	11,321,559,000,000	4,415,347,392	6,002,878,621,056	4,261,890,591,444	5,318,680,000,000	2,357,314,000,000
30	WEHA	139,028,000,000	300,003,000,000	48,589,000,000	147,599,000,000	94,446,558,217	152,405,000,000	(30,487,000,000)

Data Keuangan Perusahaan Tahun 2017

No	Perusahaan	Laba ditahan	EBIT	Penjualan	Jumlah Saham Beredar	Harga Saham
1	ASSA	270,885,000,000	516,842,000,000	1,689,846,000,000	3,397,500,000	202
2	BBRM	(772,079,000,000)	(20,082,000,000)	319,405,000,000	5,367,076,248	50
3	BULL	(1,807,543,000,000)	383,039,000,000	881,858,000,000	7,298,704,110	141
4	CASS	567,789,000,000	503,372,000,000	2,057,650,000,000	2,086,950,000	900
5	CENT	(250,947,000,000)	154,373,000,000	707,974,000,000	31,183,464,900	80
6	CMNP	1,436,198,000,000	977,664,000,000	2,906,663,000,000	3,345,831,944	1,540
7	EXCL	8,405,044,000,000	221,238,000,000	22,875,662,000,000	10,687,960,423	2,960
8	GIAA	(6,007,216,000,000)	7,168,035,356,364	56,594,409,680,988	25,886,576,254	300
9	GOLD	25,106,000,000	17,525,000,000	26,755,000,000	314,600,000	560
10	IATA	(675,622,000,000)	25,397,000,000	218,169,000,000	9,979,518,088	50
11	IBST	1,252,256,000,000	427,823,000,000	761,761,000,000	1,350,904,927	8,100
12	ISAT	11,584,601,000,000	1,940,426,000,000	29,926,098,000,000	5,433,933,500	4,800
13	JSMR	8,124,829,000,000	3,250,452,461,000	35,092,196,000,000	7,257,871,200	6,400
14	LAPD	(186,443,000,000)	(66,699,000,000)	121,602,000,000	3,966,350,139	50
15	LEAD	221,304,000,000	(13,591,000,000)	365,973,000,000	4,049,616,328	79
16	MBSS	1,612,075,000,000	34,469,000,000	927,368,000,000	1,750,026,639	590
17	META	241,620,000,000	517,234,000,000	792,013,000,000	15,235,671,880	216
18	MIRA	(1,291,452,000,000)	21,715,000,000	121,473,000,000	3,961,452,039	50
19	PGAS	34,831,917,000,000	10,800,896,000,000	40,232,030,000,000	24,241,508,196	1,750
20	RAJA	292,323,000,000	331,512,000,000	2,017,172,000,000	4,077,082,500	300
21	RIGS	3,956,000,000	(67,305,000,000)	289,249,000,000	609,130,000	181
22	SDMU	16,454,000,000	15,410,531,977	102,962,000,000	1,135,225,000	470
23	SUPR	509,528,000,000	1,469,665,000,000	1,908,487,000,000	1,137,579,698	6,800
24	TAXI	(291,595,639,000)	(183,379,000,000)	304,712,000,000	2,145,600,000	50
25	TLKM	20,268,000,000,000	32,701,000,000,000	128,256,000,000,000	100,799,996,400	4,440
26	TMAS	838,381,000,000	271,781,000,000	2,000,911,000,000	1,141,030,000	1,145
27	TOWR	6,546,418,000,000	4,165,641,000,000	5,337,939,000,000	10,202,925,000	4,000
28	TPMA	501,321,000,000	145,767,000,000	510,957,000,000	2,633,300,000	165
29	TRAM	(1,642,266,000,000)	86,578,000,000	523,694,000,000	49,630,164,604	198
30	WEHA	8,555,000,000	54,991,000,000	138,290,000,000	886,411,265	202

