

FINAL RESEARCH REPORT



RESEARCH TITLE

**PENERAPAN *CAPITAL STRUCTURE BASE RISK* TERHADAP PERTUMBUHAN
ASSET PADA INDUSTRI TRASPORTASI DI INDONESIA**

Dr. Eka Handriani, S.E., M.M

NIDN : 0607047601

**UNIVERSITAS DARUL ULUM ISLAMIC CENTRE SUDIRMAN GUPPI
SEMARANG
DESEMBER 2019**

RINGKASAN

Penelitian ini bertitik tolak dari adanya permasalahan berupa berbagai kontradiksi hasil penelitian mengenai struktur modal optimal. Sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958, teka-teki struktur modal tampaknya, masih belum terselesaikan (Al Najjar dan Hussainey, 2011). Struktur modal yang dimiliki tiap perusahaan menunjukkan rasio hutang dan ekuitas tertentu (Graham dan Harvey, 2001; Baker dan Powell, 2009). Meskipun demikian, tidak ada konsensus universal mengenai hutang dan rasio ekuitas yang sempurna dalam operasional keuangan perusahaan (Haron, 2014). **Menggunakan pendekatan** *trade-off theory*, *pecking order theory*, *agency theory* dan *market timing theory*. Peran konsep ini akan memberikan pemahaman bagi investor pemula untuk memilih berinvestasi pada perusahaan-perusahaan yang menguntungkan di masa depan, dengan memperhatikan pertumbuhan perusahaan, akan memberikan sinyal kemampuan perusahaan untuk melakukan pilihan investasi yang menguntungkan.

Tujuan penelitian ini adalah: **pertama**, mensintesis dan menguji secara empiris struktur modal di Indonesia yang sarat dengan asimetri informasi. **Kedua**, menformulasikan struktur modal yang optimal dalam kajian 4 teori dominan dalam struktur modal yaitu *trade-off theory*, *pecking order theory*, *agency theory* dan *market timing theory* di berbagai kondisi perekonomian negara, khususnya di Indonesia yang merupakan negara *emerging market*, **Ketiga**, mensintesis dan menguji secara empiris pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia, **Keempat**, mensintesis dan menguji secara empiris pengaruh risiko bisnis perusahaan di Indonesia terhadap struktur modal. **Kelima**, mensintesis dan menguji secara empiris pengaruh asset berwujud, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, likuiditas dan kinerja saham milik perusahaan di Indonesia terhadap struktur modal.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2005 – 2016. Variabel penelitian yaitu Asset Berwujud yang diproksi oleh Tangibility, Pertumbuhan Perusahaan yang diproksi oleh *Market-to-book ratio*, Positioning perusahaan dalam Industri yang diproksi oleh posisi perusahaan dalam industrinya, Likuiditas yang diproksi oleh Likuiditas perusahaan, Kinerja Saham yang diproksi oleh Perubahan harga saham akhir tahun, Risiko Bisnis perusahaan yang di proksi oleh Perubahan tahunan di EBIT perusahaan Ukuran Perusahaan yang diproksi oleh *Natural Logarithm of Total Asset* dan *Leverage* yang diproksi oleh *Debt to Asset ratio*, Profitabilitas yang di proksi oleh ROA dan Pajak yang dipeoksi oleh perbandingan antara penyusutan tahunan dan total asset. Penelitian ini menggunakan alat analisis LISREL (*Linear Structural Relationships*).

Kata Kunci: *Asset, Leverage, Debt, profitabilitas*

DAFTAR ISI

| | |
|--|----|
| RINGKASAN | 2 |
| DAFTAR ISI..... | 3 |
| BAB 1 PENDAHULUAN | 5 |
| 1.1. Latar Belakang..... | 5 |
| Table 1. Empirical studies on Transportasi industry capital structure | 14 |
| BAB II KAJIAN PUSTAKA | 16 |
| 2.1. Trade-off theory | 16 |
| 2.2. Pecking order theory | 16 |
| 2.3. Market Timing Hypothesis..... | 19 |
| 2.4. Determinants of capital structure..... | 20 |
| 2.1.1. Pengaruh Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP). | 20 |
| 2.1.2. Pengaruh Likuiditas (LIK) Terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP). | 22 |
| 2.1.3. Pengaruh Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR). | 23 |
| 2.1.4. Pengaruh Likuiditas (LIK) terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR). | 27 |
| 2.1.5. Pengaruh Asset Berwujud (ASB) terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR). | 29 |
| 2.1.6. Pengaruh Kinerja Saham (KIS) terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR). | 31 |
| 2.1.7. Pengaruh Risiko Bisnis (RIB) terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR). | 32 |
| 2.1.8. Pengaruh Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR).. | 35 |
| 2.1.9. Pengaruh Profitabilitas (ROA) terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR). | 37 |
| 2.1.10. Pengaruh Pajak (TAX) terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR). | 38 |
| 2.1.11. Pengaruh pertumbuhan perusahaan (PRP) terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR) | 39 |
| 2.1.12. Pengaruh pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi positioning perusahaan dalam Industri (PPI) terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR) | 43 |
| 2.1.13. Pengaruh pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi Likuiditas terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR)..... | 46 |
| Ringkasan Hipotesis | 47 |
| BAB III METODE PENELITIAN..... | 48 |
| 3.1. Desain Penelitian..... | 48 |
| 3.2. Jenis dan Sumber Data | 49 |
| 3.2.1 Populasi dan Sampel..... | 49 |
| 3.2.2 Sampel | 50 |
| 3.2.3. Metode Analisis Data | 50 |
| 3.2.4. Model penelitian | 51 |
| 3.3 Variabel Penelitian | 52 |
| Tabel 3.2 | 52 |
| BAB IV HASIL PENELITIAN | 54 |
| 4.1. Analisis Deskriptif..... | 54 |
| Tabel 4.1 | 54 |
| BAB V PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN | 76 |

| | | |
|--------|-------------------------------|-----|
| 5.1.1 | Pengantar | 76 |
| | Tabel 5.1 | 76 |
| 5.1.2 | Pembahasan Hipotesis 1 | 77 |
| 5.1.3 | Pembahasan Hipotesis 2 | 80 |
| 5.1.4 | Pembahasan Hipotesis 3 | 83 |
| 5.1.5 | Pembahasan Hipotesis 4 | 84 |
| 5.1.6 | Pembahasan Hipotesis 5 | 86 |
| 5.1.7 | Pembahasan Hipotesis 6 | 89 |
| 5.1.8 | Pembahasan Hipotesis 7 | 90 |
| 5.1.9 | Pembahasan Hipotesis 8 | 92 |
| 5.1.10 | Pembahasan Hipotesis 9 | 94 |
| 5.1.11 | Pembahasan Hipotesis 10 | 95 |
| 5.1.12 | Pembahasan Hipotesis 11 | 96 |
| 5.1.13 | Pembahasan Hipotesis 12 | 98 |
| 5.1.14 | Pembahasan Hipotesis 13 | 101 |
| | DAFTAR PUSTAKA | 105 |

BAB 1.

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Transportasi memiliki peranan penting dalam pembangunan perekonomian, karena berkaitan dengan distribusi barang, jasa, dan tenaga kerja, serta merupakan inti dari pergerakan ekonomi. Menurut (Jones & Lucas, 2012) transportasi yang baik dapat memberikan sarana untuk meraih peluang penting seperti pendidikan, pekerjaan, bisnis, dan pertemanan yang dapat mempengaruhi kualitas hidup. Penggunaan moda transportasi yang lebih cepat seperti mobil dan kereta api dapat memberi kesempatan yang lebih luas guna meningkatkan kemampuan daya beli, aset, dan kemampuan fisik serta mental (Thiteridge *et al*, 2014). Sektor transportasi merupakan salah satu subsektor dari sektor infrastruktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). Infrastruktur merupakan salah satu faktor penentu pembangunan ekonomi yang sama pentingnya dengan faktor-faktor produksi umum lainnya seperti modal dan tenaga kerja. Sejak krisis ekonomi 1998, perhatian pemerintah terhadap penyediaan infrastruktur sangatlah minim, khususnya di wilayah luar Jawa. Hal tersebut terjadi karena setelah krisis pemerintah harus fokus terhadap hal-hal yang lebih mendesak seperti menjaga stabilitas nilai tukar rupiah dan perekonomian secara keseluruhan, mencegah pelarian modal, menanggulangi hutang luar negeri, serta menstabilkan kembali situasi politik dan sosial. Akibatnya kondisi infrastruktur terpuruk. Terutama infrastruktur jalan yang merupakan salah satu faktor yang memperlancar perekonomian dimana akan meningkatkan kemajuan suatu daerah karena akan mempermudah dalam menghasilkan barang serta pendistribusiannya. Hal tersebut

akan menarik para investor untuk menanamkan modal sehingga sangat dibutuhkan keadaan jalan yang baik. Sebagai Negara kepulauan, maka transportasi merupakan aspek penting dari infrastruktur Indonesia, sehingga cukup menguras anggaran Negara akibat kebutuhan yang sangat besar akan pembaruan infrastruktur. Secara teknis, antar subsektor transportasi terdapat hubungan komplementer. Akan tetapi, secara ekonomis hubungannya bersifat substitusi atau kompetitif. Misalnya, angkutan ekspor-impor pada umumnya melewati laut dan udara untuk mendistribusikan barangnya, namun secara teknis memerlukan angkutan darat untuk mengantarkan barang tersebut ke pelabuhan bongkar muat.

Sektor transportasi di Indonesia baik sebagai infrastruktur maupun layanan jasa adalah suatu urat nadi utama kegiatan perekonomian yang pada gilirannya akan menentukan tingkat keunggulan daya saing suatu perekonomian. Ketersediaan prasarana dan sarana yang mencukupi dan efektif, serta tumbuhnya industri jasa yang efisien dan berdaya saing tinggi pada setiap sektor perhubungan, baik darat, laut maupun udara, akan menentukan kecepatan pertumbuhan perekonomian Indonesia mengatasi persaingan global yang makin ketat dan berat. Infrastruktur sektor transportasi Indonesia menurut survey World Economic Forum (WEF) menempati peringkat 91 dari 131 negara yang disurvei. Sebagai gambaran luas, kondisi transportasi di Indonesia saat ini masih mengalami hambatan yang belum mendapatkan perhatian serius dari pemerintah. Hal-hal tersebut antara lain karena terbatasnya dukungan pembiayaan dari dunia perbankan maupun lembaga keuangan non-bank dalam memberi pinjaman kredit yang mengakibatkan industri transportasi saat ini sulit berkembang. Selain itu

tingkat keamanan dan keselamatan transportasi nasional belum memenuhi persyaratan atau standar internasional. Kondisi infrastruktur perhubungan Indonesia dewasa ini pada setiap sektor jasa transportasi tidak memadai untuk kelancaran arus transportasi penumpang dan barang. Gejolak ekonomi dunia yang dimulai dari krisis harga minyak global ini telah banyak memakan korban dari berbagai sektor perekonomian yang ada di setiap negara. Hal ini semakin diperburuk dengan terjadinya krisis keuangan di Amerika Serikat (AS) yang dipicu subprime mortgage bubble crisis yang terus berlarut. Bagi Indonesia, krisis ini akan memiliki dampak yang saling terkait di berbagai sektor, dimana salah satunya adalah sektor transportasi yang merupakan urat nadi perekonomian Indonesia. Kenaikan biaya transportasi akibat krisis perekonomian global diprediksi menyulitkan industri logistik di Indonesia dalam menjalankan usahanya di tengah permintaan pasar akan penurunan tarif layanan. melemahnya nilai tukar rupiah dalam jangka pendek akan berdampak pada kenaikan beberapa komponen impor yang terkait dengan sarana transportasi. Melihat kondisi krisis financial global saat ini, tampaknya masih akan berlanjut selama beberapa waktu ke depan. Ini berarti, nilai tukar rupiah terhadap dollar masih akan terus fluktuatif dan harga BBM juga belum dapat disinyalir untuk stabil. Maka dari itu harus dilakukan beberapa upaya untuk membantu sektor transportasi agar dapat terus bertahan. Untuk mengurangi dampak krisis, pemerintah perlu menurunkan harga bahan bakar minyak (BBM) atau mencabut subsidi BBM untuk kendaraan pribadi dengan memanfaatkan momentum turunnya harga minyak dunia. Krisis finansial global dan lumpuhnya sistem perbankan global yang berlarut akan berdampak sangat negatif terhadap Indonesia, karena pembiayaan kegiatan investasi di

Indonesia (baik oleh pengusaha dalam maupun luar negeri) akan terus menciut, penyerapan tenaga kerja melambat dan akibatnya daya beli masyarakat turun yang akhirnya akan menurunkan pertumbuhan ekonomi. Dalam situasi seperti ini tentunya yang biasa dilakukan adalah efisiensi. Bisa jadi itu dilakukan dengan melakukan pemutusan hubungan kerja atau PHK. Itu sudah menjadi konsekuensi kalau daya saing produk kita terus berkurang sementara biaya produksi meningkat. Jika industri transportasi terkena imbas dari krisis global, maka akan mengakibatkan macetnya perpindahan barang dan jasa. Tidak terjadinya perpindahan barang dan jasa akan mengakibatkan kekacauan pada bagian produksi. Produksi terpaksa harus dihentikan karena barang belum terjual habis. Karena produksi terhenti dalam jangka waktu yang lama, maka industri akan melakukan PHK kepada karyawan-karyawannya, dan akibatnya industri itu menjadi lebih kecil dan pendapatnya semakin berkurang. Jika produksi terhenti, barang tidak bias terdistribusi, karyawan dan biaya operasional akan berjalan terus, akibatnya perusahaan akan jatuh bangkrut.

Kondisi tersebut mengingatkan kita pada krisis ekonomi 1998. Salah satu dampak dari krisis moneter tersebut adalah ditutupnya sejumlah perusahaan karena tidak mampu mempertahankan going concernnya (kelangsungan usahanya). Ketidakmampuan atau kegagalan perusahaan-perusahaan tersebut dapat disebabkan oleh dua hal, pertama yaitu kegagalan ekonomi, dan yang kedua yaitu kegagalan keuangan. Kegagalan ekonomi berkaitan dengan ketidakseimbangan antara pendapatan dan pengeluaran. Selain itu, kegagalan ekonomi juga bisa disebabkan oleh biaya modal perusahaan yang lebih besar dari tingkat laba atas biaya historis investasi. Perusahaan dikategorikan gagal

keuangannya jika perusahaan tersebut tidak mampu membayar kewajibannya pada waktu jatuh tempo meskipun total aktiva melebihi total kewajibannya (Weston dan Brigham, 1993: 474). Jatuh bangunnya perusahaan merupakan hal yang biasa. Kemampuan perusahaan transportasi untuk tetap berada pada alur yang baik membutuhkan pengelolaan perusahaan yang baik pula.

Menurut banyak spesialisasi keuangan perusahaan dan hampir semua buku teks keuangan modern, perusahaan memiliki struktur modal yang optimal dengan target leverage yang ditentukan oleh *sales*, pajak utang dan biaya agensi. Meskipun survei manajerial mengkonfirmasi bahwa banyak perusahaan memiliki target leverage, namun tidak jelas apakah target tersebut sering memaksakan batasan yang bermakna dalam variasi struktur modal dari waktu ke waktu. Survei telah dilakukan terhadap sekitar 400 CFO korporasi AS melaporkan bahwa 81% responden mengatakan bahwa perusahaan mereka memiliki rasio leverage target atau “zona” leverage, tetapi hanya 10% mengatakan bahwa perusahaan mereka memiliki ketat target.¹ Jika target leverage hanya berfungsi sebagai panduan perencanaan keuangan yang kasar, maka keberadaan target sepenuhnya kompatibel dengan variasi luas dari waktu ke waktu dalam leverage aktual perusahaan.

Kesimpulan sementara di antara para peneliti terkemuka adalah bahwa struktur modal masing-masing perusahaan stabil dalam jangka panjang, dengan perusahaan yang saat ini memiliki leverage tinggi (atau rendah) cenderung mempertahankan leverage tinggi (atau rendah) selama dua decade. Pandangan ini menunjukkan bahwa perusahaan menjaga leverage mereka dekat dengan rasio

target yang tidak banyak berubah selama periode yang lama. Ini juga menumbuhkan keyakinan bahwa peneliti yang ingin memahami struktur modal harus fokus pada menjelaskan distribusi rasio leverage yang diduga cukup stabil di seluruh perusahaan, sementara sebagian besar mengabaikan variasi dari waktu ke waktu.

Struktur modal serta dampaknya terhadap nilai perusahaan masih banyak memberikan celah menarik untuk diteliti. Sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958, teka-teki struktur modal tampaknya, masih belum terselesaikan (Al Najjar dan Hussainey, 2011). Struktur modal yang dimiliki tiap perusahaan menunjukkan rasio hutang dan ekuitas tertentu (Graham dan Harvey, 2001; Baker dan Powell, 2009). Meskipun demikian, tidak ada konsensus universal mengenai hutang dan rasio ekuitas yang sempurna dalam operasional keuangan perusahaan (Haron, 2014).

Sejak penelitian perintis Modigliani dan Miller (1958), para peneliti telah mengikuti dan memperluas pekerjaan mereka untuk mengembangkan teori yang menjelaskan keputusan struktur modal; paling baru penelitian yang dilakukan oleh Xu (2012), Faccio dan Xu (2015), Fauver dan McDonald (2015) dan Serfling (2016). Pertanyaan apakah, dan atau bagaimana, struktur modal berdampak pada nilai perusahaan berlanjut sebagai salah satu masalah terpenting dalam keuangan perusahaan. Meskipun volume besar penelitian teoritis dan empiris tentang hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan, belum ada kesepakatan yang dicapai pada nexus ini. Struktur modal memang penting (misalnya Berger, Herring, & Szegö, 1995; DeMarzo & Duffie, 1995; Froot & Stein, 1998; Miller, 1995; Smith & Stulz, 1985) . Meskipun bank dan perusahaan asuransi menempati

panggung utama dalam perekonomian, studi yang masih ada pada struktur modal umumnya mengecualikan perusahaan keuangan dari analisis mereka. Ini didasarkan pada gagasan bahwa perusahaan keuangan memiliki karakteristik perusahaan yang khas. Misalnya, dalam konteks lembaga perbankan dan asuransi, kemampuan masing-masing mengambil setoran dan pengambilan premi, membedakannya dari perusahaan non-keuangan lainnya. Kemampuan untuk menghasilkan setoran dan premi ini memberi mereka sumber keuangan tambahan yang biasanya tidak tersedia untuk perusahaan lain.

Sejumlah teori berusaha menjelaskan penciptaan nilai struktur modal dengan sudut pandang yang berbeda. Di pasar yang sempurna (yaitu pasar tanpa pajak, biaya transaksi, biaya kebangkrutan, biaya agensi dan asimetri informasi) Modigliani dan Miller (1958) berhipotesis bahwa nilai perusahaan akan independen dari struktur modalnya. Memperkenalkan pengurangan pajak bunga yang harus dibayar atas hutang, model berbasis pajak (Modigliani dan Miller, 1963) merekomendasikan bahwa perusahaan yang menguntungkan harus lebih banyak meminjam. Model trade-off klasik Kraus dan Litzenberger (1973) dirancang untuk menyeimbangkan biaya kebangkrutan dan manfaat penghematan pajak dari hutang dan mengusulkan manfaat untuk pengungkitan terbatas sampai pada titik di mana struktur modal perusahaan yang optimal tercapai. Teori pecking order menetapkan sistem preferensi hierarkis untuk pembiayaan perusahaan; yaitu pembiayaan internal yang digunakan pertama, kemudian utang, dan akhirnya ekuitas (Myers dan Majluf, 1984). Model berbasis agensi (Jensen dan Meckling, 1976) akhirnya memberikan prediksi yang bertentangan tentang

apa struktur modal optimal perusahaan mungkin, karena hasilnya tergantung pada hubungan agensi spesifik di perusahaan dan biaya agensi terkait.

Hasil empiris campuran dalam literatur saat ini adalah motivasi penting untuk penelitian kami. Di satu sisi, banyak studi empiris menunjukkan hubungan negatif antara leverage dan profitabilitas yang konsisten dengan prediksi teori pecking order (lihat misalnya Kester, 1986; Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Moh'd *et al.*, 1998; Wald, 1999; Wiwattanakantang, 1999; Booth *et al.*, 2001; Chen, 2004; Huang & Song, 2006; Chakraborty, 2010; Oino & Ukaegbu, 2015). Sebaliknya, Long & Malitz (1985), Roden dan Lewellen (1995), Ghosh *et al.* (2000), Abor (2005) dan Berger & Bonaccora (2006) menunjukkan bahwa *leverage* berkorelasi positif dengan profitabilitas. Meneliti kontradiksi nyata dalam temuan empiris sehubungan dengan leverage dan profitabilitas, Danis *et al.* (2014) mengusulkan hubungan positif antara profitabilitas dan leverage ketika perusahaan berada di atau dekat leverage optimal mereka, dan negatif ketika perusahaan tidak menyesuaikan struktur modal mereka.

Meskipun penelitian teoritis dan empiris memprediksi hubungan campuran antara leverage dan profitabilitas, sebagian besar studi empiris menunjukkan hubungan negatif antara variabel-variabel kunci ini. Selain itu, literatur juga menunjukkan bahwa keputusan struktur modal adalah faktor yang relevan yang menjelaskan nilai yang dibuat untuk pemegang saham. Studi ini akan memperkaya literatur dan mencari tahu hasil hubungan ini menggunakan data untuk di Indonesia.

Studi empiris yang dilakukan di bidang transportasi sangat sedikit. Di antara yang lain, Ahmed & Shabbir (2014) menguji teori pecking order dengan

menggunakan data keuangan perusahaan transportasi Pakistan selama periode 5 tahun dari 2007 hingga 2011. Hasil empiris mereka menunjukkan bahwa ukuran, profitabilitas, likuiditas, tangibilitas, dan risiko adalah penting. penentu struktur modal perusahaan transportasi Pakistan. Selain itu, mereka melaporkan bahwa perusahaan transportasi Pakistan tampaknya mengikuti pola pecking order pembiayaan dalam hal profitabilitas, risiko, tangibilitas dan likuiditas, karena semua koefisien negatif. Namun, berkenaan dengan ukuran, hubungan positif tetap ada, yang konsisten dengan teori trade-off. Cheng & Weiss (2012) melakukan tes teori *trade-off* dan *pecking order* dalam industri transportasi di AS. Periode sampel mereka untuk penelitian, 1994-2003, bertepatan dengan institusi persyaratan modal berbasis risiko dalam industri ini. Mereka memperkirakan model penyesuaian parsial untuk menentukan apakah perusahaan memiliki struktur modal yang optimal dan seberapa cepat perusahaan menyesuaikan diri dengan optimal ketika penyimpangan dari optimum terjadi. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa teori *trade-off* mendominasi teori pecking order untuk perusahaan transportasi properti. Ada banyak literatur yang menguatkan bahwa penentu standar struktur modal perusahaan transportasi juga berlaku untuk sektor manufaktur (Teixeira et al., 2014; Juca et al., 2012; Ahmad & Abbas, 2011; dan Gropp & Heider, 2010). Baru-baru ini, Sorokina, et al., (2017) memperluas karya Gropp & Heider (2010) dengan memeriksa perilaku pembiayaan 1700 manufaktur AS yang diperdagangkan secara publik selama periode 1973-2012. Hasil mereka mendokumentasikan bahwa sebagian besar bank memegang modal ekuitas di atas tingkat minimum peraturan yang ditentukan. Mereka beralasan bahwa, struktur modal bank ditentukan secara independen dari persyaratan

peraturan, sampai mereka berada dalam jarak yang sangat dekat dengan minimum yang disyaratkan dan regulator secara eksplisit memaksakan keputusan terkait modal pada mereka. Selanjutnya, Sorokina *et al.* (2017) mendokumentasikan bahwa pada saat lain, faktor pasar umum, rasio pasar terhadap buku, profitabilitas, ukuran, agunan, dividen, risiko dan beberapa parameter makro dan mikro ekonomi lainnya mendorong struktur modal bank. Tabel 1 mendokumentasikan temuan penelitian terpilih yang telah dilakukan pada perusahaan transportasi.

Table 1. Empirical studies on Transportasi industry capital structure

| Firm-level determinant | Expected sign | | Empirical evidence from the Transportasi industry firms |
|------------------------|---------------|---------|--|
| | Positif | Positif | |
| Size | Positif | Positif | <p>Positif Ahmad & Abbas (2011) Baltaci & Ayaydin (2014) Gropp & Heider (2010) Jucá <i>et al.</i> (2012)</p> <p>Negative Teixeira <i>et al.</i> (2014)</p> |
| Likuiditas | Negatif | Positif | <p>Positive Teixeira <i>et al.</i> (2014) Berger & Di Patti (2006)</p> <p>Negative Ahmad & Abbas (2011) Baltaci & Ayaydin (2014) Gropp & Heider (2010) Jucá <i>et al.</i> (2012)</p> |
| Asset Tangibility | Negatif | Positif | <p>Positive Gropp & Heider (2010) Jucá <i>et al.</i> (2012)</p> <p>Negative Teixeira <i>et al.</i> (2014)</p> |
| Risk | Positif | Negatif | <p>Positive Teixeira <i>et al.</i> (2014)</p> <p>Negative Gropp & Heider (2010) Jucá <i>et al.</i> (2012, 23)</p> |
| Growth firm | Positif | Negatif | <p>Positive Ahmad & Abbas (2011) Teixeira <i>et al.</i> (2014)</p> <p>Negative Gropp and Heider (2010)</p> |

| | | | |
|--|--|--|-------------------------------|
| | | | Jucá <i>et al.</i> (2012, 23) |
|--|--|--|-------------------------------|

Masalah yang diajukan dalam penelitian ini adalah bagaimana mengembangkan sebuah model teoritikal untuk menjawab masalah informasi asimetris dalam studi korporasi di Indonesia yang sangat lekat dengan 4 teori dominan dalam struktur modal yaitu *trade-off theory*, *pecking order theory*, *agency theory* dan *market timing theory*. Pertanyaan penelitian dapat diuraikan sebagai berikut: (1) Bagaimanakah struktur modal yang optimal ? (2) Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia? (3) apakah risiko bisnis perusahaan di indonesia berpengaruh terhadap struktur modal ? (4) apakah aset berwujud, pertumbuhan perusahaan, likuiditas dan kinerja saham milik perusahaan di Indonesia berpengaruh terhadap struktur modal ?

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Trade-off theory

Teori *trade-off* dikaitkan dengan Kraus & Litzenberger (1973). Mereka mendalilkan bahwa perusahaan berkeinginan untuk mencapai leverage yang optimal yang mencerminkan trade-off antara manfaat pajak utang dan biaya bobot mati kebangkrutan. Myers (1984) lebih lanjut mengembangkan teori ini dalam kerangka *trade-off* statis di mana ia menyatakan bahwa perusahaan menetapkan target rasio utang terhadap nilai dan secara bertahap bergerak ke arah itu, cara yang sama bahwa perusahaan menyesuaikan dividen untuk bergerak menuju target pembayaran dividen target Rasio keluar. Pada dasarnya, perusahaan memiliki dua sumber pembiayaan yang tersedia, yaitu; hutang dan ekuitas. Dalam kerangka trade-off, perusahaan akan menggunakan lebih banyak utang untuk mendapatkan manfaat dari perisai pajak bunga utang sampai pada titik di mana biaya kebangkrutan lebih besar daripada nilai sekarang dari perisai pajak bunga. Di luar titik ini, adalah bijaksana bahwa perusahaan mengeluarkan dana dari ekuitas.

2.2. Pecking order theory

Teori *pecking order* diajukan oleh Myers & Majluf (1984). Mereka mendalilkan bahwa umumnya lebih baik menerbitkan surat berharga yang aman daripada yang berisiko. Perusahaan harus pergi ke pasar obligasi untuk modal eksternal, tetapi meningkatkan ekuitas dengan retensi jika memungkinkan. Dengan kata lain, pembiayaan eksternal menggunakan

utang lebih baik daripada pembiayaan dengan ekuitas. Dalam model pecking order ini, hierarki keuangan turun dari dana internal, ke utang, ke ekuitas eksternal (Chirinko & Singha, 2000). Dengan kata lain, manajer akan cenderung memiliki prioritas untuk mendanai proyek dengan menggunakan laba ditahan, dan menerbitkan hutang ketika laba ditahan habis, dan terakhir mereka hanya akan beralih ke penerbitan ekuitas ketika tidak masuk akal untuk menerbitkan lagi hutang (Rasiah & Kim, 2011). Dalam kerangka *pecking order*, perusahaan tidak memiliki target rasio utang terhadap ekuitas yang didefinisikan dengan baik (Myers, 1984). Teori ini menyiratkan bahwa manajer perusahaan membuat keputusan pembiayaan tidak benar-benar memikirkan target jangka panjang rasio utang terhadap ekuitas. Alih-alih, mereka mengambil jalan perlawanan paling sedikit dan memilih apa yang pada saat itu tampak sebagai kendaraan pembiayaan berbiaya terendah — umumnya utang — dengan sedikit pemikiran tentang konsekuensi masa depan dari pilihan ini (Barclay & Smith, 2005).

Teori pecking order diklasifikasikan sebagai teori biaya informasi. Tersirat dalam teori pecking order adalah asimetri informasi. Asimetri informasi muncul sebagai akibat dari manajer (orang dalam) memiliki lebih banyak informasi daripada investor (orang luar), yang mereka gunakan untuk keuntungan mereka. Dengan demikian, dalam pengaturan ini, utang jangka panjang dianggap sebagai upaya terakhir dalam pembiayaan.

Sementara *Trade-Off Theory* dan *Peking Order Theory* lebih berfokus pada perilaku spesifik perusahaan, Baker & Wurgler (2002) memperkenalkan Hipotesis *Market timing* yang menempatkan lebih banyak fokus, jika tidak semua memperhatikan kondisi ekuitas eksternal dan pasar modal hutang sebagai sarana untuk menjelaskan variasi struktur modal historis. Secara khusus, Hipotesis market timing menyatakan bahwa variasi struktur modal historis adalah sebagai akibat langsung dari tindakan kumulatif penetapan waktu hutang dan penerbitan ekuitas mereka ketika kondisi pasar modal eksternal menguntungkan bagi mereka untuk melakukannya. Namun, terlepas dari kenyataan bahwa bukti empiris dalam mendukung Hipotesis *market timing* adalah lazim dengan masalah metodologis dan variabel, Hipotesis *market timing* juga menempatkan fokus yang terlalu tinggi pada hanya kondisi pasar modal eksternal dan hampir sepenuhnya nol kaitannya dengan kondisi spesifik perusahaan internal. Ini menjelaskan mengapa tidak ada kesepakatan di antara para peneliti. Para peneliti berpendapat bahwa Hipotesis *market timing* dapat memberikan penjelasan holistik tentang variasi struktur modal historis. Singkatnya, tiga argumen teoretis utama yang ditunjukkan secara singkat sebelumnya mampu menjelaskan secara parsial perilaku variasi struktur modal historis untuk segmen-segmen perusahaan tertentu dan pada periode waktu tertentu. Namun, sulit untuk mempertahankan gagasan bahwa salah satu dari ketiganya, atau kombinasi dari mereka, mampu memberikan penjelasan lengkap tentang variasi struktur modal historis, dan dengan

demikian, teka-teki struktur modal bisa dibilang, secara teoritis, tidak terjawab.

2.3. Market Timing Hypothesis

Baker & Wurgler (2002) memperkenalkan Market Timing Hypothesis sebagai cara menjelaskan variasi struktur modal. Hipotesis Waktu Pasar mempostulatkan bahwa perusahaan mengatur waktu penerbitan sekuritas mereka ke eksternal kondisi pasar modal. Sebagai contoh, perusahaan dapat menerbitkan lebih banyak utang ketika kondisi pasar utang saat ini menguntungkan, meskipun mereka mungkin tidak memiliki kebutuhan keuangan untuk melakukannya. Perusahaan, dengan demikian, hanya menumbuhkan kelonggaran keuangan untuk digunakan di masa depan ketika peluang investasi muncul. Hal yang sama dapat diperdebatkan untuk penerbitan ekuitas. Konsep ini sebagian besar diilhami oleh survei Graham & Harvey (2001) tentang CFO di seluruh AS yang menunjukkan bahwa mereka mempraktikkan pengaturan waktu pasar secara teratur. Hipotesis lebih lanjut menyatakan bahwa variasi struktur modal historis yang diamati adalah sebagai hasil dari akumulasi perusahaan mengikuti perilaku market timing. Oleh karena itu, studi masa lalu pada market timing lebih dari sekedar menunjukkan adanya perilaku market timing dalam regresi struktur modal, mereka menekankan demonstrasi dari persistensi efek market timing pada struktur modal perusahaan selama periode waktu yang lama. Hal ini dilakukan untuk

mengesampingkan dugaan bahwa perilaku waktu pasar hanya bersifat sementara dan menghilang dalam jangka waktu yang lama.

2.4. Determinants of capital structure

Studi yang masih ada tentang struktur modal telah mengisolasi sejumlah faktor untuk memiliki efek pada leverage perusahaan (lihat misalnya, Al-Najjar & Hussainey, 2011; Frank & Goyal, 2009; Gropp & Heider, 2010; Rajan & Zingales, 1995; Shyam -Sunder & Myers, 1999; Titman & Wessels, 1988, di antara penelitian lain). Ini adalah profitabilitas, tangibilitas aset, firm size, nilai growth firm dan risiko.

2.1.1. Pengaruh Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP).

Ketika beberapa perusahaan memiliki persentase yang besar dalam suatu industri, cenderung mendorong kolusi antara perusahaan-perusahaan dalam industri. Hal ini dapat terjadi secara terbuka atau tanpa sepengetahuan publik. Perilaku kolusi cenderung meningkat pada pangsa pasar yang terkonsentrasi hanya beberapa perusahaan. Semakin tinggi rasio konsentrasi di pasar, semakin tinggi kinerja profitabilitas perusahaan. Jadi, menurut hipotesis SCP, ada korelasi positif antara tingkat konsentrasi pangsa pasar dan kinerja perusahaan. Karena alasan kolusi atau monopoli, perusahaan-perusahaan di pasar yang terkonsentrasi akan mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi daripada perusahaan yang beroperasi dalam industri yang kurang terkonsentrasi, (Pleshko & Heiens 2011). Hipotesis ini dapat

didukung jika dampak dari konsentrasi pasar ditemukan secara signifikan positif, terlepas dari efisiensi perusahaan. Ada sejumlah studi empiris di pasar perbankan yang memberikan dukungan dalam mendukung SCP hipotesis. Penelitian awal yang menonjol yang mendukung hipotesis SCP adalah studi oleh (Rose dan Fraser 1976; Heggstad dan Mingo, 1977; Spellman, 1981; dan Rhoades 1982). Podenda, (1986), Lloyad-Williams, *et al.* (1994), dan Samad, (2005) melakukan penelitian di sector perbankan California dengan hasil yang konsisten dengan gagasan bahwa " peningkatan konsentrasi dikaitkan dengan keuntungan yang semakin tinggi". Lloyad-Williams, *et al.* (1994) menguji dua hipotesis dengan menggunakan industri perbankan Spanyol dan menemukan dukungan pada hipotesis SCP. Dalam sebuah penelitian yang dilakukan oleh Gilbert, (1984), ada 44 studi yang diringkas mengenai dampak kinerja bank terhadap konsentrasi pasar. Studi Gilbert terakhir menemukan bahwa konsentrasi pasar berhubungan secara positif dan signifikan terhadap kinerja bank. Brucker ,(1970); Edward, (1964), Phillips, (1967), dan Vernon, (1971) menemukan bukti yang mendukung struktur pasar hipotesis (SCH). Mereka menemukan bahwa koefisien struktur pasar, secara statistik berhubungan positif dan signifikan. Hipotesis 1 dalam penelitian ini adalah Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP).

2.1.2. Pengaruh Likuiditas (LIK) Terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP).

Frank & Goyal (2009) berpendapat bahwa pertumbuhan meningkatkan biaya kesulitan keuangan, mengurangi masalah arus kas bebas dan memperburuk masalah agensi terkait utang. Perusahaan yang berkembang menempatkan nilai yang lebih besar pada investasi bersama pemangku kepentingan. Karena itu, teori *trade-off* memprediksi bahwa pertumbuhan mengurangi leverage. Antoniou *et al.* (2008) berpendapat bahwa sumber daya internal perusahaan yang tumbuh mungkin tidak cukup untuk membiayai peluang investasi NPV positif mereka, dan karenanya, mereka mungkin harus meningkatkan modal eksternal. Intinya, jika perusahaan membutuhkan keuangan eksternal, mereka menerbitkan utang sebelum ekuitas sesuai dengan teori *pecking order*. Oleh karena itu, peluang pertumbuhan dan leverage terkait positif dalam hal teori *pecking order*.

Hubungan antara struktur modal dan peluang pertumbuhan (GRO) perusahaan. Teori *trade-off* menunjukkan bahwa leverage dan peluang pertumbuhan memiliki hubungan negatif. Namun, teori *pecking order* menyatakan bahwa hubungan antara peluang pertumbuhan dan leverage dapat positif, karena perusahaan yang memiliki pertumbuhan lebih tinggi akan memilih modal utang daripada modal ekuitas ketika pendanaan internal tidak mencukupi. Bukti empiris tentang hubungan antara leverage dan GRO juga

tidak jelas. Penulis seperti, Rajan dan Zingales (1995), Chen *et al.*, (1997), Abbad & Zaluki (2012), menemukan hubungan negatif antara GRO dan leverage. Di sisi lain, Bevan & Danbolt (2001), Ameer (2013) menemukan hubungan positif antara pertumbuhan dan leverage.

Dalam literatur, peluang pertumbuhan diukur dengan berbagai cara; penulis seperti Rajan dan Zingales (1995), Gaud *et al.*, (2005) dan Sbeiti, (2010) telah menggunakan rasio market to book sebagai proksi peluang pertumbuhan. Titman & Wessels (1988) mengukur peluang pertumbuhan sebagai perubahan persentase dalam total aset. Dalam penelitian ini, persentase perubahan dalam total aset digunakan sebagai ukuran peluang pertumbuhan. Berdasarkan uraian diatas maka Hipotesis 2 dalam penelitian ini adalah Likuiditas (LIK) berpengaruh positif Terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP).

2.1.3. Pengaruh Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

Gagasan mengenai struktur pasar yang mempengaruhi *Capital Structure* industri berasal dari model klasik dari teori perusahaan. Dalam pasar model kompetitif murni, suatu industri terdiri dari sejumlah besar perusahaan. Semakin besar jumlah perusahaan, cenderung kondisi persaingan antar perusahaan tinggi dan berpotensi menurunkan rasio konsentrasi. Sedangkan Semakin rendah rasio konsentrasi, maka akan semakin rendah tingkat

keuntungan sebuah perusahaan. Demikian halnya dengan kondisi pangsa pasar suatu industri. Struktur pasar yang dihadapi organisasi dapat bercorak monopoli, oligopoli sampai pada bentuk persaingan monopolistik. Struktur pasar ini akan mempengaruhi tingkat intensitas persaingan. Struktur pasar merupakan lingkungan usaha yang dinamis dapat bersifat *turbulent* dengan tingkat hostilitas, volatilitas, dan kompleksitas yang beragam. Struktur pasar *turbulent* memiliki karakteristik tidak stabil dan tidak dapat diprediksi karena pesaing setiap saat dapat masuk ke dalam dan/atau keluar dari industri (Aveni, 1994). Ciri struktur pasar dengan derajat hostilitas tinggi ditunjukkan oleh persaingan industri yang sangat tajam (*low concentration industry*), sedangkan struktur pasar yang berderajat volatilitas tinggi ditandai dengan adanya perubahan dan kecepatan perubahan industri yang sangat drastis (*marginal firms industry*). Struktur pasar yang dihadapi oleh sebagian besar organisasi dewasa ini adalah struktur pasar yang bercorak mendekati persaingan sempurna (Aveni, 1994) atau *low concentration industry* (Baye, 2006). Struktur pasar ini bercirikan keleluasaan kontraksi masuk ke dalam atau keluar dari industri. Semua produk atau jasa yang ditawarkan diasumsikan identik/homogen, dan para pelaku ekonomi tidak dapat mempengaruhi harga (Salvatore, 2004; Baye, 2006). Dalam struktur pasar semacam ini, pelanggan diasumsikan memiliki preferensi yang sama (*elastic demand curve*) sehingga keputusan

yang dibuat oleh organisasi adalah keputusan mengenai output bukan keputusan mengenai harga. Perusahaan sebagai organisasi akan selalu berusaha meningkatkan “snob” dan “*uniqueness*” *Snob effect* menunjuk kepada suatu situasi dimana sejumlah konsumen yang berusaha untuk tampil berbeda dan eksklusif dengan meminta lebih sedikit komoditi-komoditi yang banyak diminta orang (Salvatore, 2004). Keadaan sebaliknya dari *snob* adalah *bandwagon effect* (*fashionable* atau ikut-ikutan) atau melalui riset pasar dan pengembangan produk- produk baru yang berbeda dengan produk kompetitor, sehingga tercapai derajat keunikan yang tinggi untuk menciptakan hambatan masuk (*barrier to entry*) ke dalam industri. Setiap perusahaan secara individual atau berkelompok akan mempertahankan inelastisitas kurva permintaan produknya secara berdiri sendiri. Tindakan ini mengakibatkan kompetitor akan mengalami kesulitan dalam mengurangi kekuatan inelastisitas kurva permintaan produknya, walaupun dengan diferensiasi produk lewat inovasi, pengembangan *brand image* ataupun melakukan aktivitas *comparative advertising*. Aveni (1994) menganjurkan bahwa dalam menghadapi persaingan industry yang dinamis (dinamika lingkungan) demikian diperlukan kerjasama dalam *corporate strategy* untuk mengurangi tingkat persaingan.