Lampiran 3.1

Tabulasi Data Perusahaan Sampel

Tahun 2013

No	Perusahaan	DER	FLEX	GROW	BCR	SAS
1	ASSA	1.13592	-0.07458	1.01122	1.20263	0.88004
2	BBRM	0.76066	0.16166	0.77392	0.64735	0.85135
3	BULL	0.80579	0.07415	0.88420	0.07623	0.46522
4	CASS	0.47078	0.47592	3.40013	5.05000	0.19317
5	CENT	0.03961	-0.36248	1.90440	6.30283	0.55164
6	CMNP	0.32605	0.35106	1.69962	3.03793	0.06796
7	EXCL	1.11414	0.28693	1.67959	1.52979	0.76788
8	GIAA	0.77683	0.08049	0.94976	1.48042	0.29220
9	GOLD	0.06993	0.60870	1.34937	5.07174	0.16493
10	IATA	0.89999	0.03298	1.01377	0.01844	0.60448
11	IBST	0.28541	0.57194	2.22953	4.51582	0.00842
12	ISAT	1.48380	0.22083	1.09571	0.88829	0.77383
13	JSMR	1.19619	0.11919	1.94453	1.57507	0.02107
14	LAPD	0.05804	0.35799	0.69411	0.83549	0.95349
15	LEAD	0.72037	0.20469	1.19326	1.27662	0.88625
16	MBSS	0.30546	0.51228	0.71902	2.02355	0.76911
17	META	0.40028	0.15952	1.85474	2.64745	0.01387
18	MIRA	0.18996	0.08294	0.67644	-0.93782	0.62118
19	PGAS	0.28480	0.50330	2.57760	4.69384	0.42548
20	RAJA	0.79829	0.06208	0.95509	2.04695	0.44160
21	RIGS	0.34339	0.18290	0.44933	0.75762	0.68698
22	SDMU	0.27242	-0.07518	1.43947	1.92551	0.73252
23	SUPR	1.50782	0.04620	1.45493	1.22091	0.05472
24	TAXI	0.95951	0.20241	2.13299	1.89373	0.65199
25	TLKM	0.02853	0.72385	2.12806	3.59313	0.67808
26	TMAS	2.28079	0.07897	0.93532	1.21961	0.81019
27	TOWR	2.59945	0.20440	2.86725	1.81888	0.71793
28	TPMA	0.83903	0.15362	1.08807	1.26468	0.80077
29	TRAM	0.22036	0.08761	4.53919	3.12015	0.54008
30	WEHA	1.83917	0.07409	1.11058	1.33121	0.65304

Tahun 2014

No	Perusahaan	DER	FLEX	GROW	BCR	SAS
1	ASSA	1.35195	-0.05896	2.61502	0.96970	0.87463
2	BBRM	0.36235	0.18713	0.90478	0.93884	0.75277
3	BULL	0.66885	0.04646	2.83972	1.42562	0.58990
4	CASS	0.49884	0.43887	2.95325	4.61740	0.21780
5	CENT	0.10115	-0.07133	1.85096	2.62031	0.61390
6	CMNP	0.27720	0.35535	1.52623	2.99151	0.03459
7	EXCL	2.46032	0.17167	1.42376	0.81373	0.56288
8	GIAA	1.05239	-0.02479	1.07668	0.96014	0.29766
9	GOLD	0.06980	0.01452	1.08116	5.11680	0.14657
10	IATA	0.64524	-0.05575	0.96649	0.66411	0.69620
11	IBST	0.11791	0.30180	1.26296	3.10085	0.01880
12	ISAT	1.26170	0.18815	1.14668	0.73914	0.76568
13	JSMR	1.41094	0.09065	2.14277	1.66237	0.02202
14	LAPD	0.02638	0.07533	0.53357	0.14214	0.94460
15	LEAD	0.71852	0.29456	0.63166	0.91733	0.90002
16	MBSS	0.22997	0.33152	0.67894	1.95596	0.72255
17	META	0.56305	0.02289	1.17107	1.33202	0.02947
18	MIRA	0.29865	0.24797	0.73209	-1.01107	0.45239
19	PGAS	0.72958	0.27569	2.40499	3.22501	0.39982
20	RAJA	0.33860	0.49010	0.72705	2.51177	0.34873
21	RIGS	0.36260	0.10436	0.45041	0.83065	0.71672
22	SDMU	0.37703	0.09449	1.89821	2.13075	0.74434
23	SUPR	2.59276	0.06038	1.33000	0.35560	0.03715
24	TAXI	1.79908	0.07598	1.53726	1.34327	0.70533
25	TLKM	0.26678	0.68899	2.43843	3.90060	0.66851
26	TMAS	0.90128	0.25589	2.22656	2.78456	0.79622
27	TOWR	2.25444	0.26553	3.18578	2.27436	0.71896
28	TPMA	0.63051	0.25781	1.21521	1.61682	0.83725
29	TRAM	0.58829	0.09074	1.19079	0.45927	0.57835
30	WEHA	1.51891	0.17537	1.11166	1.38009	0.56296