Pada industri dengan produk perusahaan yang homogen tidak mencerminkan pangsa pasar yang sesungguhnya, karena tidak

dapat mempengaruhi harga di pasar yang pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan. Sehingga dengan produk yang homogen dalam industri seperti itu seharusnya konsentrasi pangsa pasar itu tidak ada. Hal ini disebabkan dalam kondisi produksi yang telah mencapai titik efisiensi maka perusahaan mendapatkan keuntungan yang normal hal ini berlaku sebaliknya, perusahaan-perusahaan di bawah monopoli murni atau persaingan monopolistik, memiliki pangsa pasar yang signifikan sehingga, memiliki kontrol atas harga produk. Dalam keadaan seperti itu, maka semakin tinggi konsentrasi pangsa pasar oleh perusahaan, semakin tinggi keuntungan ekonomi. Konsentrasi pasar dikaitkan dengan keuntungan yang semakin tinggi . Strategi organisasi yang berorientasi pada kekuatan pasar (*market based view*) dapat memperoleh laba ekonomi di atas normal (*abnormal profit*) dengan meningkatkan atau mempertahankan ketidakelestarian permintaan produk dalam persaingan. Posisi pasar ini bersumber pada kekuatan monopoli, *barrier to entry* dan kekuatan tawar menawar. Bila organisasi memperoleh kekuatan dalam persaingan melalui strategi bisnisnya maka posisi pasar menjadi kuat dan organisasi akan memperoleh laba monopoli sebagai *infra marginal firm*. Laba ekonomi yang berkelanjutan dapat diperoleh bila organisasi mampu menciptakan *barrier to entry* melalui *collusive arrangement* (Macsimovic, 1988; Lord & Farr, 2003) dan kerjasama *corporate strategy* (Aveni, 1994). Persaingan global mendorong banyak

organisasi mengadakan aliansi jangka panjang sebagai bentuk *collusive arrangement* dengan distributor, pemasok, pengecer, dan organisasi lain baik dari perspektif pembeli (pendekatan *downstream*) maupun pemasok (pendekatan *upstream*). Tujuan aliansi tersebut berupa penawaran produk atau jasa yang lebih murah dengan kualitas yang baik dan untuk memperoleh hak penggunaan rancang bangun serta perluasan peningkatan pelayanan konsumen.

Bain, (1951) pertama kali menguji hipotesis mengenai konsentrasi pangsa pasar dan kinerja serta menemukan bahwa peningkatan konsentrasi menyebabkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Hal ini berasal dari Kontroversi mengenai hubungan antara struktur pasar dan kinerja telah menghasilkan dua hipotesis yaitu: hipotesis tradisional yang dikenal sebagai *Structure–conduct–performance* (SCP) *Hypothesis* dan *efisien hypothesis* (ESH). Berdasarkan uraian tersebut maka Hipotesis 3 dalam penelitian ini adalah Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

2.1.4. Pengaruh Likuiditas (LIK) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

Pecking order memprediksi hubungan negatif antara likuiditas dan leverage perusahaan. Memang, sebagian besar studi empiris telah mengkonfirmasi prediksi ini (Bartoloni, 2013; Booth, Aivazian, Demircug-Kunt, & Maksimovic, 2001; Rajan &

Zingales, 1995 ; Shyam-Sunder & Myers, 1999, antara lain studi tentang perusahaan non-keuangan). Demikian pula, studi tentang perusahaan keuangan juga mendukung prediksi ini (Ahmad & Abbas, 2011; Gropp & Heider, 2010, dan Jucá *et al.*, 2012.). Sebaliknya, teori *trade-off* memprediksi hubungan positif antara likuiditas perusahaan dan leverage perusahaan. Teori *trade-off* memprediksi hal itu sangat tinggi. Perusahaan yang menguntungkan lebih cenderung membiayai hutang untuk menikmati manfaat pengurangan pajak hutang. Namun, manfaat ini tampaknya paling banyak dinikmati oleh perusahaan besar dan sangat besar, yang telah menghasilkan niat baik di pasar utang dan karenanya dinilai baik dan dapat mengakses utang dengan persyaratan preferensial.

Danis, *et al.*, (2014) memberikan kepercayaan kepada teori *trade-off* prediksi *leverage*-likuiditas positif ketika mereka menetapkan bahwa pada saat-saat ketika perusahaan berada pada atau dekat dengan tingkat *leverage* optimalnya, hubungan tersebut positif. Selanjutnya, hasil mereka mendokumentasikan bahwa hubungan itu negatif di waktu lain. Meskipun demikian, prediksi urutan kekuasaan tampaknya menjadi yang paling masuk akal dan sebagian besar studi empiris tampaknya lebih memberi kepercayaan pada prediksi negatif.

Likuiditas dalam aset adalah kemudahan mengubah aset menjadi uang tunai tanpa memengaruhi nilainya. Menurut teori

Pecking order, perusahaan dengan aset likuid tinggi akan meminjam lebih sedikit. Namun, menurut teori trade-off, perusahaan dengan jumlah aset likuid yang lebih tinggi seharusnya meminjam lebih banyak karena kapasitas pembayarannya. Oleh karena itu, teori trade-off menunjukkan hubungan positif antara likuiditas dan leverage sedangkan; teori pecking order menunjukkan hubungan negatif. Jika hubungan negatif ditemukan, ini berarti perusahaan lebih memilih untuk mengikuti pembiayaan internal daripada pembiayaan eksternal. Studi seperti Deesomsak et al. (2004), Viviani (2008) konsisten dengan hasil teori pecking order. Dalam penelitian saat ini, rasio saat ini yaitu, rasio aset lancar terhadap kewajiban lancar digunakan untuk mengukur likuiditas. Berdasarkan uraian diatas maka Hipotesis 4 dalam penelitian ini adalah Likuiditas (LIK) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk (CSBR)*.

2.1.5. Pengaruh Asset Berwujud (ASB) terhadap *Capital Structure Base Risk (CSBR)*.

Di satu sisi, teori *trade-off* memprediksi hubungan positif antara tangibilitas aset dan leverage perusahaan. Di antara studi lain pada perusahaan keuangan, Gropp & Heider (2010) dan Jucá et al. (2012) menemukan hubungan positif antara tangibilitas aset dan leverage perusahaan. Namun, di sisi lain, teori *pecking order* memprediksi hubungan terbalik antara tangibilitas aset dan leverage perusahaan. Hal ini dapat dikaitkan dengan asimetri

informasi yang rendah terkait dengan aset berwujud, membuat penerbitan ekuitas lebih murah. Dukungan empiris dari prediksi ini dapat ditemukan di Bradley, Jarrell, & Kim (1984), Ahmad dan Abbas (2011), dan Al-Najjar & Hussainey (2011), misalnya. Meskipun demikian, prediksi positif adalah yang paling persuasif.

Kehadiran aset berwujud mempengaruhi struktur modal perusahaan dan nilainya jika terjadi kebangkrutan. Dibandingkan dengan aset tidak berwujud, aset berwujud tidak kehilangan nilainya jika terjadi kebangkrutan. Teori *trade-off* menyatakan bahwa ada hubungan positif antara ukuran leverage dan proporsi aset berwujud dalam suatu perusahaan. Namun, model agensi memprediksi hubungan negatif antara proporsi aset berwujud dan leverage. Menurut teori pecking order, perusahaan dengan aset berwujud tidak banyak lebih sensitif terhadap asimetri informasi. Semua perusahaan ini akan lebih memilih pembiayaan utang daripada ekuitas ketika keuangan eksternal diperlukan.

Aset berwujud berarti gabungan dari berbagai aset tetap seperti pabrik, mesin, tanah, dan kendaraan. Beberapa penulis seperti Gaud *et al.* (2005) dan Sayilgan *et al.* (2006) juga mempertimbangkan persediaan sebagai bagian dari aset berwujud. Aset berwujud telah diukur sebagai persentase dari total aset tetap terhadap total aset (Harris dan Raviv, 1991, Rajan dan Zingales, 1995 dan Abdul Jamal *et al.*, 2013). Berdasarkan uraian di atas maka

Hipotesis 5 dalam penelitian ini adalah Asset Berwujud (ASB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

2.1.6. Pengaruh Kinerja Saham (KIS) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

Pada tahun 1958, teori Miller & Modigliani (MM) mengusulkan bahwa proporsi leverage keuangan tidak berdampak sama sekali pada nilai perusahaan mengingat perusahaan bekerja di pasar yang sempurna. Artikel MM berikutnya pada tahun 1963 menunjukkan bahwa, di hadapan pajak perusahaan, proporsi leverage keuangan mempengaruhi nilai perusahaan pada dengan alasan bahwa tingkat pengembalian kenaikan saham proporsi leverage keuangan. Juga, MM 1963 menyarankan bahwa perusahaan yang menikmati keuntungan dari tingkat bunga, pengurangan pembayaran yang berbeda dengan organisasi yang memilih untuk menggunakan ekuitas karena pembayaran dividen, untuk situasi ini, adalah wajib. Organisasi telah menggunakan hutang dalam struktur modal mereka karena mengurangi biaya modal dan mendorong peningkatan laba perusahaan. Dengan menggunakan sistem pembiayaan ini, buat sebuah organisasi untuk memiliki kapasitas untuk memberi investor mereka lebih banyak insentif karena utang memberikan opsi yang baik untuk modal. Bagaimanapun, manajer keuangan harus mengendalikan pemanfaatan pembiayaan utang dengan tujuan memiliki nilai kredit yang sehat. Huber *at al.*, (2011) berpendapat bahwa pemanfaatan

berlebihan dari pembiayaan utang dapat menyebabkan pemanfaatan laba secara berlebihan untuk melunasi kewajiban jangka panjang, yang secara fundamental menurunkan minat investor. Sekali lagi, ketergantungan berlebihan atau bergantung pada ekuitas membatasi jumlah modal yang dapat diakumulasikan oleh perusahaan untuk pengembangannya. Dalam perspektif ini, manajer keuangan harus menemukan trade-off antara penggunaan utang dan ekuitas dan efeknya terhadap harga saham. Ada penelitian terdahulu yang dilakukan di berbagai negara yang diidentifikasi dengan tujuan penelitian ini. Dengan tujuan akhir spesifik adalah untuk menunjukkan kesenjangan penelitian dan membenarkan pentingnya penelitian ini. Hasil investigasi menunjukkan bahwa Share price memberikan hubungan negative terhadap capital structure. Berdasarkan uraian diatas maka Hipotesis 6 dalam penelitian ini adalah Kinerja Saham (KIS) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

2.1.7. Pengaruh Risiko Bisnis (RIB) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

Teori *trade-off* memprediksi hubungan negatif antara leverage perusahaan dan risiko. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki arus kas sangat fluktuatif harus menghindari pembiayaan utang. Intuisi di balik ini adalah bahwa arus kas yang sangat fluktuatif dapat menyebabkan kesulitan keuangan. Dengan demikian, untuk menghindari kebangkrutan, perusahaan dengan

tingkat arus kas volatile yang tinggi harus berhenti dari pembiayaan utang. Menurut Antoniou *et al.* (2008), perusahaan dengan volatilitas laba tinggi membawa risiko tingkat pendapatan turun di bawah komitmen layanan hutang mereka. Teori pecking order, bagaimanapun, memprediksi hubungan positif antara leverage perusahaan dan risiko. Ini harus didasarkan pada gagasan bahwa volatilitas arus kas menyiratkan volatilitas pendapatan. Dengan demikian, perusahaan menjadi terbatas untuk membiayai dari laba ditahan. Karena itu ia harus mencari pendanaan dari pasar eksternal, mulai dari pasar hutang, hingga menghindari masalah seleksi yang merugikan. Selaras dengan pandangan ini, Frank & Goyal (2009) menegaskan bahwa perusahaan dengan saham yang mudah berubah diharapkan menjadi perusahaan yang kepercayaannya cukup stabil. Tampaknya masuk akal bahwa perusahaan semacam itu lebih menderita karena seleksi yang merugikan. Risiko perusahaan dapat didefinisikan sebagai risiko keuangan dan risiko bisnis. Risiko bisnis dipengaruhi oleh volatilitas dalam pendapatan dan pendapatan menjadi tidak stabil ketika lingkungan tidak pasti. Risiko finansial bersekutu dengan janji-janji yang terkait dengan kewajiban utang. Ketika bisnis meningkat maka risiko kebangkrutan juga meningkat dan berhubungan positif dengan risiko keuangan perusahaan (Chakraborty, 2015). Perusahaan dengan arus kas yang lebih fluktuatif mengalami risiko operasional yang tinggi dan ada

kemungkinan besar kegagalan membayar pembayaran utang mereka. Perusahaan dengan risiko operasi tinggi menggunakan jumlah utang yang lebih kecil dalam campuran ekuitas utang mereka karena peningkatan risiko keuangan. Oleh karena itu perusahaan yang bekerja di lingkungan yang sangat berisiko harus mengurangi penggunaan utang mereka sehingga mereka dapat mengurangi risiko bisnis yang akan mengurangi risiko kebangkrutan mereka. Ini menunjukkan bahwa risiko bisnis dan risiko kebangkrutan berbanding terbalik dengan penggunaan utang, sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Daher, *et al.*, 2015; DeAngelo & Stulz, 2015; Cashman, *et al.*, 2016; Thabet, *et al.*, 2017; Hugonnier, *et al.*, 2017; Li, *et al.*, 2019). Sebagian besar studi yang dibahas di atas dilakukan di pasar maju di Eropa dan Amerika. Oleh karena itu, temuan studi ini tidak dapat diterapkan di negara berkembang yang berada di bawah negara maju karena perbedaan kondisi ekonomi. Seperti (Handriani, 2018) mengatakan bahwa tingkat efisiensi dan pengaturan kelembagaan di negara-negara berkembang berbeda dengan negara maju. Glen & Singh, (2004) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan di negara berkembang menerapkan lebih sedikit hutang dalam struktur modal mereka dan tingkat inklusi hutang ini telah turun dalam beberapa tahun terakhir. Argumen ini diberikan sekitar satu dekade lalu. Oleh karena itu, penting untuk melakukan studi dalam ekonomi yang sedang berkembang untuk memberikan wawasan tentang

situasi saat ini pengaturan struktur modal dalam organisasi. Matar & Eneizan, (2018) juga berpendapat bahwa faktor penentu spesifik dari struktur modal berbeda dari satu negara ke negara dan wilayah ke wilayah. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan di negara berkembang. Berdasarkan uraian diatas maka Hipotesis 7 dalam penelitian ini adalah Risiko Bisnis (RIB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

2.1.8. Pengaruh Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

Ukuran perusahaan (SIZE) adalah salah satu penentu yang paling umum digunakan dari struktur modal perusahaan. Ukuran perusahaan memengaruhi kemampuan dan jangkauan perusahaan dalam memperoleh pembiayaan utang yang mudah dan murah (Sayilgan *et al.*, 2006). Menurut model *trade-off*, perusahaan besar cenderung memiliki modal hutang yang lebih tinggi karena umumnya mereka memiliki peringkat kredit yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan yang lebih besar memiliki keunggulan dibandingkan perusahaan yang lebih kecil dalam mengakses pasar kredit dan kekuatan negosiasi yang lebih baik pada saat meminjam (Wiwattanakantang, 1999). Namun, teori pecking order menyatakan bahwa ukuran dan tingkat utang memiliki hubungan negatif. Perusahaan besar memiliki lebih banyak stabilitas, lebih sedikit volatilitas dalam arus kas dan dapat mengeksploitasi skala ekonomi (Gaud *et al.*, 2005). Dalam literatur

dua variabel telah digunakan untuk mewakili ukuran perusahaan pertama "logaritma penjualan" dan kedua "logaritma total aset." Dalam penelitian ini logaritma total aset digunakan sebagai proksi ukuran aset perusahaan (Padron *et al.*, 2005).

Pengaruh ukuran pada leverage keuangan bisa dua kali lipat. Dari sudut pandang teori *pecking order*, ketika perusahaan tumbuh, mereka terikat untuk menghasilkan lebih banyak laba ditahan. Dengan demikian, mereka harus berada dalam posisi untuk mendanai operasi mereka lebih banyak dari laba ditahan dan karenanya mengganti utang. Oleh karena itu, hubungan negatif diprediksi ada antara leverage perusahaan dan ukuran, sedangkan teori trade-off memprediksi bahwa perusahaan besar harus sangat leveraged dibandingkan dengan perusahaan kecil karena mereka dapat menikmati manfaat dari perisai pajak bunga utang. Dengan demikian, dari sudut pandang teori trade-off prediksi adalah bahwa leverage perusahaan secara positif terkait dengan ukuran. Meskipun demikian, dukungan empiris untuk leverage perusahaan yang positif dan hubungan ukuran sangat besar (lihat, misalnya, Ahmed, Ahmed, & Ahmed, 2010, 9; Antoniou, Guney, & Paudyal, 2008, 73; Al-Najjar & Hussainey, 2011, 334; Bartoloni, 2013, 142; Lemma & Negash, 2014, 81; dan Lim, 2012, 197, di antara para peneliti lainnya). Berdasarkan uraian diatas maka Hipotesis 8 dalam penelitian ini adalah Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk (CSBR)*.

2.1.9. Pengaruh Profitabilitas (ROA) terhadap Capital Structure Base Risk (CSBR).

Menurut Myers (2001), dalam perspektif teori pecking order, jika perusahaan memiliki profitabilitas yang lebih tinggi maka mereka akan menurunkan rasio hutang mereka, sedangkan dalam perspektif teori *trade off*, jika perusahaan memiliki profitabilitas yang lebih tinggi maka mereka akan meningkatkan hutang. Profitabilitas memainkan peran penting dalam pengambilan keputusan karena laba mengarah pada laba ditahan dan cadangan lain yang digunakan sebagai sumber pembiayaan alternatif. Dari kerangka teori *pecking-order*, perusahaan dengan laba lebih tinggi memiliki kebutuhan yang lebih kecil untuk pembiayaan eksternal dan karenanya harus memiliki *leverage* yang lebih rendah. Sekali lagi dengan Profitabilitas, ada kurangnya konsistensi antara teori struktur modal yang tersedia. Teori *trade-off* memperkirakan bahwa perusahaan dengan Profitabilitas yang lebih tinggi biasanya memiliki *leverage* yang lebih tinggi untuk melindungi pendapatan dari pajak. Penelitian terdahulu telah dilakukan oleh Titman dan Wessels (1988), Harris & Raviv (1991), Rajan & Zingales (1995), Qiu & La (2010), (Booth *et al.*, 2001) dan Noulas & Genimakis (2011) melaporkan hubungan negatif yang signifikan antara Profitabilitas dan *leverage*. Sementara Jensen *et al.* (1992), Ooi (1999), dan Mallikarjunappa & Goveas (2007) menemukan hubungan positif antara *leverage* dan Profitabilitas. Mengikuti

Titman & Wessels (1988) dan De Jong *et al.* (2008), penelitian ini mendefinisikan Profitabilitas sebagai laba sebelum bunga dan pajak dibagi dengan total aset. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis Hipotesis 9 dalam penelitian ini adalah *Profitabilitas* (ROA) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

2.1.10. Pengaruh Pajak (TAX) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

Pajak adalah iuran kepada negara (yang dapat dipaksakan) yang terutang oleh yang wajib membayarnya menurut peraturan peraturan, dengan tidak mendapat prestasi kembali, yang langsung dapat ditunjuk dan yang gunanya adalah untuk membiayai pengeluaran pengeluaran umum berhubung dengan tugas negara yang menyelenggarakan pemerintahan (Brotodiharjo, 2003). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawati (2011), Owolabi & Inyang (2012), Rostami & Akparpour (2012), dan Dewi (2013) dalam penelitiannya menyatakan bahwa pajak berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hal ini disebabkan sejauh manfaat penghematan pajak lebih besar dari biaya modal maka penggunaan utang masih bisa ditambah, akan tetapi apa bila manfaat penghematan pajak lebih kecil dari biaya modal maka akan timbul potensi kebangkrutan. Menurut *trade off theory*, perusahaan dengan tingkat pajak yang

lebih tinggi harus menggunakan lebih banyak hutang untuk memperoleh manfaat dari penghematan pajak tersebut. Berdasarkan uraian diatas maka Hipotesis 10 dalam penelitian ini adalah Pajak (TAX) berpengaruh negative terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

2.1.11. Pengaruh pertumbuhan perusahaan (PRP) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR)

Studi pertumbuhan perusahaan telah menjadi salah satu topik utama di antara banyak peneliti. Tingkat pertumbuhan perusahaan menunjukkan heterogenitas antar perusahaan dan sangat sulit untuk diprediksi. Misalnya, regresi pertumbuhan menunjukkan efek yang biasanya rendah atau sedang pada tingkat pertumbuhan perusahaan. Namun, kemajuan penelitian mengenai pertumbuhan perusahaan masih terbatas. Kerangka teoritis pertumbuhan perusahaan berasal dari hukum efek proporsional Gibrat bahwa tingkat pertumbuhan tidak tergantung pada ukuran perusahaan. Sejumlah besar studi empiris menguji validitas hukum Gibrat tetapi memberikan bukti beragam. Baru-baru ini, penelitian empiris tentang hubungan antara inovasi dan pertumbuhan perusahaan telah dilakukan. Inovasi telah dianggap sebagai pendorong penting bagi pertumbuhan perusahaan di berbagai industri. Namun, studi empiris telah menunjukkan hasil yang beragam tentang dampak inovasi pada pertumbuhan perusahaan. Sebagian alasannya adalah bahwa penelitian ini menggunakan

ukuran kinerja yang berbeda seperti penjualan, pekerjaan, aset, laba, dan produktivitas dengan data dan metodologi yang berbeda serta berbagai jenis variabel independen seperti inovasi, siklus bisnis, dan modal iklan (Audretsch, *et al.*, 2014; Mark *et al.*, 2018). Penelitian dan pengembangan (R&D) telah digunakan sebagai perwakilan representatif dari kegiatan inovasi tetapi efek R&D pada pertumbuhan perusahaan berbeda untuk berbagai jenis perusahaan Mazzucato & Parris, (2015). Dampak R&D pada pertumbuhan perusahaan di perusahaan muda / tua dan kecil dan menengah (SME) / perusahaan besar telah dipelajari dan baru-baru ini banyak peneliti telah menunjukkan perhatian pada perusahaan-perusahaan dengan pertumbuhan tinggi karena kepentingan ekonomi dan kebijakannya bahkan dengan kelemahan periode persistensi yang singkat. (Coad & Rao, 2008; Delmar, *et al.*, 2003; Hölzl, 2009). Regresi kuantitatif telah digunakan untuk menunjukkan hubungan lebih detail dalam heterogenitas pertumbuhan perusahaan, berbeda dengan hubungan rata-rata tradisional antara pertumbuhan perusahaan dan variabel independent Mazzucato & Parris, 2015; Coad & Rao, 2008; Falk, 2012). Industri farmasi memberikan peluang yang sangat baik untuk mempelajari dinamika jangka panjang industri di mana R&D dan inovasi memainkan peran penting dalam kinerja perusahaan Mazzucato, & Parris, (2015), sehingga hubungan antara kegiatan inovatif dan perusahaan dengan pertumbuhan tinggi. Selain itu,

struktur industri dapat memberikan petunjuk, meskipun tidak untuk hubungan sebab akibat, untuk memahami lebih baik hubungan antara perusahaan dengan pertumbuhan tinggi dan inovasi Mazzucato, & Parris, (2015). artikel teoritis dan empiris tentang pertumbuhan perusahaan dan faktor-faktor yang berdampak pada itu, khususnya ukuran perusahaan, usia perusahaan, R&D, dan struktur industri. Sangat sedikit teori tentang pertumbuhan perusahaan yang dapat diuji seperti dalam ukuran perusahaan yang optimal dan batas manajerial Penrose untuk pertumbuhan. Dengan demikian, penyelidikan empiris berdasarkan data telah digunakan dalam banyak kasus untuk merasionalisasi fakta-fakta bergaya pertumbuhan perusahaan (Geroski, 2002; Chung, *et al.*, 2019).

Teori awal yang penting tentang pertumbuhan perusahaan adalah hukum Gibrat bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan sebagai variabel dependen hanya sebanding dengan ukuran awal perusahaan sebagai variabel independen. Tingkat pertumbuhan perusahaan bisa menjadi proses stokastik dalam hukum Gibrat, yang tidak sesuai dengan teori ukuran perusahaan yang optimal dari teori korporasi tradisional. Artinya, probabilitas tingkat perubahan untuk semua perusahaan selama periode tertentu adalah sama di industri terlepas dari ukuran perusahaan awal. Indikator-indikator tersebut digunakan sebagai proksi alternatif untuk pertumbuhan perusahaan seperti penjualan, pekerjaan, laba, aset, produktivitas, dan inovasi. Sementara beberapa penelitian

mendukung hukum Gibrat (Kaizoji, *et al.*, 2006). banyak penelitian terdahulu menunjukkan negative, seperti yang dilakukan (Hall, 1986; Evans, (1987a; 1987b) bahkan beberapa penelitian menghasilkan hubungan positif (Bentzen, *et al.*, 2012). antara capital structure dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Mansfield menunjukkan bahwa hukum Gibrat secara analitik nyaman tetapi tidak terlalu valid secara empiris dan sulit untuk diandalkan sebagai teori distribusi ukuran perusahaan (Mansfield,1962). Stanley *et al.* menolak hukum Gibrat dengan menganalisis sifat statistik dari tingkat pertumbuhan dan menemukan bahwa laju pertumbuhan memiliki bentuk eksponensial tidak seperti distribusi Gaussian yang diasumsikan oleh hukum Gibrat Stanley, *et al.*, (1996). Setelah ini, studi tentang tingkat pertumbuhan perusahaan telah muncul, dan sebagai hasil bergaya dispersi tingkat pertumbuhan perusahaan berbentuk tenda (Bottazzi, & Secchi, 2003; McKelvey,& Andriani, 2005; Reichstein & Jensen, 2005; Bottazzi, & Secchi, 2006; Pammolli, *et al.*, 2007). Dibandingkan dengan pengaruh ukuran pada capital structure, efek usia pada kinerja perusahaan masih belum pada tahap kematangan karena data tidak cukup memadai untuk dikaji secara sistematis (Coad, *et al.*, 2018). Namun, secara luas dianggap pertumbuhan perusahaan adalah variabel penjelas yang valid dan ada hubungan negatif antara capital structure dan kinerja perusahaan (Hart & Oulton,1996; Haltiwanger, *et al.*, 2013). Ada banyak penelitian yang

menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan dan usia perusahaan memiliki hubungan statistik dengan capital structure seperti dilakukan oleh (Hall, 1986; Dunne & Hughes, 1994; Geroski, 1995; Hart, & Oulton, 1996; Sutton, 1997; Lotti, *et al.*, 2003; 2009; Audretsch, *et al.*, 2004; Serrasqueiro, *et al.*, 2010; Distant, *et al.*, 2018). Berdasarkan uraian tersebut maka Hipotesis 11 dalam penelitian ini adalah Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk (CSBR)*.

2.1.12. Pengaruh pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi positioning perusahaan dalam Industri (PPI) terhadap *Capital Structure Base Risk (CSBR)*

Pertumbuhan perusahaan merupakan tipe informasi asimetris perusahaan yang sampai batas tertentu terkait dengan jenis aset perusahaan. Diakui dalam literatur bahwa jenis aset dan informasi asimetris penting dalam menentukan ketidaksempurnaan pasar dan mempengaruhi pertumbuhan perusahaan (Myers, 1977; Myers dan Majluf, 1984; Zingales, 2000). Fakta bahwa karakteristik perusahaan ini dan karenanya ketidaksempurnaan pasar yang dihadapi oleh perusahaan, menciptakan **Pertama**, ketidaksempurnaan pasar tipe aset yang menimbulkan konflik keagenan (Myers, 1977) beberapa perusahaan selalu lebih mementingkan aset berwujud daripada aset tidak berwujud; sebaliknya, perusahaan lain selalu memiliki lebih banyak aset tidak berwujud daripada aset berwujud. **Kedua**, ketidaksempurnaan

pasar tipe informasi asimetris juga relatif stabil dari waktu ke waktu; beberapa perusahaan memiliki lebih banyak informasi asimetrik tentang aset berwujud terhadap peluang pertumbuhan, namun perusahaan lain mungkin selalu memiliki lebih banyak informasi asimetris tentang pertumbuhan daripada aset berwujud.

Literatur keuangan telah menunjukkan bahwa jenis-jenis aset dan informasi asimetris, seringkali mempengaruhi struktur modal. Pertama, perusahaan dengan aset yang lebih berwujud relatif terhadap aset tidak berwujud — termasuk peluang pertumbuhan — cenderung memiliki rasio leverage yang lebih tinggi (Myers, 1977). Kedua, informasi asimetris tentang aset berwujud seperti yang dijelaskan oleh Myers dan Majluf (1984) mendasari teori Myers (1984) dalam urutan pembiayaan dalam hal ekuitas yang merupakan pilihan terakhir. Sedangkan informasi asimetrik tentang aset berwujud cenderung menghambat penerbitan ekuitas baru, informasi asimetris tentang peluang pertumbuhan dapat memfasilitasi penerbitan ekuitas baru oleh perusahaan-perusahaan dengan pertumbuhan tinggi.

Korajczyk dan Levy (2003) telah menyarankan struktur modal target sebagai fungsi dari kondisi ekonomi dan karakteristik perusahaan. Berdasarkan hasil dari Korajczyk dan Levy (2003), kami mendalilkan bahwa kondisi ekonomi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap penerbitan utang dan ekuitas di perusahaan dengan kendala keuangan daripada di perusahaan tanpa kendala

keuangan. Dengan demikian, kami menyimpulkan bahwa kondisi ekonomi dan karakteristik perusahaan dapat mengakibatkan variabilitas, dan variabilitas ini secara berbeda mempengaruhi struktur modal. Meskipun ada beberapa studi tentang hubungan antara penerbitan keamanan dan kondisi ekonomi seperti Hackbarth, Miao dan Morellec (2006) dan Cook & Tang (2010) untuk perusahaan-perusahaan Amerika Utara, sulit untuk menemukan studi sebelumnya dianalisis dengan data sampel dari Perusahaan Korea.

Dalam penelitian domestik dengan data sampel perusahaan Korea, penelitian Kim & Shin (2011) menganalisis pengaruh kondisi makroekonomi terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal tanpa mengikutsertakan variable perilaku manajer atas keputusan pembiayaan tergantung pada kondisi ekonomi makro. Menggunakan model dan variabel kontrol yang berbeda. Seperti studi sebelumnya lainnya yang menguji hubungan antara faktor ekonomi dan struktur modal, Choe, *et al.*, (1993) dan Lee *et al.* (2010). Choe, *et al.*, (1993) menyimpulkan hubungan positif antara ekuitas dan siklus bisnis, dan Lee *et al.* (2010) memberikan perilaku persistensi penentu struktur modal. Berdasarkan uraian tersebut diatas maka hipotesis 12 dalam penelitian ini adalah pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi positioning perusahaan dalam Industri (PPI) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR)

2.1.13. Pengaruh pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi Likuiditas terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR)

Literatur keuangan perusahaan memberikan beberapa dasar mikroekonomi untuk hubungan ini dalam bentuk berbagai analisis ekuilibrium parsial yang menunjukkan bagaimana struktur modal dapat memengaruhi keputusan investasi perusahaan dan karenanya pertumbuhannya. Sampai saat ini literatur ini telah menghubungkan antara struktur keuangan dan pertumbuhan. Secara singkat, hubungan ini memilih untuk menyimpan asset, perusahaan akan sering melepaskan kesempatan untuk berinvestasi dalam proyek yang menghasilkan NPV yang tidak likuid dan, mungkin berisiko, namun menjanjikan return lebih tinggi. Mengakibatkan pertumbuhan perusahaan melambat. Keputusan untuk memegang aset dalam bentuk likuid dapat dimotivasi oleh berbagai pertimbangan di antaranya adalah bahwa aset likuid dapat memungkinkan perusahaan untuk berinvestasi dalam peluang pertumbuhan yang lebih menarik.

Investasi harus focus pada prinsip kehati-hatian untuk menjaga tingkat likuiditas yang tinggi. Aset likuid memberikan landasan yang akan memungkinkan perusahaan untuk bertahan dalam periode pendapatan rendah, di mana perusahaan mungkin tidak dapat mengakses pasar modal atau bisa melakukannya hanya dengan biaya yang sangat tinggi. Struktur keuangan perusahaan akan mempengaruhi keputusan ini karena tingkat leverage yang

digunakan oleh perusahaan akan mempengaruhi kemungkinan bahwa arus kas tidak akan cukup untuk menutupi layanan hutang dan biaya tetap lainnya. Ini menciptakan kemungkinan keterkaitan dari utang tinggi ke likuiditas tinggi ke pertumbuhan yang lambat. Berdasarkan uraian tersebut diatas maka hipotesis 13 dalam penelitian ini adalah pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh likuiditas terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR)

Ringkasan Hipotesis Penelitian

- H₁ : Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP).
- H₂ : Likuiditas (LIK) berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP).
- H₃ : Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
- H₄ : Likuiditas (LIK) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
- H₅ : Asset Berwujud (ASB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
- H₆ : Kinerja Saham (KIS) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
- H₇ : Risiko Bisnis (RIB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
- H₈ : Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
- H₉ : *Profitabilitas* (ROA) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
- H₁₀ : Pajak (TAX) berpengaruh negatif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
- H₁₁ : Pertumbuhan Perusahaan (PRP) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
- H₁₂ : Pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh positif antara positioning perusahaan dalam Industri (PPI) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR)
- H₁₃ : Pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh positif antara Likuiditas terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR)

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Desain Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis faktor faktor penentu struktur modal di perusahaan manufaktur di Indonesia. Model penelitian yang dikembangkan dalam penelitian ini diperoleh dari Sintesis dari beberapa teori dan hasil penelitian sebelumnya yang menghasilkan model teoritikal dasar yang merupakan model yang dibangun berdasarkan *Trade-Off Theory*, *Pecking Order Theory*, *Agency Theory* dan *Market Timing Theory*.

Data penelitian ini merupakan data rasio yang runut waktu (*time series*) dan *cross section*, dimana antar variabel penelitian saling mempengaruhi, sehingga dalam penelitian ini menggunakan analisis jalur.

Rancangan penelitian ini bersifat kausal yang menggunakan metode *eksplanatori*, untuk menguji hipotesis penelitian dari karakteristik hubungan atau perbedaan antar kelompok dan interdependensi dari beberapa faktor. Hipotesis-hipotesis dalam penelitian ini dibangun berdasarkan model empirik, teori-teori serta hasil penelitian terdahulu. Berdasarkan model yang dibangun akan dianalisis bagaimana pengaruh Asset Berwujud terhadap stuktur modal yang di proksi oleh DAR (*Debt to asset Ratio*), bagaimana pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap stuktur modal, bagaimana pengaruh Positioning perusahaan dalam Industri terhadap stuktur modal, bagaimana pengaruh Likuiditas terhadap stuktur modal, bagaimana pengaruh Kinerja Saham terhadap stuktur modal , bagaimana pengaruh Risiko Bisnis terhadap stuktur modal, bagaimana pengaruh Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap

struktur modal, bagaimana pengaruh *Profitabilitas* terhadap struktur modal dan bagaimana pengaruh Pajak terhadap struktur modal.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Sedangkan sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sumber data yang digunakan terdiri dari; (1) *Indonesian Capital Marker Directory* (ICMD), terbitan tahun 2005 sampai dengan tahun 2016; (2) Laporan tahunan (*annual report*) untuk semua perusahaan yang terpilih menjadi anggota sampel, untuk tahun 2005 sampai dengan tahun 2016. Berdasarkan dimensi waktu dan urutan waktu, penelitian ini bersifat *cross-sectional* dan *time series* atau disebut *data panel* (*data pooled*).

3.2.1 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan periode pengamatan mulai dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2016. Alasan digunakannya rentang waktu ini adalah: **Pertama**, penelitian ini menggunakan panel data atau *pooled data* yaitu gabungan antara *crosssection data* dengan *time series* data. **Kedua**, data tahun 2005 digunakan sebagai awal periode, dengan harapan dapat diperoleh laporan keuangan dengan kondisi perusahaan yang lebih obyektif, karena relatif jauh dari krisis keuangan yang terjadi pada tahun 1997; **Ketiga**, data tahun 2016 digunakan sebagai akhir periode, karena pada waktu pengumpulan data, Bursa Efek Indonesia

(BEI) terakhir menerbitkan ICMD untuk tahun 2017. yang memuat laporan keuangan perusahaan-perusahaan untuk tahun 2016.

3.2.2 Sampel

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah, sebagai berikut: (1) perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2005 sampai dengan tahun buku 2017; (2) perusahaan tersebut mempunyai informasi yang berkaitan dengan berbagai pengukuran variabel, seperti: Asset Berwujud, DAR (Debt to asset Ratio), Pertumbuhan Perusahaan, Positioning perusahaan dalam Industri, Likuiditas, Kinerja Saham, Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan (SIZE), *Profitabilitas* dan Pajak.

3.2.3. Metode Analisis Data

Metode analisis pada penelitian ini adalah jalur (*path analysis*) digunakan untuk menguji pengaruh antar variabel sedangkan Untuk menguji signifikansi mediasi (variabel mediasi) menggunakan program LISREL (*Linear Structural Relationships*). Tahapan-tahapan dalam analisis data dan pengujian hipotesis dengan menggunakan program LISREL (*Linear Structural RELationships*) sebagai berikut : **Pertama**, Analisis deskriptif. **Kedua**, *Screening* data. **Ketiga**, Evaluasi model untuk menguji apakah model sudah fit. **Keempat**, Pengujian hipotesis. **Kelima**, Analisis Deskriptif yang merupakan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata

(*mean*), standar deviasi, varian, maksimum dan minimum (Ghozali, 2009). **Pengujian hipotesis** dengan menggunakan LISREL, Setiap estimasi parameter dalam LISREL memberikan informasi mengenai : koefisien regresi, *standar error* dan nilai *t*.

3.2.4. Model penelitian

Model dalam penelitian ini memaparkan pengaruh variabel-variabel Asset Berwujud, DAR (*Debt to asset Ratio*), Pertumbuhan Perusahaan , Likuiditas, Kinerja Saham, Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan, *Profitabilitas* dan Pajak. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi untuk linear berganda. Selanjutnya menentukan secara matematis persamaan model empiris untuk menguji hipotesis sebagai berikut ini :

1. Pertumbuhan Perusahaan (Y_1) :

$$Y_1 = \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e_1 \dots\dots\dots (3.5.3.1)$$

2. *Capital Structure Base Risk* (CSBR), (Y_2) :

$$Y_2 = \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9 + \beta_{10} X_{10} + \beta_{11} X_{11} + Y_1 + e_2 \dots\dots\dots (3.5.3.2)$$

Keterangan :

- X_1 = Asset Berwujud (ASB)
- X_2 = Positioning perusahaan dalam Industri(PPI)
- X_3 = Likuiditas (LIK)
- X_4 = Kinerja Saham (KIS)
- X_5 = Risiko Bisnis (RIB)
- X_6 = Ukuran Perusahaan (SIZE)
- X_7 = *Leverage* (DAR)
- X_8 = *Profitabilitas* (ROA)
- X_9 = Pajak.(Tax)
- Y_1 = Pertumbuhan Perusahaan (PRP)
- Y_2 = *Capital Structure Base Risk* (CSBR)

Terdapat beberapa pengukuran untuk menilai *Goodness of Fit* dari suatu model, yaitu : *Chi-Square* dan Probabilitas, *Goodness of Fit Indices* (GFI), *Adjusted Goodnes of Fit Index* (AGFI), *Root Mean Square Error of Approximation* (RMSEA), *Expected Cross Validation Index* (ECVI), *Akaike's Information Criterion* (AIC) dan CAIC, dan *Fit Index*. Masing-masing indikator *Goodness of Fit* mempunyai kelebihan dan kelemahan (Ghozali, 2005).

3.3 Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut dalam tabel 3.2 berikut ini.