Tahun 2015

No	Perusahaan	DER	FLEX	GROW	BCR	SAS
1	ASSA	1.65386	-0.04586	0.82205	0.94920	0.87725
2	BBRM	0.39199	0.00001	0.62763	0.03278	0.89945
3	BULL	0.49907	0.02768	0.54851	-0.00304	0.64920
4	CASS	0.54383	0.31900	2.40666	4.19401	0.19271
5	CENT	0.12055	-0.05177	1.17147	2.76702	0.00696
6	CMNP	0.31835	0.35546	1.40801	2.35719	0.03338
7	EXCL	2.05828	0.16773	1.28307	0.75461	0.56805
8	GIAA	1.19198	0.07604	0.88785	1.69388	0.26196
9	GOLD	0.07739	0.01422	1.10069	4.71512	0.13063
10	IATA	0.49973	-0.03664	0.75784	0.17611	0.75311
11	IBST	0.33299	0.22304	0.90083	1.70799	0.19256
12	ISAT	1.66408	0.20669	1.30011	0.73740	0.75506
13	JSMR	1.35931	0.07035	1.62845	1.09200	0.02488
14	LAPD	0.00400	0.13117	0.58635	-0.03034	0.93061
15	LEAD	0.74150	0.15953	0.60738	0.62740	0.79685
16	MBSS	0.16842	0.34526	0.36510	1.16968	0.73138
17	META	0.63117	0.06657	0.69484	0.76480	0.02534
18	MIRA	0.28435	0.00129	0.74793	-1.03870	0.39201
19	PGAS	0.92791	0.15219	1.23360	1.95182	0.29696
20	RAJA	0.54951	-0.06502	0.53438	2.33495	0.26576
21	RIGS	0.26000	0.00000	0.37951	0.46106	0.67227
22	SDMU	0.35244	0.05971	1.87131	2.16222	0.40444
23	SUPR	1.68080	0.10840	1.34509	1.00538	0.03827
24	TAXI	1.66892	0.24017	0.75876	0.91498	0.70191
25	TLKM	0.39958	0.60030	2.32125	3.28293	0.62405
26	TMAS	0.61862	0.44080	1.79141	2.89406	0.81860
27	TOWR	1.53162	0.24874	2.90437	2.59978	0.68560
28	TPMA	0.52643	0.16902	0.83238	1.04561	0.85638
29	TRAM	1.30832	0.03470	1.01447	-0.52500	0.56512
30	WEHA	0.50996	0.22381	0.99738	0.72793	0.52033

Tahun 2016

No	Perusahaan	DER	FLEX	GROW	BCR	SAS
1	ASSA	1.69250	0.08333	0.92042	1.09720	0.86843
2	BBRM	0.41552	0.00001	0.64931	0.02568	0.88590
3	BULL	0.98632	0.03412	0.66407	-0.04573	0.70425
4	CASS	0.59427	0.35044	1.71452	3.37320	0.25710
5	CENT	0.12383	0.30252	1.15171	1.99184	0.00552
6	CMNP	0.50074	0.29863	1.03012	1.64970	0.01995
7	EXCL	0.90575	0.21706	1.06339	0.73353	0.60447
8	GIAA	1.15269	0.03942	0.90403	1.50821	0.24793
9	GOLD	0.01388	-0.15441	1.48539	1.24357	0.68068
10	IATA	0.30354	0.00419	0.90215	0.00707	0.80546
11	IBST	0.48137	0.27121	0.82856	1.36965	0.13947
12	ISAT	1.23967	0.26599	1.41055	1.31056	0.76867
13	JSMR	1.13438	0.06041	1.28066	0.84922	0.01654
14	LAPD	0.03465	0.18265	0.60571	0.06595	0.94264
15	LEAD	0.94164	0.10631	0.60386	0.40699	0.89463
16	MBSS	0.10254	0.32608	0.40235	1.00277	0.76656
17	META	0.88274	0.09500	0.87393	0.94493	0.28432
18	MIRA	0.36238	0.12421	0.87908	-1.65514	0.44381
19	PGAS	0.89855	0.17892	1.24893	1.85555	0.26757
20	RAJA	0.34096	0.19487	0.78372	2.50761	0.45789
21	RIGS	0.24727	0.00000	0.41750	0.15497	0.72999
22	SDMU	0.29630	0.15310	1.56721	1.93712	0.72960
23	SUPR	1.75682	0.15193	1.23358	0.94534	0.03925
24	TAXI	2.23398	0.08222	0.85455	0.63385	0.64605
25	TLKM	0.32503	0.63768	2.64600	3.83047	0.63748
26	TMAS	0.88368	0.25629	1.39678	1.92763	0.85765
27	TOWR	1.02854	0.26772	2.03168	2.18201	0.73002
28	TPMA	0.40091	0.20580	0.96447	1.09498	0.87750
29	TRAM	3.13984	0.02370	1.55694	-0.52874	0.59363
30	WEHA	0.61832	0.15694	1.10409	0.77443	0.24551