Tabel 3.2

Variabel penelitian

| Variabel | Dimensi / Konsep Variabel | Pengukuran Variabel |
|---|---|---|
| Asset Berwujud | Merupakan aktiva dimana aktiva tersebut memiliki fisik yang akan digunakan sarana usaha, seperti tanah, tanah adalah harta yang digunakan untuk tujuan usaha. | $Tangibility = \frac{Tangible Asset}{Total Asset}$ |
| Pertumbuhan Perusahaan | Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan <i>size</i> . | <i>Market-to-book ratio</i> |
| Posisioning perusahaan dalam Industri | Posisi penjualan perusahaan terhadap total penjualan industry. | $Positioning = \frac{Penjualan Perusahaan}{Penjualan Industri}$ |
| Likuiditas | kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya | $Likuiditas = \frac{Current Asset}{Current Liabilities}$ |
| Kinerja Saham | Adalah perubahan tahunan dalam harga saham akhir tahun | Perubahan harga saham akhir tahun |
| <i>Capital Structure Base Risk</i> (CSBR) | Adalah Perubahan tahunan di EBIT perusahaan ditambahkan kemampuan perusahaan dalam membayar beban bunga pada masa yang akan datang. | Perubahan tal hunan di Laba Seb "Beban Bunga EBIT elum Pa jak dan bung |

| | | |
|-----------------------------|---|--|
| Ukuran Perusahaan (SIZE) | Merupakan ukuran dari besarnya jumlah seluruh kekayaan (<i>total assets</i>) yang dimiliki perusahaan | <i>Natural Logarithm of Total Asset</i> |
| <i>Leverage</i> (DAR) | Merupakan ukuran (proporsi) dari penggunaan total hutang untuk membiayai seluruh investasi perusahaan. | $DAR = \frac{Total\ Debt}{Total\ Assets}$ |
| <i>Profitabilitas</i> (ROA) | Merupakan ukuran dari tingkat pengembalian (<i>return</i>) atas seluruh ekuitas yang dimiliki perusahaan. | $ROA = \frac{Profit\ After\ Tax}{Total\ Asset}$ |
| Pajak | Pajak penghasilan adalah pajak yang dikenakan terhadap laba yang diperoleh perusahaan. Pajak Penghasilan yang dikenakan atas penghasilan yang diperoleh perusahaan dilaporkan mengurangi penghasilan dalam laporan rugi laba. | $Pajak = \frac{Penyusutan\ Tahunan}{Total\ Asset}$ |

BAB IV

HASIL PENELITIAN

4.1. Analisis Deskriptif

Data yang dikumpulkan pada penelitian ini bersumber dari Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Indonesia (d/h Bursa Efek Jakarta/BEI) dengan cara men *download* dari *www.jsx.co.id* dan dari Pusat Data Pasar Modal (PDPM) Undip. Perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur. Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel tersebut adalah perusahaan dalam industri transportasi di BEI yang memiliki kriteria sebagai berikut: (1) mempublikasikan laporan tahunan (*annual report*) dan laporan keuangan tahun 2005 sampai dengan tahun 2011; (2) tersedia data tentang jumlah atau persentase mengenai variable yang digunakan dalam penelitian ini

Berdasarkan hasil pengumpulan data banyaknya perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut dengan urutan waktu (*time series*) dari tahun 2005 sampai tahun 2016 adalah 26 perusahaan 312 observasi. Selengkapnya pada Tabel 4.1 mengenai data penelitian

Tabel 4.1

Data penelitian ini adalah perusahaan transportasi yang terdaftar di BEI

| No | Kode Saham | Nama Emiten | No | Kode Saham | Nama Emiten |
|----|------------|---|-----|------------|------------------------------------|
| 1. | APOL | Arpeni Pratama Ocean Line, Tbk | 14. | NELY | Pelayaran Nelly Dwi Putri, Tbk |
| 2. | ASSA | Adi Sarana Armada, Tbk | 15. | PTIS | Indo Straits, Tbk |
| 3. | BBRM | Pelayaran Nasional Bina Buana Raya, Tbk | 16. | RIGS | Rig Tenders Indonesia, Tbk |
| 4. | BIRD | Blue Bird, Tbk | 17. | SDMU | Sido Mulyo Selaras , Tbk |
| 5. | BLTA | Berlian Laju Tangker, Tbk | 18. | SMDR | Samudera Indonesia Tbk |
| 6. | BULL | Buana Listya Tama, Tbk | 19. | SOCI | Soechi Lines Tbk |
| 7. | CANI | Capitol Nusantara Indonesia, Tbk | 20. | HITS | Humpus Intermoda Transportasi, Tbk |

| | | | | | |
|-----|------|---------------------------------|-----|------|--|
| 8. | CASS | Cardig Aero service, Tbk | 21. | IATA | Indonesia Air Transport & Infrastructure Tbk |
| 9. | GIAA | Garuda Indonesia(Persero), Tbk | 22. | INDX | Tanah Laut Tbk |
| 10. | KARW | ICTSI Jasa Prima, Tbk | 23. | TAMU | Pelayaran Tamarin Samudra, Tbk |
| 11. | LEAD | Logindo Samudera Makmur, Tbk | 24. | TMAS | Pelayaran Tempuran Emas, Tbk |
| 12. | LRNA | Ekasari Lorena Transport, Tbk | 26. | WINS | Wintermar Offshore Marine, Tbk |
| 13. | MBSS | Mitra Bahtera Segar sejati, Tbk | 26. | ZBRA | Zebra Nusantara, Tbk |

4.1.1. Statistik Deskriptif

Analisis Statistik Deskriptif akan membahas deskripsi mengenai nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata dan nilai standar deviasi dari Asset Berwujud (ASB), Pertumbuhan Perusahaan (PRP), Positioning perusahaan dalam Industri(PPI), Likuiditas (LIK), Kinerja Saham (KIS), *Capital Structure Base Risk* (CSBR), Risiko Bisnis (RIB), Ukuran Perusahaan (SIZE), *Leverage* (DAR), *Profitabilitas* (ROA) Pajak. Jumlah unit pengamatan laporan keuangan selama periode 2005 – 2017. berjumlah 312 unit pengamatan. Statistik Deskriptif data penelitian secara lengkap disajikan pada Tabel 4.2 berikut ini.

Tabel 4.2

Statistik Deskriptif Data Penelitian Tahun 2005 – 2017

| | N | Range | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|-----|---------|---------|-------------|-----------|----------------|
| roa | 312 | .4079 | .00001 | .4079 | .119810 | .0965946 |
| size | 312 | 8.2137 | 10.3279 | 18.54163208 | 14.203757 | 1.5275566 |
| dpr | 312 | 79.0100 | .1000 | 79.1100 | 37.253898 | 16.5904843 |
| dar | 312 | 1 | 0 | 1 | .43 | .260 |
| asb | 312 | 60.9500 | 38.1900 | 99.1400 | 75.415414 | 14.8623455 |
| prp | 312 | 9 | 1 | 10 | 4.07 | 1.539 |
| ppi | 312 | .9091 | .0909 | 1.0000 | .273646 | .1056137 |
| lik | 312 | .9835 | .0026 | .9861 | .468099 | .2195591 |
| kis | 312 | 18 | 0 | .98 | .58 | 1.961 |
| rib | 312 | .283 | .0012 | .2611 | 235099 | .2125005 |
| scbr | 312 | .5605 | .0022 | .8601 | .357052 | .10021911 |
| Valid N (listwise) | 312 | | | | | |

Sumber : Data diolah

4.1.2. Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris

Ghozali (2008) menyatakan bahwa estimasi dalam *equation modelling* umumnya berdasarkan pada metode *maximum likelihood* (ML). Estimasi dengan ML menghendaki adanya asumsi yang harus dipenuhi yaitu : 1) jumlah sampel harus besar (*asymptotic*); 2) distribusi dari *observed* normal secara multivariat.

4.1.3. Uji Normalitas Data

Screening data akan menghasilkan output *Univariate* dan *Multivariate normality* untuk mengetahui terpenuhi atau tidak terpenuhi asumsi normalitas. Salah satu cara untuk membuat data berdistribusi normal dengan menerapkan *normal score* yang merupakan suatu langkah untuk menormalkan data yang tidak normal, tetapi *normal score* tersebut hanya dapat dilakukan pada data yang bersifat *continuous*, seperti data pada penelitian ini. Setelah menggunakan *normal score*, data menjadi normal yang ditunjukkan dengan out put normalitas seperti pada *table 4.1.3* berikut ini.

Tabel 4.1.3

Pengujian Normalitas Data Model Penelitian Empiris

| Variabel | skewness | | Kurtosis | | Skewness and Kurtosis | |
|----------|----------|---------|----------|---------|-----------------------|---------|
| | z-score | p-value | z-score | p-value | Chi square | p-value |
| roa | 0.000 | 1.000 | 0.077 | 0.938 | 0.006 | 0.997 |
| size | 0.000 | 1.000 | 0.077 | 0.938 | 0.006 | 0.997 |
| dpr | 0.000 | 1.000 | 0.077 | 0.938 | 0.006 | 0.997 |
| dar | 0.000 | 1.000 | 0.077 | 0.938 | 0.006 | 0.997 |
| asb | 0.001 | 0.999 | 0.066 | 0.939 | 0.004 | 0.998 |
| prp | 0.627 | 0.531 | 0.133 | 0.948 | 0.410 | 0.814 |
| ppi | -0.908 | 0.364 | -0.150 | 0.881 | 0.847 | 0.655 |
| lik | 0.000 | 1.000 | 0.077 | 0.938 | 0.006 | 0.997 |

| | | | | | | |
|------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| kis | 0.000 | 1.000 | 0.077 | 0.938 | 0.006 | 0.997 |
| scbr | 0.000 | 1.000 | 0.070 | 0.908 | 0.0062 | 0.976 |
| rib | 0.002 | 0.997 | 0.0662 | 0.923 | 0.001 | 0.987 |

Menurut Curran *et al.* (1996), distribusi data normal jika nilai skewness kurang dari 2 dan nilai kurtosis kurang dari 7. Pada Tabel 4.4 terlihat bahwa nilai skewness kurang dari 2 dan nilai kurtosis kurang dari 7, dan *P-Value* untuk *kurtosis* dan *skewness* yang tidak signifikan (lebih besar dari 0,05) maka dapat disimpulkan data adalah normal atau terbebas dari *Univariate normality* (Ghozali Imam, 2005).

4.1.4. Uji Multicollinearity

Multikolinieritas adalah adanya korelasi positif yang sangat tinggi di antara variabel bebas (Gujarati, 1997). Artinya antara variabel *independent* (variabel bebas) yang terdapat dalam model memiliki hubungan yang sempurna atau mendekati sempurna (koefisien korelasi tinggi atau bahkan 1). Konsekuensi adanya multikolinieritas dalam model regresi adalah kesalahan standar estimasi akan cenderung meningkat dengan bertambahnya variabel independen, tingkat signifikansi yang digunakan untuk menolak hipotesis nol akan semakin besar dan probabilitas menerima hipotesis yang salah (kesalahan P) menjadi semakin besar. Untuk menguji terjadinya multikolinieritas digunakan analisis korelasi jenjang nihil (*zero-order correlation*) dengan bantuan program *SPSS for Windows* versi 16. Pedoman pengambilan keputusan didasarkan pada pendapat Edwards (1979) yang menyatakan hubungan (korelasi) antar variabel bebas yang lebih besar dari 0,85 menunjukkan terjadinya multikolinieritas. Terjadinya interkolinieritas menurut Fernandes (1984) dapat menyebabkan

tingginya harga determinasi dan penurunan indeks korelasi bila salah satu variabel dikendalikan. Deteksi multikolinieritas dalam penelitian ini dilakukan dengan melihat koefisien korelasi *r product moment dari Pearson*, nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor (VIF)*. Indikasi multikolinieritas dalam penelitian ini dapat disajikan pada Tabel 4.22

Tabel 4.22

Hasil Pengujian Multicollinarity variabel penelitian

| Model | | roa | size | dpr | dar | asb | prp | ppi | lik | kis | rib | scbr |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| I Correlation | roa | 1.000 | .020 | -.032 | -.034 | -.030 | -.046 | .026 | -.032 | -.043 | -.051 | -.074 |
| | size | .020 | 1.000 | -.055 | -.049 | .053 | -.043 | -.041 | .054 | -.039 | .092 | .224 |
| | dar | -.059 | -.048 | .037 | 1.000 | .039 | -.028 | -.039 | .092 | .224 | .038 | -.032 |
| | asb | -.050 | -.049 | .016 | .032 | 1.000 | -.123 | -.085 | .004 | .021 | .016 | -.059 |
| | prp | .093 | -.043 | -.051 | -.074 | .074 | 1.000 | -.036 | .028 | -.048 | -.051 | -.050 |
| | ppi | .028 | -.039 | .092 | .224 | .001 | .092 | 1.000 | -.130 | -.049 | .021 | -.055 |
| | lik | -.130 | -.095 | .004 | .021 | -.056 | .004 | .224 | 1.000 | -.043 | .012 | -.048 |
| | kis | -.076 | -.061 | .002 | .012 | -.096 | .002 | .021 | .092 | 1.000 | .001 | -.049 |
| | rib | .020 | -.031 | .052 | .001 | .022 | -.049 | -.032 | .004 | -.338 | 1.000 | -.043 |
| | scbr | .023 | -.007 | .001 | -.056 | -.021 | .016 | -.059 | .028 | -.775 | -.082 | 1.000 |

a. Dependent Variabel: dar

Multikolinieritas dapat juga dilihat dari pertama, nilai *Tolerance* dan lawannya. Kedua, *variance inflation factor (VIF)*. Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Dalam pengertian sederhana setiap variabel independen menjadi variabel dependen dan diregres terhadap variabel independen lainnya. *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 *cutoff* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *tolerance* 0.10 atau sama dengan nilai VIF 10. Data dalam penelitian ini menunjukkan bahwa nilai tidak ada variabel independen yang memiliki

nilai *tolerance* kurang dari 0.10 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Hasil perhitungan nilai *tolerance inflation factor* (VIF) juga menunjukkan hal yang sama tidak ada variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Jadi bisa disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel independen dalam regresi.

4.1.5. Pengujian Goodness- of fit Model Penelitian Empiris

Setelah data normal dan tidak ada *multicollinearity* selanjutnya akan dilakukan pengujian untuk menilai *Goodness of Fit* dari model dengan menggunakan : *Chi-Square* dan Probabilitas, *Goodness of Fit Indices* (GFI), *Adjusted Goodnes of Fit Index* (AGFI), *Root Mean Square Error of Approximation* (RMSEA), *Expected Cross Validation Index* (ECVI), *Akaike's Information Criterion* (AIC) dan CAIC, dan Fit Index. Hasil pengujian *Goodness of Fit* model dengan menggunakan indikator-idikator dapat dilihat pada tabel 4.2.2 berikut ini .

Tabel 4.2.2

Ringkasan Hasil Pengujian Goodness Of Fit Model

| Model Fit Indicators | Value | Cutt of Value | Conclusion |
|--|--------------|----------------------|-------------------|
| <i>Chi-Square</i> dan Probabilitas : | $P = 0.39$ | $P > 0,005$ | Model fit |
| 1. <i>Minimum Fit Function Chi Square</i> | | | |
| 2. <i>Normal Theory Weighted Least Square Chi Square</i> | $P = 0.39$ | $P > 0,005$ | Model fit |
| <i>Goodness of Fit Indices</i> (GFI) | 1.00 | $P = 0,90$ | Model fit |
| 1. <i>Adjusted Goodnes of Fit Index</i> (AGFI) | 0.97 | $P = 0,90$ | Model fit |
| 2. <i>Parsimony Goodnes of Fit Index</i> (PGFI) | 0.67 | $P > 0,05$ | Model fit |

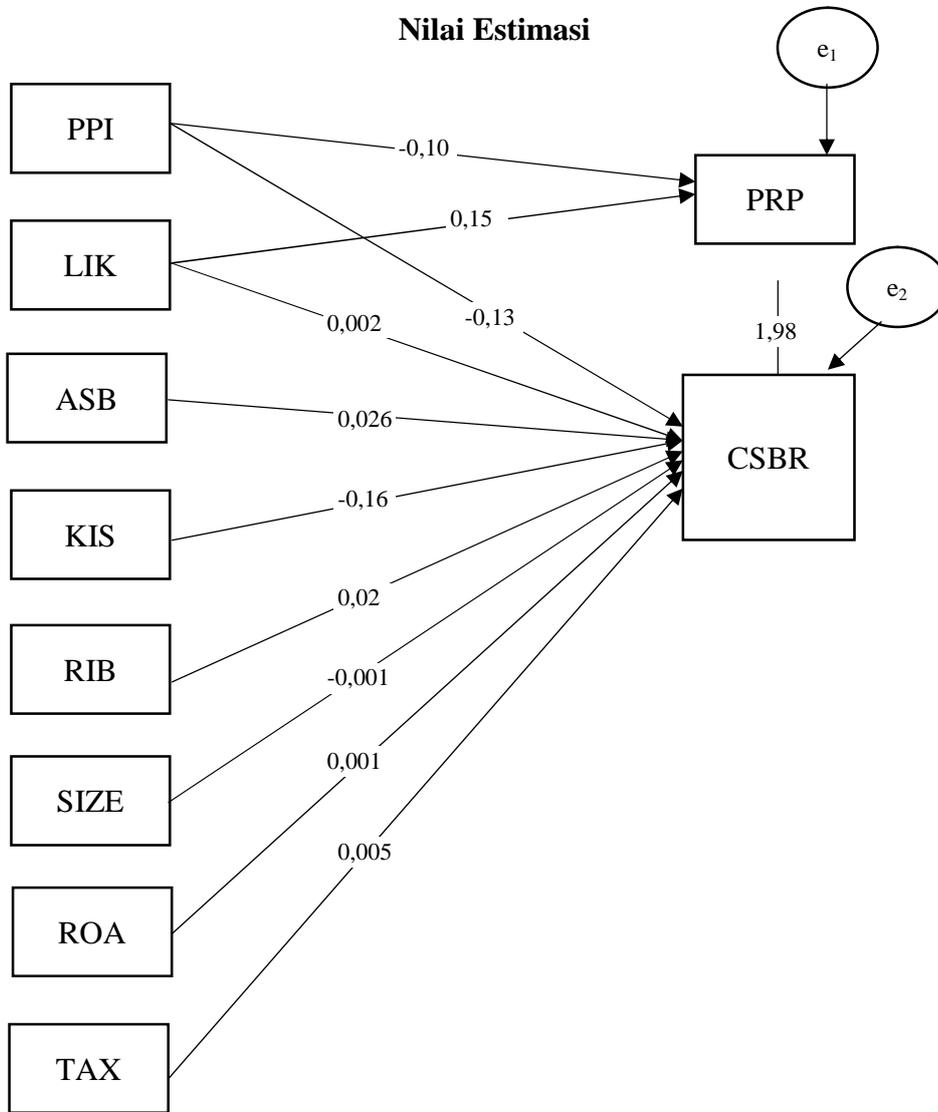
| | | | |
|---|------------|---|-----------|
| 1. <i>Root Mean Square Error of Approximation (RMSEA)</i> | 0.0 | < 0,050 | Model fit |
| 2. <i>P-Value for Test of Close Fit (RMSEA)</i> | 0.071 | < 0,050 | Model fit |
| 1. <i>Expected Cross Validation Index (ECVI)</i> | 0.24 | 1. <i>ECVI (0,24) < ECVI for Saturated(0,25) Model</i> | Model fit |
| 2. <i>ECVI for Saturated Model</i> | 0.25 | | |
| 3. <i>ECVI for Independence Model</i> | 2,58 | 2. <i>ECVI (0,23) < ECVI for Independence Model (2,58)</i> | Model fit |
| <i>Akaike's Information Criterion (AIC) dan CAIC :</i> | | 1. <i>Model AIC (86.99) < Independence AIC (984.11) dan Model AIC (293,59) < Saturated AIC (311,35)</i> | Model fit |
| 1. <i>Model AIC</i> | 86.99 | | |
| 2. <i>Independence AIC</i> | 984.11 | | |
| 3. <i>Saturated AIC</i> | 90,00 | | |
| 4. <i>Model CAIC</i> | 293.59 | 2. <i>Model CAIC (293,59) < Independence (984,11) Dan Model CAIC (293,59) < Saturated AIC (311,35)</i> | Model fit |
| 5. <i>Independence CAIC</i> | 984.11 | | |
| 6. <i>Saturated AIC</i> | 311.35 | | |
| <i>Fit Index : Normed Fit Index (NFI)</i> | $P > 0,90$ | 0,97 | Model fit |
| <i>Comparative Fit Index (CFI)</i> | $P > 0,90$ | 0,98 | Model fit |
| <i>Incremental Fit Index (IFI) Relative Fit Index (RFI)</i> | $P > 0,90$ | 0,98 | Model fit |
| | $P > 0,90$ | 0.94 | Model fit |

Source : The result of data processing by LISREL

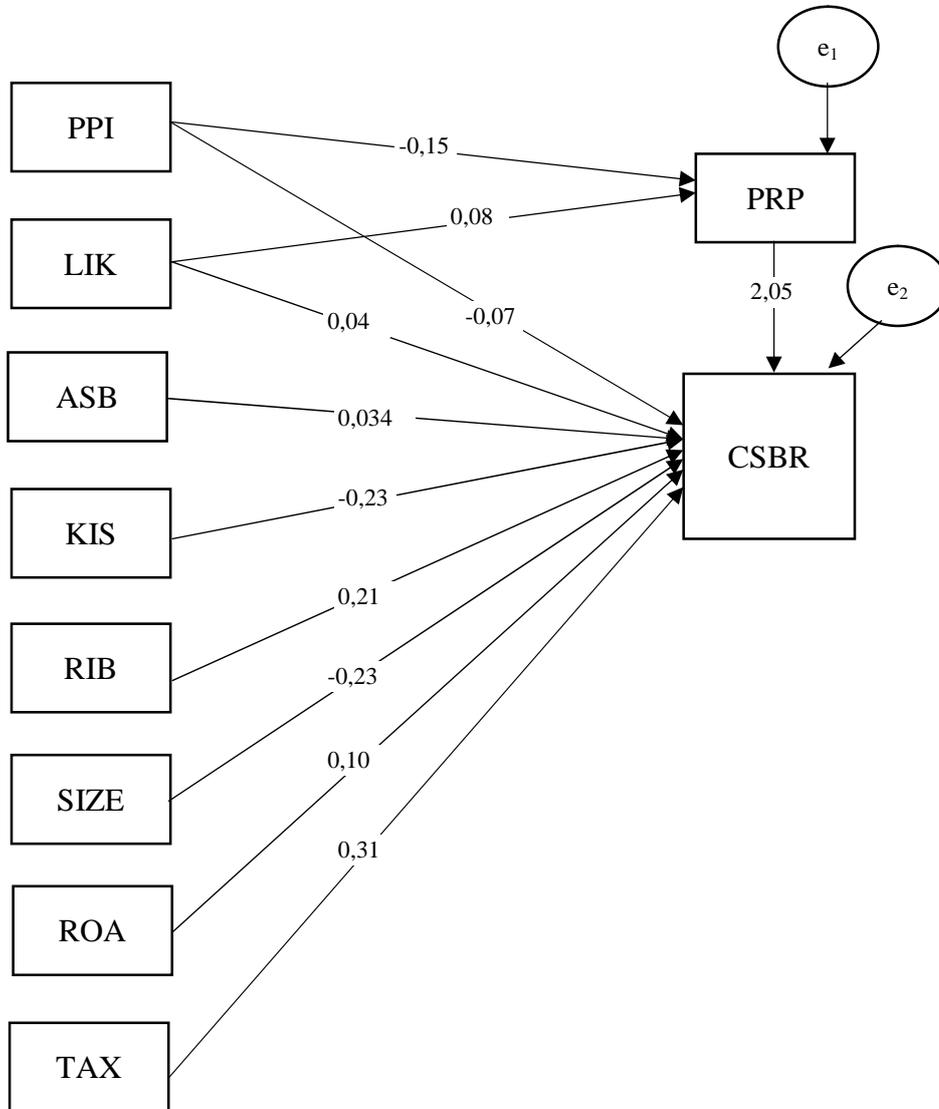
Berdasarkan hasil pengujian *Goodness of Fit* model pada tabel

4.2.2 dapat disimpulkan bahwa secara keseluruhan model penelitian menunjukkan fit.