Tahun 2017

No	Perusahaan	DER	FLEX	GROW	BCR	SAS
1	ASSA	1.54105	0.07686	0.90944	1.09173	0.83594
2	BBRM	0.00850	0.00001	0.88642	-0.63990	0.94180
3	BULL	0.59957	0.12661	0.73622	0.32543	0.73960
4	CASS	0.60323	0.32707	1.56602	2.94712	0.36199
5	CENT	0.26601	0.05765	0.89467	0.90590	0.51053
6	CMNP	0.66200	0.15528	0.95939	1.25601	0.01622
7	EXCL	0.89983	0.27708	1.17765	0.82858	0.62026
8	GIAA	0.96427	-0.02182	0.90321	1.34867	0.23933
9	GOLD	0.32959	-0.05531	1.50905	1.21280	0.74234
10	IATA	0.19170	0.16244	0.90645	0.05385	0.82339
11	IBST	0.27594	0.23751	2.04242	2.79605	0.78047
12	ISAT	1.32598	0.24999	1.22241	1.11888	0.70847
13	JSMR	1.95188	0.07161	1.35472	0.92571	0.01308
14	LAPD	0.00685	0.05756	0.68868	-0.29681	0.94677
15	LEAD	0.95862	0.09117	0.64871	0.27285	0.90886
16	MBSS	0.23129	0.33854	0.53494	1.49482	0.77815
17	META	0.91640	0.06791	1.14204	1.09448	0.31532
18	MIRA	0.36155	0.19165	0.91844	-1.77223	0.40484
19	PGAS	0.82825	0.18605	0.99116	1.79614	0.27116
20	RAJA	0.16086	-0.28027	0.80101	3.00306	0.40542
21	RIGS	0.01328	0.00000	0.42904	0.04223	0.75807
22	SDMU	0.37312	0.12831	1.80680	1.81453	0.77445
23	SUPR	1.87997	0.24478	1.28883	0.99919	0.74578
24	TAXI	4.98304	0.04493	0.93073	-0.26274	0.69313
25	TLKM	0.36545	0.57212	2.68992	3.43068	0.65583
26	TMAS	1.05246	0.06854	1.09716	1.41490	0.80252
27	TOWR	1.32800	0.29621	2.79657	2.77978	0.67155
28	TPMA	0.29721	0.33567	0.84990	1.00868	0.86118
29	TRAM	0.80131	0.00074	1.39819	0.77998	0.26789
30	WEHA	0.61971	0.32920	1.08884	1.49113	0.46342

Lampiran 4.1

Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	150	.00400	4.98304	.7946554	.72027367
FLEX	150	-.36248	.72385	.1666457	.17635052
GROW	150	.36510	4.53919	1.2945216	.70275001
BCR	150	-1.77223	6.30283	1.4858428	1.37963689
SAS	150	.00552	.95349	.5380902	.29387286
Valid N (listwise)	150				