Nilai Estimasi



Nilai Standardized



4.1.6. Pengujian Hipotesis

Metode estimasi yang paling populer digunakan pada penelitian *Structural Equation Modeling* (SEM) dan digunakan oleh LISREL adalah *Maximum Likelihood*, karena akan menghasilkan estimasi parameter yang valid, efisien dan reliable apabila data yang

digunakan memenuhi *normalitas multivariate*, besaran sampel minimum 100 sampai 200. Diagram jalur dengan menggunakan program LISREL pada gambar berikut ini menampilkan nilai estimasi *unstandardized* hubungan antar variabel. Pada penelitian ini jumlah sampel pengamatan sebanyak 312 dan data sudah memenuhi *normalitas multivariate* serta memenuhi asumsi *multicollinearity* yang mengharuskan tidak adanya korelasi diantara variabel-variabel independen. Dari gambar berikut mengenai struktur SEM dapat di buat persamaan matematis sebagai berikut :

Pertumbuhan Perusahaan (PRP) (Y_1) :

1. $PRP = -0,33 PPI + 2,15 LIK + e_1$
2. $R^2 = 0.45$

Capital Structure Base Risk (CSBR) (Y_2) :

1. $CSBR = 3,26*ASB - 0,39*PPI + 0,28*LIK - 0,66*KIS + 2,02*RIB - 0,01*SIZE + 1,08*ROA + 0,05*TAX + 1,98* PRP + e_1$
2. $R^2 = 0.045$
3. $AdjR = 0.054$

Diagram jalur dengan menggunakan program LISREL pada gambar diatas berikut ini menampilkan nilai estimasi *t value* hubungan antar variabel

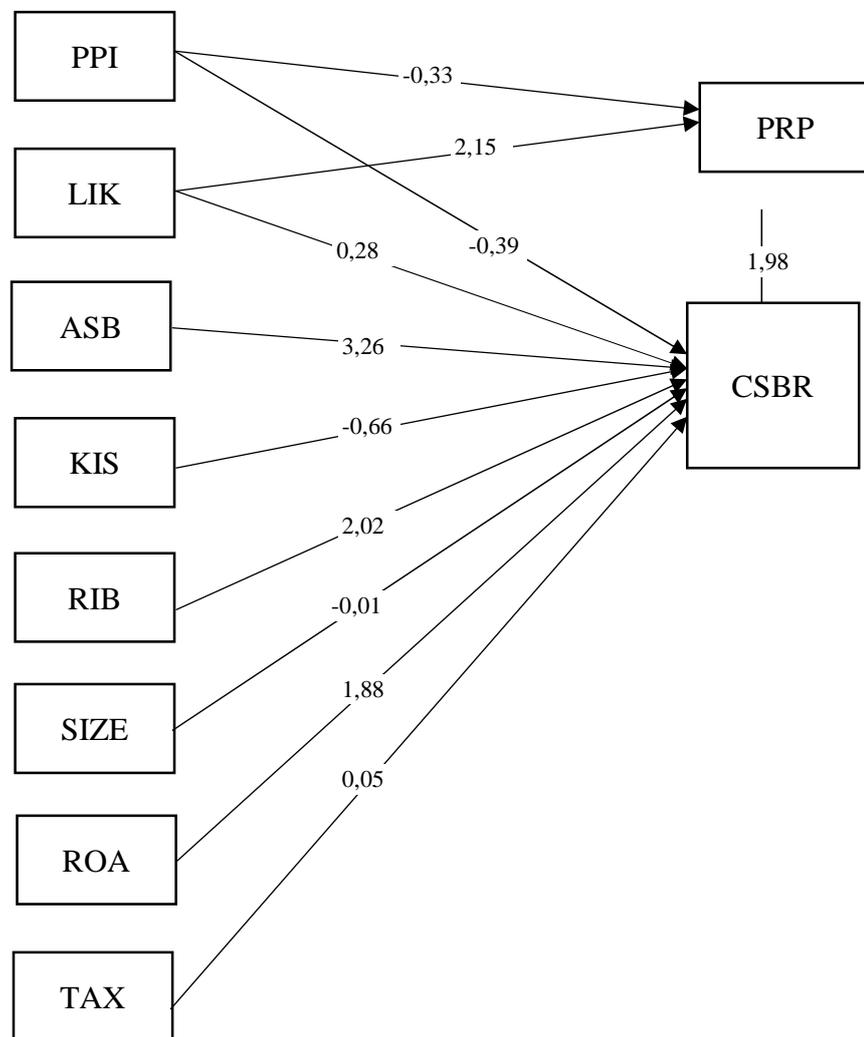
Berdasarkan output LISREL tersebut dapat diketahui bahwa :

1. Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) tidak berpengaruh terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP), karena *t* hitung yang dihasilkan oleh LISREL -0,33 lebih kecil dari *t* tabel 1.960.
2. Likuiditas (LIK) berpengaruh terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP), karena *t* hitung yang dihasilkan oleh LISREL 2,15 lebih besar dari *t* tabel 1,960.

3. Positioning perusahaan dalam Industri(PPI) tidak berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), karena t hitung yang dihasilkan oleh LISREL -0,39 lebih kecil dari t tabel 1.960 .
4. Likuiditas (LIK) tidak berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), karena t hitung yang dihasilkan oleh LISREL 0.28 lebih kecil dari t tabel 1.960.
5. Asset Berwujud (ASB) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), karena t hitung yang dihasilkan oleh LISREL 3.26 lebih besar dari t tabel 1.960.
6. Kinerja Saham (KIS) tidak berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), karena t hitung yang dihasilkan oleh LISREL -0.01 lebih kecil dari t tabel 1.960.
7. Risiko Bisnis (RIB) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), karena t hitung yang dihasilkan oleh LISREL 2.02 lebih besar dari t tabel 1.960.
8. Ukuran Perusahaan (SIZE) tidak berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), karena t hitung yang dihasilkan oleh LISREL -0.01 lebih kecil dari t tabel 1.960.
9. *Profitabilitas* (ROA) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), karena t hitung yang dihasilkan oleh LISREL 1.88 lebih besar dari t tabel 1.960.

10. Pajak (TAX) tidak berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), karena t hitung yang dihasilkan oleh LISREL 0.05 lebih kecil dari t tabel 1.960.
11. Pertumbuhan Perusahaan (PRP) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), karena t hitung yang dihasilkan oleh LISREL 1.98 lebih besar dari t tabel 1.960.

Gambar 4.3
 t value



Sumber : data diolah

Pengujian hipotesis secara parsial dilakukan untuk dapat menjawab pertanyaan-pertanyaan pada penelitian ini. Pertanyaan-pertanyaan penelitian yang diajukan pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagaimanakah Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP).
2. Bagaimanakah Likuiditas (LIK) berpengaruh terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP).
3. Bagaimanakah Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
4. Bagaimanakah Likuiditas (LIK) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
5. Bagaimanakah Asset Berwujud (ASB) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
6. Bagaimanakah Kinerja Saham (KIS) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
7. Bagaimanakah Risiko Bisnis (RIB) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
8. Bagaimanakah Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
9. Bagaimanakah *Profitabilitas* (ROA) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).
10. Bagaimanakah Pajak (TAX) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

11. Bagaimanakah Pertumbuhan Perusahaan (PRP) berpengaruh terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR).

**Tabel 4.4 Pengaruh Langsung
PRP : PPI ; LIK ; CSBR ; ASB ; PPI ; LIK ; KIS ; RIB ; SIZE ;
ROA ; TAX; PRP**

| Variabel | Estimate | Coefficient Standardized | Nilai <i>t</i> |
|--|----------|--------------------------|----------------|
| Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) Perusahaan (PRP). | -0,10 | -0,15 | -0,33 |
| Likuiditas (LIK) Pertumbuhan Perusahaan (PRP). | 0,15 | 0,08 | 2,15 |
| Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) <i>Capital Structure Base Risk</i> (CSBR). | -0,13 | -0,07 | -0,39 |
| Likuiditas (LIK) <i>Capital Structure Base Risk</i> (CSBR). | 0,002 | 0,04 | 0.28 |
| Asset Berwujud (ASB) <i>Capital Structure Base Risk</i> (CSBR). | 0,02 | 0,034 | 3.26 |
| Kinerja Saham (KIS) <i>Capital Structure Base Risk</i> (CSBR). | -0,16 | -0,23 | -0.01 |
| Risiko Bisnis (RIB) <i>Capital Structure Base Risk</i> (CSBR). | 0,02 | 0,21 | 2.02 |
| Ukuran Perusahaan (SIZE) <i>Capital Structure Base Risk</i> (CSBR). | -0,001 | -0,23 | -0.01 |
| <i>Profitabilitas</i> (ROA) <i>Capital Structure Base Risk</i> (CSBR). | 0,001 | 0,10 | 1.88 |
| Pajak (TAX) <i>Capital Structure Base Risk</i> (CSBR). | 0,005 | 0,31 | 0.05 |
| Pertumbuhan Perusahaan (PRP) <i>Capital Structure Base Risk</i> (CSBR). | 1,98 | 2,05 | 1.98 |

Sumber : data yang diolah dengan lisrel

Keterangan : *) signifikan pada = 5%

**) signifikan pada = 10%

Hasil analisis jalur yang terlihat pada Tabel 4.5, menunjukkan

bahwa

Asset Berwujud berpengaruh paling besar terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Pada penelitian ini juga akan melihat pengaruh tidak langsung yaitu Pengaruh tidak langsung PPI terhadap CSBR melalui PRP, Pengaruh tidak langsung LIK terhadap CSBR

melalui PRP menggunakan Sobel Test dapat dilihat pada table 4.6 berikut

Tabel 4.6.
Pengaruh tidak langsung PPI dan LIK terhadap CSBR melalui PRP

| Variabel | | | Test Statistik | P Value | Standar Error | Hasil | |
|----------|-----|------|----------------|------------|---------------|------------------------------|-----------------|
| PPI | PRP | CSBR | 0,6206702 | 0,53481664 | 0,2842089 | <i>p value</i> > 0,05 | Ditolak |
| LIK | PRP | CSBR | 2,59374135 | 0,00949379 | 0,29470942 | <i>p value</i> < 0,05 | Diterima |

Sumber : data yang diolah dengan *Sobel Test*.

Berdasarkan output LISREL tersebut dapat diketahui bahwa :

Pengujian Hipotesis 1

Hipotesis 1 menyatakan bahwa positioning perusahaan dalam industri (PPI) berpengaruh positif terhadap pertumbuhan perusahaan (PRP), memiliki *coefficient standardized* bertanda negatif (-0,15) dan nilai *t* sebesar -0,33 yang lebih kecil dari *t* table 1,98 pada taraf signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis 1 yang menyatakan Positioning perusahaan dalam industri (PPI) berpengaruh terhadap pertumbuhan perusahaan (PRP) ternyata tidak terbukti. Dengan demikian hipotesis 1 yang menyatakan positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh terhadap pertumbuhan perusahaan (PRP) tidak dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 2

Hipotesis 2 menyatakan bahwa Likuiditas (LIK) berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP), memiliki *coefficient standardized* bertanda positif (0,08) dan nilai *t* sebesar 2,15 lebih besar dari *t* tabel 1,960 pada taraf signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis 2 yang menyatakan Likuiditas (LIK) berpengaruh terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP), ternyata terbukti. Dengan demikian

hipotesis 2 yang menyatakan Likuiditas (LIK) berpengaruh terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP), dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis 3 menyatakan bahwa Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Memiliki *coefficient standardized* bertanda negative (-0,07) dengan t -0,39 lebih kecil dari t tabel 1.960 pada taraf signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis 3 yang menyatakan bahwa Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), ternyata tidak terbukti. Dengan demikian hipotesis 3 yang menyatakan Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), tidak dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 4

Hipotesis 4 menyatakan bahwa Likuiditas (LIK) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), Memiliki *coefficient standardized* bertanda positif (0,04) dengan t hitung 0.28 lebih kecil dari t tabel 1.960, lebih kecil dari t tabel 1.960 pada taraf signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis 4 yang menyatakan bahwa Likuiditas (LIK) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), ternyata tidak terbukti. Dengan demikian hipotesis 4 yang menyatakan Likuiditas (LIK) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), tidak dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 5

Hipotesis 5 menyatakan bahwa Asset Berwujud (ASB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), Memiliki *coefficient standardized* bertanda negative (-0,01) dengan *t* hitung 3.26 lebih besar dari *t* tabel 1.960. pada taraf signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis 5 yang menyatakan bahwa Asset Berwujud (ASB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), ternyata terbukti. Dengan demikian hipotesis 5 yang menyatakan Asset Berwujud (ASB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 6

Hipotesis 6 menyatakan bahwa Kinerja Saham (KIS) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), Memiliki *coefficient standardized* bertanda negative (-0,23) dengan *t* hitung -0.01 lebih kecil dari *t* tabel 1.960. pada taraf signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis 6 yang menyatakan Kinerja Saham (KIS) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), ternyata tidak terbukti. Dengan demikian hipotesis 6 yang menyatakan Kinerja Saham (KIS) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), tidak dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 7

Hipotesis 7 menyatakan bahwa Risiko Bisnis (RIB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), Memiliki *coefficient standardized* bertanda positif (0,21) dengan *t*

hitung 2.02 lebih besar dari t tabel 1.960. pada taraf signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis 7 yang menyatakan Risiko Bisnis (RIB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), ternyata terbukti. Dengan demikian hipotesis 7 yang menyatakan Risiko Bisnis (RIB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 8

Hipotesis 8 yang menyatakan bahwa Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), Memiliki *coefficient standardized* bertanda negatif (-0,23) dengan t hitung -0.01 lebih kecil dari t tabel 1.960 pada taraf signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis 8 yang menyatakan Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), ternyata tidak terbukti. Dengan demikian hipotesis 8 yang menyatakan Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), tidak dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 9

Hipotesis 9 yang menyatakan bahwa *Profitabilitas* (ROA) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), Memiliki *coefficient standardized* bertanda positif (0,10) dengan t 1.88 lebih besar dari t tabel 1.960. pada taraf signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis 9 yang menyatakan *Profitabilitas* (ROA)

berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), ternyata terbukti. Dengan demikian hipotesis 9 yang menyatakan *Profitabilitas* (ROA) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 10

Hipotesis 10 yang menyatakan bahwa Pajak (TAX) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), Memiliki *coefficient standardized* bertanda positif (0,31) dengan t hitung 0.05 lebih kecil dari t tabel 1.960. pada taraf signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis 10 yang menyatakan Pajak (TAX) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR) ternyata tidak terbukti. Dengan demikian hipotesis 10 yang menyatakan Pajak (TAX) berpengaruh negative terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 11

Hipotesis 11 yang menyatakan bahwa Pertumbuhan Perusahaan (PRP) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), Memiliki *coefficient standardized* bertanda positif (2,05) dengan t hitung 1.98 lebih besar dari t tabel 1.960. pada taraf signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis 11 yang menyatakan Pertumbuhan Perusahaan (PRP) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), ternyata terbukti. Dengan demikian hipotesis 11 yang menyatakan Pertumbuhan Perusahaan (PRP)

berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 12

Hipotesis 12 yang menyatakan bahwa Pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh positif antara positioning perusahaan dalam Industri (PPI) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Hipotesis ini untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor dua belas yaitu Bagaimanakah Pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh antara positioning perusahaan dalam Industri (PPI) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR) ? Pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis jalur, yang dilakukan dengan cara menghitung pengaruh total dari efek langsung variabel Pertumbuhan perusahaan (PRP) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR) dan Pertumbuhan perusahaan (PRP) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR) melalui positioning perusahaan dalam Industri (PPI). Tabel 4.6. menunjukkan P Value 0,53481664 yang lebih besar dari 0,05 yang artinya bahwa hubungan mediasi tersebut tidak dapat diterima.

Pengujian Hipotesis 13

Hipotesis 13 yang menyatakan bahwa Pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh positif antara Likuiditas(LIK) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis jalur, yang dilakukan dengan cara menghitung pengaruh total dari efek langsung variabel Pertumbuhan

perusahaan (PRP) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR) dan Pertumbuhan perusahaan (PRP) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR) melalui Likuiditas(LIK) .Tabel 4.6. menunjukkan P *Value* 0,00949379 yang lebih kecil dari 0,05 yang artinya bahwa hubungan mediasi tersebut dapat diterima.

BAB V

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

5.1.1 Pengantar

Temuan hasil penelitian ini sangat berhubungan dengan **pertama**, kajian mengenai Pertumbuhan Perusahaan yang dipengaruhi oleh Positioning perusahaan dalam Industri(PPI) dan Likuiditas (LIK). **Kedua**, *Capital Structure Base Risk* yang dipengaruhi oleh : Asset Berwujud (ASB), Positioning perusahaan dalam Industri(PPI), Likuiditas (LIK), Kinerja Saham (KIS), Risiko Bisnis (RIB), Ukuran Perusahaan (SIZE), *Leverage* (DAR), *Profitabilitas* (ROA), Pajak.(Tax). **Ketiga**, pengaruh mediasi 2 variabel penelitian yaitu Pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh posisiif antara positioning perusahaan dalam Industri (PPI) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR) dan Pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh positif antara Likuiditas terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Selengkapnya Rangkuman hasil pengujian hipotesis penelitian ini selengkapnya pada tabel 5.1 sebagai berikut :

Tabel 5.1

Ringkasan hasil pengujian Hipotesis Penelitian

| No | Hipotesis Penelitian | Kesimpulan |
|----|---|------------|
| 1. | Positioning perusahaan dalam industri (PPI) berpengaruh positif terhadap pertumbuhan perusahaan (PRP). | Diterima |
| 2. | Likuiditas (LIK) berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP). | Diterima |
| 3. | Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh positif terhadap <i>Capital Structure Base Risk</i> (CSBR). | Ditolak |
| 4. | Likuiditas (LIK) berpengaruh positif terhadap <i>Capital</i> | Ditolak |

| | | |
|-----|--|----------|
| | <i>Structure Base Risk (CSBR).</i> | |
| 5. | Asset Berwujud (ASB) berpengaruh positif terhadap <i>Capital Structure Base Risk (CSBR)</i> | Diterima |
| 6. | Kinerja Saham (KIS) berpengaruh positif terhadap <i>Capital Structure Base Risk (CSBR)</i> | Ditolak |
| 7. | Risiko Bisnis (RIB) berpengaruh positif terhadap <i>Capital Structure Base Risk (CSBR)</i> | Diterima |
| 8. | Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap <i>Capital Structure Base Risk (CSBR)</i> | Ditolak |
| 9. | <i>Profitabilitas (ROA)</i> berpengaruh positif terhadap <i>Capital Structure Base Risk (CSBR)</i> | Diterima |
| 10. | Pajak (TAX) berpengaruh positif terhadap <i>Capital Structure Base Risk (CSBR)</i> | Diterima |
| 11. | Pertumbuhan Perusahaan (PRP) berpengaruh positif terhadap <i>Capital Structure Base Risk (CSBR).</i> | Diterima |
| 12. | Pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh posisiif antara positioning perusahaan dalam Industri (PPI) terhadap <i>Capital Structure Base Risk (CSBR)</i> | Ditolak |
| 13. | Pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh positif antara Likuiditas terhadap <i>Capital Structure Base Risk (CSBR)</i> | Diterima |

Sumber : Olah data menggunakan Lisrel

Berikut ini adalah pemaparan hasil pengujian 13 (tigabelas) hipotesis tersebut.

5.1.2 Pembahasan Hipotesis 1

Hipotesis 1 menyatakan bahwa Positioning perusahaan dalam industri (PPI) berpengaruh positif terhadap pertumbuhan perusahaan (PRP). Hasil statistik menunjukkan bahwa hipotesis tersebut diterima. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Kotler & Armstrong, 2010; Martos-Partal & Gonz lez-Benito, 2011; Sirianni, Bitner, Brown, & Mandel, 2013) mengenai Positioning adalah bagian integral dari pemasaran. Aktivitas penentuan posisi berdampak positif terhadap keunggulan kompetitif jangka panjang perusahaan (Hassan & Craft, 2012; Kotler & Armstrong, 2010). Merek yang diposisikan dengan baik membedakan dirinya dari para pesaingnya dan menarik bagi

kebutuhan spesifik pelanggannya, yang mengarah pada loyalitas konsumen yang tinggi, ekuitas merek yang diturunkan oleh konsumen, dan kemauan untuk mencari merek (misalnya Dou, Lim, Su, Zhou, & Cui, 2010; Gammoh, Koh, & Okoroafo, 2011; Keller, 2003). Ini meningkatkan persepsi kualitas dan kepercayaan di antara pembeli dalam keputusan pembelian mereka (Leek & Christodoulides, 2012; Ohnemus, 2009). Penjual dapat memanfaatkan merek yang diposisikan dengan baik dengan mengekstraksi premi untuk proposisi nilai mereka (Ohnemus, 2009; Persson, 2010).

Terlepas dari potensi keuntungan, positioning dalam konteks business-to-business (B2B) belum menerima perhatian penelitian yang memadai (Kalafatis, Tsogas, & Blankson, 2000; Ker nen & Jalkala, 2014; Penttinen & Palmer, 2007). Sebagian alasannya mungkin karena strategi yang berfokus pada merek membutuhkan komitmen sumber daya yang besar (Leek & Christodoulides, 2012) dan tidak menghasilkan hasil keuangan langsung (Chang, Wang, & Arnett, 2018; Ohnemus, 2009). Sampai sekarang, kami tidak memiliki bukti yang memadai tentang jenis strategi penentuan posisi perusahaan dalam industry. Positioning merupakan keputusan strategis yang penting (Fuchs & Diamantopoulos, 2010; Keller dan Lehmann, 2006) dan didefinisikan sebagai tindakan merancang penawaran dan citra perusahaan untuk menempati tempat yang berbeda di benak pasar sasaran (Kotler & Armstrong, 2010). Strategi penentuan posisi yang sukses dikaitkan dengan kemampuan utama perusahaan (Fuchs & Diamantopoulos, 2010) menerangi cara unik

perusahaan dalam memberikan nilai kepada pelanggan (Blankson, Nkrumah, Opare, & Ketron, 2018; Keller, 2003).

Penggunaan dan efektivitas berbagai strategi positioning merek telah diteliti terutama dalam pengaturan pemasaran konsumen (misalnya Akaka & Alden, 2010; Blankson et al., 2018; Bhat & Reddy, 1998; Blankson & Kalafatis, 2004; Fuchs & Diamantopoulos, 2010 ; Pham dan Muthukrishnan, 2002; Punj and Moon, 2002). Sebagai contoh, Blankson dan Kalafatis (2004) mengusulkan tipologi berbasis konsumen dari delapan strategi positioning merek yang berbeda, dan kemudian, Blankson, et al., (2008) menemukan bahwa strategi positioning berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Fuchs & Diamantopoulos (2010) mengusulkan beberapa strategi positioning merek dan menemukan bahwa konsumen merespon terbaik terhadap strategi positioning berbasis manfaat. Keuntungan dari strategi penentuan posisi tidak terbatas pada hanya pasar konsumen (Ker nen & Jalkala, 2014; Keller dan Lehman, 2006). hanya pasar konsumen (Ker nen & Jalkala, 2014; Keller dan Lehman, 2006). Strategi positioning yang sukses dapat menyebabkan peningkatan kepercayaan di antara pembeli dalam keputusan pembelian mereka dan mengurangi persepsi risiko mereka (Ohnemus, 2009). Ini juga dapat berkontribusi pada peningkatan persepsi kualitas dan keunikan (Cretu & Brodie, 2007; Leek & Christodoulides, 2012; Michell, King, & Reast, 2001; Nyadzayo, Matanda, & Ewing, 2016). Perusahaan dapat menggunakan strategi penentuan posisi untuk membedakan diri mereka

sendiri dan mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi dari pembeli mereka (Ohnemus, 2009; Persson, 2010).

5.1.3 Pembahasan Hipotesis 2

Hipotesis 2 menyatakan bahwa Likuiditas (LIK) berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Perusahaan (PRP). Sejak studi seminal Gibrat (1931), penelitian baru-baru ini telah berfokus pada implikasi lebih lanjut dari regresi Gibrat standar pada organisasi industri. Termasuk variabel tambahan seperti arus kas sebagai proksi untuk kendala likuiditas terhadap regresi LPE, penelitian ini menafsirkan sensitivitas arus kas pertumbuhan yang tinggi sebagai indikator ketergantungan berlebihan perusahaan pada dana internal untuk membiayai proyek investasi baru. Oleh karena itu, pertumbuhan perusahaan-perusahaan ini akan dibatasi oleh kapasitas yang menghasilkan laba dari fasilitas produksi yang ada. Salah satu studi berpengaruh untuk menyelidiki pengaruh kendala keuangan terhadap pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan, Carpenter dan Petersen (2002) mengharuskan dimasukkannya arus kas dalam regresi pertumbuhan untuk menunjukkan sensitivitas pertumbuhan-arus kas yang lebih tinggi sebagai tanda masalah pembiayaan yang lebih besar. Mereka memutar Fazzari et al. (1988) pendekatan dengan meneliti efek pada pertumbuhan perusahaan daripada pada investasi dalam aktiva tetap yang gagal memperhitungkan alternatif penggunaan keuangan internal dalam produksi, kepemilikan kas, keterlambatan pembayaran dll. Mereka mengukur tingkat pertumbuhan oleh perubahan relatif dalam total aset perusahaan yang menangkap tidak hanya pertumbuhan modal fisik

perusahaan, tetapi juga modal kerja bruto. Hasil mereka mengungkapkan bahwa sensitivitas pertumbuhan terhadap arus kas lebih besar dari satu untuk perusahaan yang menghadapi kendala pendanaan karena efek leverage dan sensitivitas menjadi jauh lebih lemah bagi perusahaan yang menghadapi kendala keuangan yang lebih santai. Ini berarti bahwa pertumbuhan perusahaan terhambat oleh kendala likuiditas dan ini memberikan prediksi kuantitatif dan relatif lebih kuat tentang adanya kendala pendanaan. Wagenvoort (2003) memperkirakan model yang serupa untuk kelas ukuran yang berbeda dari perusahaan-perusahaan di negara-negara Uni Eropa menambahkan dampak leverage dan ukuran perusahaan untuk analisis empiris mereka dan mencapai kesimpulan yang sama. Hutchinson dan Xavier (2006) juga lebih suka untuk membuat perbandingan kuantitatif tingkat kendala keuangan internal pada pertumbuhan perusahaan dan menemukan bahwa sensitivitas arus kas pertumbuhan perusahaan Slovenia relatif lebih dari yang dari Belgia. Menggunakan data Eropa juga, Coluzzi *et al.* (2012) memilih untuk menguji ukuran, pertumbuhan masa lalu dan ukuran langsung hambatan keuangan yang diperoleh dari data survei dan menemukan bahwa hambatan keuangan secara negatif mempengaruhi pertumbuhan perusahaan dan pertumbuhan perusahaan merespons positif terhadap arus kas.

Termotivasi oleh gagasan yang sama untuk menggunakan kendala likuiditas untuk menjelaskan dinamika pertumbuhan ukuran perusahaan, Fagiolo dan Luzzi (2006) menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur

muda dan kecil Italia tumbuh lebih banyak dalam hal pekerjaan, tetapi pertumbuhan mereka secara signifikan menderita dari kendala likuiditas. Selain itu, mereka menemukan bahwa dampak negatif ukuran pada pertumbuhan meningkat dalam besarnya karena kendala likuiditas menjadi lebih parah. Oliveira dan Fortunato (2006) juga menganalisis pertumbuhan lapangan kerja dengan menggunakan panel besar perusahaan-perusahaan manufaktur Portugis yang tidak seimbang dan hasil keseluruhannya menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan-perusahaan kecil dan muda Portugal lebih dibatasi keuangannya dibandingkan dengan rekan-rekan mereka yang besar dan lama. Untuk menilai hubungan antara kendala keuangan dan pertumbuhan lapangan kerja dengan menggunakan dua set data perusahaan Italia, Angelini dan Generale (2008) menggunakan ukuran langsung dari kendala keuangan dari data survei dan cakupan bunga dan tangibilitas aset sebagai alternatif pengganti alternatif berdasarkan neraca untuk kendala keuangan. Dengan menggunakan semua langkah yang berbeda ini secara terpisah, hasilnya menunjukkan bahwa kendala keuangan pada tahun tertentu secara negatif dan signifikan mempengaruhi pertumbuhan perusahaan pada tahun itu dan efek ini berlaku untuk perusahaan dengan kendala kecil, tetapi tidak untuk kendala baru. Selain itu, perusahaan yang lebih menguntungkan ditemukan tumbuh lebih cepat dan perusahaan yang lebih tua tumbuh lebih lambat. Rahman (2011) memberikan bukti bahwa efek dari berbagai sumber pembiayaan (yaitu, dana internal, fasilitas kredit bank) pada pertumbuhan lapangan kerja perusahaan secara statistik signifikan dan penting secara kuantitatif untuk

perusahaan di Inggris dan Irlandia. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa efek tambahan dari pembiayaan internal terhadap pertumbuhan perusahaan berkurang dengan mengurangi kendala pembiayaan eksternal dan sebagai hasilnya perusahaan beralih ke sumber pembiayaan eksternal . Huynh dan Petrunia (2010) menyelidiki hubungan antara faktor-faktor keuangan yang berbeda (yaitu, leverage, ukuran keuangan awal) dan pertumbuhan perusahaan untuk perusahaan-perusahaan manufaktur Kanada. Hasil keseluruhan mereka mengungkapkan hubungan positif dan nonlinier antara leverage dan pertumbuhan perusahaan di mana sensitivitas pertumbuhan terhadap leverage tertinggi untuk perusahaan di kuintil leverage menengah ke bawah. Hubungan non-monotonik antara pertumbuhan dan usia perusahaan dan hubungan positif antara pertumbuhan saat ini dan ukuran keuangan awal perusahaan juga diamati. Semua makalah ini menyebutkan beberapa masalah umum dengan memperkirakan persamaan pertumbuhan karena variabel penjelas endogen dan efek spesifik perusahaan invarian waktu dan mengusulkan berbagai cara untuk menjawab masalah ini.

5.1.4 Pembahasan Hipotesis 3

Hipotesis 3 menyatakan bahwa Positioning perusahaan dalam Industri (PPI) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Positioning perusahaan berupa Inovasi terbuka adalah salah satu bentuk interaksi antar organisasi yang muncul melalui bentuk tunggal atau kombinasi pertukaran, transfer, kerja sama atau kolaborasi. Enkel *et al.* (2009) menetapkan kegiatan inovasi terbuka untuk memasukkan proses

eksternal-internal yang dapat mengarah pada pengayaan basis pengetahuan perusahaan primer. Sebagai contoh, produsen peralatan memanfaatkan kemampuan teknologi dari produsen komponen untuk produk elektronik konsumen baru (Menguc et al., 2014). Inovasi terbuka juga dapat mencakup proses eksternal-internal di mana perusahaan utama mentransfer elemen dari proses inovasi ke organisasi lain untuk mempercepat hasil inovasi. Proses dalam-luar sering kali mencakup pemindahan atau pemberian lisensi (Enkel et al., 2009). Penciptaan inovasi adalah bentuk lain dari inovasi terbuka; kegiatan ini sering mengambil bentuk kolaborasi atau usaha patungan yang kontraktual. Inisiatif pelanggan dan pengguna inovasi dapat fokus pada coinvention atau cocreation (Hyysalo, 2009), kemampuan penciptaan inovasi ini berpotensi meningkatkan *Capital Structure*

5.1.5 Pembahasan Hipotesis 4

Hipotesis 4 menyatakan bahwa Likuiditas (LIK) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Likuiditas memiliki efek signifikan pada leverage tetapi yang pertama dapat memiliki efek positif atau negatif pada keputusan struktur modal; dengan demikian, efek bersih tidak diketahui (Abu Mouamer, 2011). Ada beberapa pemikiran teoretis dalam konteks struktur modal. Menurut pendapat tradisional oleh Modigliani dan Miller (1958), instrumen yang dikeluarkan oleh perusahaan tidak mempengaruhi nilai dan produktivitas perusahaan.

Pada titik optimal, manfaat marjinal utang sama dengan biaya marjinal utang dan kinerja perusahaan (Xu, 2012; Park & Jang, 2013).

Perusahaan akan mengikuti “gaya pecking order” untuk membiayai investasi (Deesomsak, Paudyal, & Pescetto, 2004). Myers dan Majluf (1984) menjelaskan bahwa perusahaan mengikuti hierarki keputusan keuangan ketika membangun struktur modalnya. Pada awalnya, perusahaan membiayai proyek menggunakan laba ditahan karena metode pembiayaan ini tidak menimbulkan biaya flotasi dan tidak memerlukan pengungkapan informasi keuangan perusahaan (Bevan & Danbolt, 2002). Jika laba ditahan tidak mencukupi, maka perusahaan memilih untuk hutang jika pembiayaan lebih lanjut diperlukan, maka opsi terakhir bagi perusahaan adalah menerbitkan ekuitas. Temuan dari beberapa studi yang sejalan dengan teori peckig order telah dilakukan antara lain oleh (Goel, et al., 2015; Iqbal, et al.,2016; Vo, 2017; Abdulla, 2017; Zeitun, et al., 2017)

Selain itu, Likuiditas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang konservatif ketika perusahaan memiliki banyak aset likuid; karenanya, kebijakan konservatif diperlukan untuk mengabaikan risiko potensial. Williamson (1988) menunjukkan bahwa likuiditas aset membatasi tingkat utang optimal perusahaan mengenai rata-rata penggunaan utang dalam industri tertentu. Submitter dan Anderson (2002) menunjukkan hubungan positif antara aset likuid dan hutang Long Term perusahaan. Dapat dijelaskan bahwa perusahaan berusaha mengurangi risiko dengan memanfaatkan Long Term debt yang tinggi dalam struktur modal dengan memegang aset likuid sebagai solusi pencegahan. Mereka juga menunjukkan hubungan negatif antara aset likuid dan pinjaman perusahaan, dengan asumsi peran pembiayaan pengganti untuk mereka

dalam situasi kekurangan uang tunai. Hebatnya, mereka melakukan tes yang sama pada sampel perusahaan Belgia dan temuan mereka menunjukkan hubungan positif antara aset likuid dan hutang.

5.1.6 Pembahasan Hipotesis 5

Hipotesis 5 menyatakan bahwa Asset Berwujud (ASB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Diawali oleh konsep Leverage yang merupakan ukuran seberapa banyak perusahaan menggunakan ekuitas dan utang untuk membiayai asetnya. Ini mencerminkan jumlah utang yang digunakan dalam struktur modal perusahaan, oleh karena itu, berdampak pada pengembalian perusahaan sebanding dengan sejauh mana aset perusahaan dibiayai dengan utang. Leverage keuangan adalah prasyarat untuk mencapai struktur modal yang optimal. Jika variabel lain tetap konstan, semakin rendah jumlah yang dipinjam, semakin rendah bunganya, semakin rendah akan untung, sedangkan semakin besar jumlah yang dipinjam, semakin rendah bunganya, dan semakin besar akan menjadi laba. Hutang membawa kewajiban layanan tetap pembayaran bunga. Ketika hutang meningkat, leverage keuangan meningkat. Namun, perusahaan cenderung lebih memilih pembiayaan ekuitas daripada utang karena membawa risiko keuangan yang lebih kecil. Leverage keuangan memberikan potensi untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham serta meningkatkan risiko kerugian.

Leverage keuangan yang digunakan oleh suatu perusahaan dimaksudkan untuk mendapatkan dan mempertahankan lebih banyak dana biaya tetap daripada biaya relatifnya (Abeywardhana, 2017). Perusahaan tidak memiliki masa depan jika tidak mencapai pertumbuhan dan pengembalian aset yang konsisten dan berkelanjutan. Manajer Keuangan terus mengevaluasi efisiensi investasi dalam hal keuntungan dan pertumbuhan aset. Profitabilitas dihitung menggunakan rasio profitabilitas seperti Return on Asset (ROA) dan Return on Equity (ROE). Pertumbuhan aset dapat diperoleh melalui pemeriksaan mendalam atas laporan keuangan untuk menetapkan tingkat pertumbuhan margin (Pandey, 2007).

Definisi luas dari ukuran leverage keuangan adalah rasio total liabilitas terhadap total aset. Ukuran ini dapat diindikasikan sebagai proksi untuk apa yang tersisa bagi pemegang saham jika terjadi likuidasi (Bredly, Jarrell & Kim, 1984). Ukuran lain yang lebih tepat dari leverage keuangan dihitung dengan rasio utang terhadap total aset, utang yang mencakup jangka pendek dan panjang. Hutang berjangka. Biasanya dinyatakan sebagai utang atas total aset, total utang atas aset bersih atau modal yang digunakan atau pendapatan sebelum bunga dan pajak (EBIT) atas biaya bunga (Rajan & Zingales, 1995). Lebih lanjut dicatat bahwa rasio leverage keuangan biasanya dihitung oleh membagi utang dengan ekuitas pemegang saham. Penelitian ini akan menggunakan total rasio utang sebagai ukuran leverage keuangan.

Pertumbuhan perusahaan menyiratkan perluasan kegiatan perusahaan dalam hal aset, laba, dan penjualan. Ada dua jenis

pertumbuhan aset yang telah diidentifikasi di bidang manajemen keuangan; pertumbuhan internal dan pertumbuhan eksternal (Hampton, 1993). Pertumbuhan dan perkembangan perusahaan secara internal dan eksternal secara langsung dipengaruhi oleh kebijakan keuangan yang diadaptasi oleh manajemen. Oleh karena itu, pertumbuhan tindakan perusahaan menentukan solvabilitas perusahaan. Menurut Hampton (1993) tiga ukuran dapat digunakan untuk mengukur pertumbuhan perusahaan. Ini termasuk; peningkatan penjualan, peningkatan laba dan peningkatan aset. Asumsi bahwa penjualan, laba, dan aset tetap konstan adalah tidak realistis. Penjualan dan laba sebagian besar perusahaan tumbuh dari waktu ke waktu setidaknya, karena kelangsungan hidup mereka. Gupta (1969) dan Hampton (1993) menjelaskan bahwa manajer keuangan percaya bahwa pertumbuhan perusahaan didasarkan pada peningkatan ukuran dan kegiatan bisnis perusahaan dalam jangka panjang.