Lampiran 5.1

Hasil pengujian Asumsi Klasik

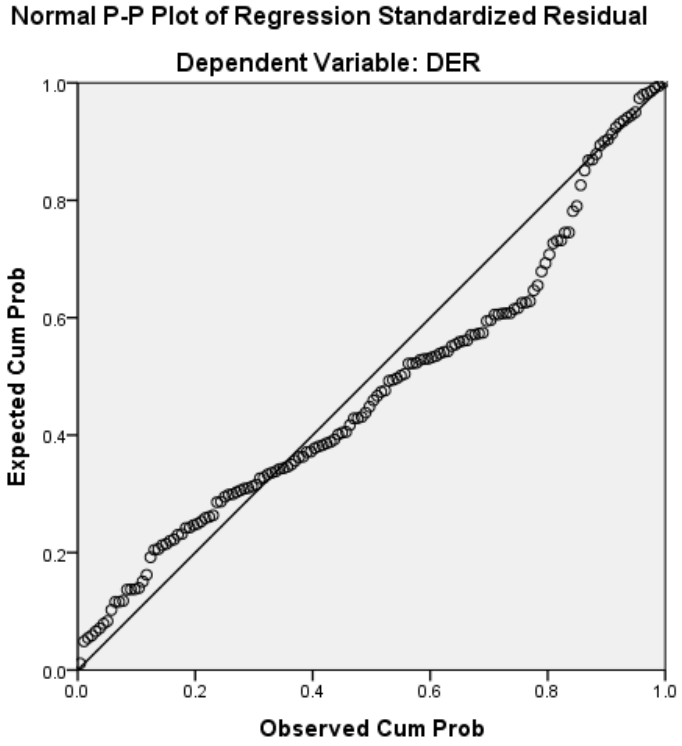
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

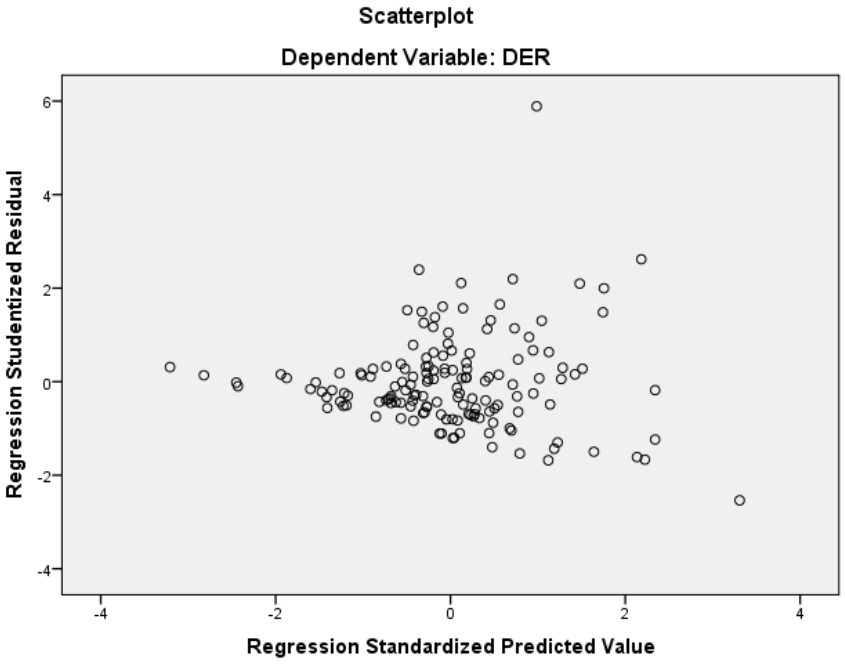
		Unstandardized Residual
N		150
Normal Parameters[a,b]	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.66030800
Most Extreme Differences	Absolute	.143
	Positive	.143
	Negative	-.075
Test Statistic		.143
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000[c]

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.


Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual
Dependent Variable: DER
Expected Cum Prob
Observed Cum Prob
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0


Scatterplot
Dependent Variable: DER
Regression Studentized Residual
Regression Standardized Predicted Value
6
4
2
0
-2
-4

Lampiran 6.1

Hasil Pengujian Regresi Berganda

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.399[a]	.160	.136	.66935374	1.934

a. Predictors: (Constant), SAS, FLEX, GROW, BCR

b. Dependent Variable: DER

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12.335	4	3.084	6.883	.000[b]
	Residual	64.965	145	.448		
	Total	77.300	149			

a. Dependent Variable: DER

b. Predictors: (Constant), SAS, FLEX, GROW, BCR

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	**.798**	.168		4.739	**.000**		
	FLEX	**-.382**	.345	-.093	-1.107	**.270**	.813	1.230
	GROW	**.404**	.098	.394	4.121	**.000**	.634	1.578
	BCR	**-.238**	.054	-.455	-4.369	**.000**	.534	1.874
	SAS	**-.203**	.199	-.083	-1.023	**.308**	.882	1.134

a. Dependent Variable: DER