Pertumbuhan perusahaan adalah sinyal yang membantu meningkatkan ekuitas pemegang saham sementara pada saat yang sama tujuan perusahaan untuk memaksimalkan pengembalian terpenuhi. Sebaliknya, laba adalah ukuran terpenting dari kinerja perusahaan. Dalam ekonomi pasar terbuka, laba adalah sinyal untuk mengalokasikan sumber daya secara efisien dan jawaban untuk pertanyaan ekonomi dasar juga. Selanjutnya, besarnya EPS dengan penjualan akan tergantung pada tingkat pertumbuhan aset. Oleh karena itu, perlu berinvestasi dalam aset tetap untuk mempertahankan pertumbuhan produksi dan penjualan. Ini pada gilirannya akan meningkatkan aset untuk mendukung skala operasi yang

diperbesar (Zhao & Wijewardana, 2012). Pertumbuhan aset menunjukkan pertumbuhan ukuran perusahaan dalam hal basis modal (Hampton, 1993). Pertumbuhan aset adalah persentase kenaikan aset antara tahun berjalan dan tahun sebelumnya. Ini diukur sebagai Tingkat Pertumbuhan Aset (AGR).

5.1.7 Pembahasan Hipotesis 6

Hipotesis 6 menyatakan bahwa Kinerja Saham (KIS) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR), sesuai dengan teori yang dikemukakan Miller dan Modigliani (MM) mengusulkan bahwa proporsi leverage keuangan tidak berdampak sama sekali pada nilai perusahaan mengingat perusahaan bekerja di pasar yang sempurna. Artikel MM berikutnya pada tahun 1963 menunjukkan bahwa, di hadapan pajak perusahaan, proporsi leverage keuangan mempengaruhi nilai perusahaan pada dengan alasan bahwa tingkat pengembalian kenaikan saham proporsi leverage keuangan. Juga, MM 1963 menyarankan bahwa perusahaan yang menikmati keuntungan dari tingkat bunga, pengurangan pembayaran yang berbeda dengan organisasi yang memilih untuk menggunakan ekuitas karena pembayaran dividen, untuk situasi ini, adalah wajib. Organisasi telah menggunakan hutang dalam struktur modal mereka karena mengurangi biaya modal dan mendorong peningkatan laba perusahaan. Dengan menggunakan sistem pembiayaan ini, buat sebuah organisasi untuk memiliki kapasitas untuk memberi investor mereka lebih banyak insentif karena utang memberikan opsi yang baik untuk modal.

Bagaimanapun, manajer keuangan harus mengendalikan pemanfaatan pembiayaan utang dengan tujuan memiliki nilai kredit yang sehat.

Huber at al., (2011) berpendapat bahwa pemanfaatan berlebihan dari pembiayaan utang dapat menyebabkan pemanfaatan laba secara berlebihan untuk melunasi kewajiban jangka panjang, yang secara fundamental menurunkan minat investor. Sekali lagi, ketergantungan berlebihan atau bergantung pada ekuitas membatasi jumlah modal yang dapat diakumulasikan oleh perusahaan untuk pengembangannya. Dalam perspektif ini, manajer keuangan harus menemukan trade-off antara penggunaan utang dan ekuitas dan efeknya terhadap harga saham. Ada penelitian terdahulu yang dilakukan di berbagai negara yang diidentifikasi dengan tujuan penelitian ini. Dengan tujuan akhir spesifik adalah untuk menunjukkan kesenjangan penelitian dan membenarkan pentingnya penelitian ini. Hasil investigasi menunjukkan bahwa **Share price** memberikan hubungan negative terhadap capital structure.

5.1.8 Pembahasan Hipotesis 7

Hipotesis 7 menyatakan bahwa Risiko Bisnis (RIB) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1963) menyatakan bahwa risiko merupakan salah satu faktor penentu struktur modal. Sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Lally, (2004). menyelidiki masalah kebijakan keuangan dengan menggunakan teori biaya agensi dan kemudian) juga meneliti ide serupa yang dilakukan oleh (DeAngelo &

Stulz, 2015; Baker & Wurgler, 2015; Petrovskaya, et al., 2016; Faccio, et al., 2016; Ding & Sickles, 2018).

Risiko perusahaan dapat didefinisikan sebagai risiko keuangan dan risiko bisnis. Risiko bisnis dipengaruhi oleh volatilitas dalam pendapatan dan pendapatan menjadi tidak stabil ketika lingkungan tidak pasti. Risiko finansial bersekutu dengan janji-janji yang terkait dengan kewajiban utang. Ketika bisnis meningkat maka risiko kebangkrutan juga meningkat dan berhubungan positif dengan risiko keuangan perusahaan (Chakraborty, 2015). Perusahaan dengan arus kas yang lebih fluktuatif mengalami risiko operasional yang tinggi dan ada kemungkinan besar kegagalan membayar pembayaran utang mereka. Perusahaan dengan risiko operasi tinggi menggunakan jumlah utang yang lebih kecil dalam campuran ekuitas utang mereka karena peningkatan risiko keuangan. Oleh karena itu perusahaan yang bekerja di lingkungan yang sangat berisiko harus mengurangi penggunaan utang mereka sehingga mereka dapat mengurangi risiko bisnis yang akan mengurangi risiko kebangkrutan mereka. Ini menunjukkan bahwa risiko bisnis dan risiko kebangkrutan berbanding terbalik dengan penggunaan utang, sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Daher, et al., 2015; DeAngelo & Stulz, 2015; Cashman, et al., 2016; Thabet, et al., 2017; Hugonnier, et al., 2017; Li, et al., 2019). Sebagian besar studi yang dibahas di atas dilakukan di pasar maju di Eropa dan Amerika. Oleh karena itu, temuan studi ini tidak dapat diterapkan di negara berkembang yang berada di bawah negara maju karena perbedaan kondisi ekonomi. Seperti (Handriani 2018) mengatakan bahwa tingkat

efisiensi dan pengaturan kelembagaan di negara-negara berkembang berbeda dengan negara maju. Glen & Singh, (2004) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan di negara berkembang menerapkan lebih sedikit hutang dalam struktur modal mereka dan tingkat inklusi hutang ini telah turun dalam beberapa tahun terakhir. Argumen ini diberikan sekitar satu dekade lalu. Oleh karena itu, penting untuk melakukan studi dalam ekonomi yang sedang berkembang untuk memberikan wawasan tentang situasi saat ini pengaturan struktur modal dalam organisasi. Matar & Eneizan, (2018) juga berpendapat bahwa faktor penentu spesifik dari struktur modal berbeda dari satu negara ke negara dan wilayah ke wilayah. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan di negara berkembang.

5.1.9 Pembahasan Hipotesis 8

Hipotesis 8 menyatakan bahwa Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Sesuai dengan teori Modigliani dan Miller (1958;1963) yang dianggap sebagai tonggak di antara studi struktur modal. Mereka membangun peran pajak, nilai pasar perusahaan dan biaya modal dalam keputusan struktur modal. Teori pecking order menyatakan bahwa perusahaan lebih suka sumber pembiayaan internal daripada eksternal. Mereka menggunakan pembiayaan eksternal hanya ketika dana internal tidak mencukupi. Ada semakin banyak literatur yang berfokus pada struktur modal dan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Menggunakan berbagai metode ekonometrik, beberapa studi menyelidiki struktur modal perusahaan. Selain teknik ekonometrik, beberapa studi empiris lainnya

menggunakan metode survei. Studi yang menggunakan metode ekonometrik melaporkan hubungan positif antara ukuran perusahaan dan leverage, sejalan dengan peneliti terdahulu yang telah melakukan studinya yaitu (Kurshev & Strebulaev, 2015; Alipour, et al., 2015; Yazdanfar & Öhman, 2015; Bandyopadhyay & Barua, 2016; Belkhir, et al., 2016; Dang, et al., 2018).

Graham dan Harvey (2001) menemukan bahwa manajer keuangan mempertimbangkan fleksibilitas akun dan peringkat kredit ketika mereka menerbitkan obligasi. Di sisi lain, efek dilusi dan kenaikan harga baru-baru ini dipertimbangkan selama masalah saham biasa. Akibatnya, teori pecking order tampaknya valid untuk perusahaan AS. Bancel dan Mitto (2004) menentukan fleksibilitas keuangan perusahaan besar, peringkat kredit dan keuntungan pajak dari hutang sebagai variabel utama yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan perusahaan skala besar di 16 negara Eropa. Brounen et al. (2005) menemukan bahwa manajer keuangan di Belanda, Inggris, Perancis dan Jerman menetapkan target rasio utang. Dalam konteks ini, mereka menyatakan bahwa teori pecking order tidak berlaku untuk negara-negara ini. Frielinghaus et al. (2005) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan skala besar di Afrika Selatan lebih suka utang lebih banyak pada tahap awal, sementara mereka memilih sumber-sumber internal sebagai tahap kehidupan maju. Mereka menyimpulkan bahwa temuan ini mendukung teori pecking order. Beattie et al. (2006) menemukan bahwa sebagian besar perusahaan UK ukuran kecil dan menengah yang diperdagangkan secara publik tidak menentukan rasio

leverage target. Di sisi lain, jumlah perusahaan berukuran besar yang menentukan rasio leverage target tampaknya lebih besar. Grundströmer dan Gustafsson (2007) melaporkan fleksibilitas keuangan, kapasitas jangka panjang dan peringkat kredit sebagai faktor paling penting yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan Swedia yang diperdagangkan secara publik.

5.1.10 Pembahasan Hipotesis 9

Hipotesis 9 menyatakan bahwa *Profitabilitas* (ROA) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Sebagian besar studi empiris menunjukkan bahwa tidak ada prediksi teoritis yang konsisten tentang efek profitabilitas terhadap Struktur modal. Dalam teori pecking order, perusahaan yang lebih menguntungkan harus memiliki leverage yang lebih rendah karena mereka memiliki lebih banyak pendapatan. Teori arus kas bebas akan menyarankan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan harus menggunakan lebih sedikit hutang untuk. Dengan demikian, beberapa studi empiris mengamati hubungan positif antara leverage dan profitabilitas, misalnya (Taub, 1975; Fattouh et al., 2002). Teori pecking-order menegaskan bahwa perusahaan lebih memilih pembiayaan internal daripada eksternal. Jadi perusahaan yang lebih menguntungkan memiliki kebutuhan yang lebih rendah untuk pembiayaan eksternal dan karenanya harus memiliki leverage yang lebih rendah (Bauer, 2004). Sebagian besar studi empiris mengamati hubungan negatif antara leverage dan profitabilitas (misalnya Myers dan Majluf, 1984; Titman dan Wessels, 1988; Mun & Jang, 2015; Goel, et al., 2015; Onofrei

et al.,2015; Kodongo, et al., 2015; Beltratti & Paladino, 2015; Osazuwa & Che-Ahmad, 2016; Chen, et al., 2019). Oleh karena itu, penting untuk melakukan studi mendalam terhadap kondisi negara yang sedang berkembang untuk memberikan wawasan tentang situasi saat ini pengaturan struktur modal perusahaan.

5.1.11 Pembahasan Hipotesis 10

Hipotesis 10 menyatakan bahwa Pajak (TAX) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Hasil penelitian ini memberikan Pemahaman paling sederhana dari teori pecking order mengklaim bahwa perusahaan pertama kali menggunakan dana internal untuk membiayai investasinya dan kemudian hanya sebagai pilihan kedua, ia menggunakan hutang. Pembiayaan ekuitas eksternal hanya akan digunakan sebagai upaya terakhir. Penjelasan paling umum untuk teori pecking order adalah adanya seleksi yang merugikan seperti dalam model yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984) dan Myers (1984). Ide utamanya adalah manajer perusahaan mengetahui nilai sebenarnya dari perusahaan dan potensinya. Investor luar perlu menebak nilai perusahaan dengan keputusan pembiayaannya. Dalam pengaturan ini, ekuitas sering ditafsirkan sebagai sinyal buruk karena lebih cenderung dikeluarkan ketika ekuitas dinilai terlalu tinggi.

Menurut Modigliani dan Miller (1963), perusahaan harus mengarah ke seluruh pembiayaan utang karena pengurangan pajak terkait dengan pembayaran bunga atas utang. Berpengaruh untuk mendorong penggunaan utang oleh perusahaan karena lebih banyak utang meningkatkan

pendapatan setelah pajak kepada pemilik. MacKie-Mason (1990) mempelajari dampak pajak pada pilihan antara utang dan ekuitas dan menyimpulkan bahwa perubahan dalam tarif pajak marginal untuk setiap perusahaan harus memengaruhi keputusan pendanaan. Booth et al. (2001) menggunakan tarif pajak rata-rata, dengan alasan bahwa itu mencakup dampak kerugian pajak yang dibawa ke depan dan penggunaan korporasi sebagai saluran untuk arus masuk pendapatan. Tarif pajak rata-rata harus memengaruhi keputusan pembiayaan. Penelitian sejenis telah dilakukan oleh banyak peneliti antara lain, (Graham, et al., 2015; V tavu, 2015; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Schepens, 2016; Temimi, et al., 2016; Armenter & Hnatkovska, 2017).

5.1.12 Pembahasan Hipotesis 11

Hipotesis 11 menyatakan bahwa Pertumbuhan Perusahaan (PRP) berpengaruh positif terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan Struktur Modal mengandung hubungan yang kompleks dengan sejumlah faktor yang berperan. Oleh karena itu, manajemen tidak hanya harus mempertimbangkan struktur modal target / rasio leverage, tetapi juga mencoba mengidentifikasi dan menganalisis variabel-variabel praktis yang dapat memengaruhi manajemen leverage. Beberapa penentu utama leverage, seperti yang dirancang oleh penelitian sebelumnya, adalah growth opportunities.

Pada tahun 1958, Modigliani dan Miller (selanjutnya MM) (1958)) menemukan hubungan positif antara peluang pertumbuhan dan preferensi

perusahaan untuk utang, sambil membuat keputusan struktur modal. Modigliani dan Miller menegaskan bahwa setelah menemukan growth opportunities besar, pemilik perusahaan mungkin tidak memilih untuk membiayainya dengan menggunakan saham biasa pada harga yang berlaku, karena harga ini mungkin tidak berhasil mencerminkan investasi baru. Perusahaan dapat membiayai proyek awalnya dengan utang, dan begitu proyek telah membuktikan dirinya menguntungkan dengan mencerminkan peningkatan pendapatan aktual, utang dapat dibayar kembali baik dengan menerbitkan ekuitas dengan harga yang jauh lebih baik atau melalui laba yang ditahan. Jika pemilik memiliki ekspektasi logis bahwa peluang yang lebih besar mungkin muncul dalam waktu dekat (tetapi dengan bahaya bahwa pinjaman sekarang akan mengesampingkan lebih banyak pinjaman nanti) maka untuk perlindungan terbaik dari saham mereka, perusahaan dapat memisahkan dari peluang saat ini menjadi anak perusahaan yang terpisah melalui beberapa pengaturan pembiayaan independen.

Pandey (2001) memberikan bukti bahwa perusahaan yang menikmati pertumbuhan cepat dalam penjualan sering kali membutuhkan perluasan aset tetap mereka. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi (mempertimbangkan pertumbuhan penjualan sebagai proksi untuk peluang pertumbuhan) memiliki kebutuhan dana yang lebih besar di masa depan dan cenderung mempertahankan lebih banyak pendapatan. Pandey mengaitkan peningkatan ini dalam laba ditahan perusahaan-perusahaan pertumbuhan tinggi dengan penerbitan lebih banyak utang, sehingga dapat

mempertahankan rasio utang target (seperti yang diturunkan dari teori trade-off). Dengan demikian, hubungan positif antara rasio utang dan growth opportunities diharapkan berdasarkan pada argumen ini. Menggunakan 'teori pecking order' ini, Pandey juga memperoleh hubungan yang sama, menunjukkan bahwa "pertumbuhan menyebabkan perusahaan mengalihkan pembiayaan dari ekuitas baru ke hutang, karena mereka membutuhkan lebih banyak dana untuk mengurangi masalah agensi". Sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh (Kizildag, 2015; Zeitun & Saleh, 2015; Striewe, 2016; Thithe, et al., 2016; Fosu, et al., 2016; Halling, et al., 2016; Danso, et al., 2019).

Pembiayaan sumber eksternal lebih menerima untuk membiayai perusahaan yang memiliki growth opportunities, menjadikan opsi ekuitas lebih disukai daripada membiayai perusahaan yang memiliki growth opportunities baru. Namun, bisa ada pengecualian untuk peluang pertumbuhan nyata yang dapat dipisahkan, dapat diidentifikasi secara objektif, dan berumur panjang serta memiliki pangsa pasar bagus dimasa yang akan datang di mana hutang dapat dengan mudah diakses oleh perusahaan.

5.1.13 Pembahasan Hipotesis 12

Hipotesis 12 menyatakan bahwa Pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh positif antara positioning perusahaan dalam Industri (PPI) terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Pemahamannya diawali dari pertumbuhan perusahaan telah menjadi salah satu topik yang paling banyak dipelajari dalam literatur ekonomi. Beberapa argumen

menyoroti pentingnya bidang ini. Pertama, pertumbuhan perusahaan terkait sangat erat dengan kelangsungan hidup perusahaan. Secara khusus, pertumbuhan perusahaan berkorelasi positif dengan kemungkinan bertahan hidup. Oleh karena itu perusahaan yang mengalami pertumbuhan berkelanjutan akan memiliki probabilitas lebih tinggi untuk bertahan di pasar.

Kedua, pertumbuhan perusahaan memiliki konsekuensi untuk pekerjaan. Tingkat pertumbuhan positif menyiratkan penciptaan bersih lapangan kerja baru, sementara tingkat negatif menyiratkan penghancuran bersih lapangan kerja. Penciptaan lapangan kerja dan penghancuran pekerjaan terkait erat dengan kemampuan pemain lama dan pendatang baru untuk tumbuh. Dan, jelas, evolusi lapangan kerja memiliki dampak yang jelas terhadap anggaran pemerintah.

Faktor ketiga di balik pentingnya pertumbuhan perusahaan adalah pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi. Keterkaitan ke belakang dan ke depan akan lebih tinggi atau lebih rendah tergantung pada evolusi perusahaan yang aktif. Jika kita melihat efek umum pada suatu ekonomi, peningkatan pertumbuhan perusahaan dapat meningkatkan permintaannya terhadap sektor-sektor lain, sehingga menghasilkan peningkatan aktivitas ekonomi suatu daerah. Dinamika dalam ekonomi ini dapat mengarah pada pertumbuhan besar. Di sisi lain, penurunan jumlah karyawan di suatu perusahaan dapat mengindikasikan atau menyebabkan krisis. Keempat, pertumbuhan perusahaan adalah cara untuk memperkenalkan inovasi dan merupakan motivasi perubahan teknologi (Pagano dan Schivardi, 2003).

Sebagai contoh, jika suatu perusahaan ingin tumbuh dan bertahan dalam industri yang kompetitif, itu perlu menggabungkan teknologi baru agar lebih efisien. Dalam hal ini, pertumbuhan adalah tantangan yang harus dipenuhi perusahaan dengan memperkenalkan inovasi.

Kelima, evolusi ukuran pemain lama dan pendatang baru menentukan konsentrasi pasar. Jika perusahaan kecil tumbuh pada tingkat tinggi, daya saing pasar akan meningkat. Sebaliknya, peningkatan ukuran perusahaan besar akan memengaruhi konsentrasi pasar. Regulasi konsentrasi pasar untuk menghindari penciptaan monopoli dan oligopoli (Shepherd, 1979) telah menjadi salah satu kepentingan utama pemerintah. Analisis pertumbuhan perusahaan karena itu dapat membantu untuk mengklarifikasi konsentrasi perusahaan di pasar. Selain itu, sebuah penelitian tentang pertumbuhan perusahaan dapat menjelaskan pentingnya proses seleksi setelah perusahaan memasuki pasar (Audretsch & Mata, 1995). Setelah perusahaan memasuki pasar, proses seleksi berlangsung (Jovanovic, 1982) di mana perusahaan yang kurang efisien menurun dalam ukuran dan menghilang dan yang lebih efisien bertahan dan tumbuh. Analisis pertumbuhan perusahaan karena itu akan menunjukkan bagaimana perusahaan berperilaku begitu mereka memasuki pasar, peluang pasar mereka, turbulensi dan tingkat efisiensi.

Karakteristik penting lainnya dari topik ini adalah bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki konsekuensi praktis untuk keputusan pembuat kebijakan (Wagner, 1992). Pertumbuhan perusahaan dapat meningkatkan lapangan kerja dan kegiatan ekonomi dan pembuat

kebijakan dapat mengontrol variabel ekonomi makro ini menggunakan kebijakan pertumbuhan perusahaan. Namun, karena pertumbuhannya heterogen antara perusahaan, penting untuk mengetahui karakteristik internal dan eksternal perusahaan yang mempengaruhi kinerja mereka di pasar.

5.1.14 Pembahasan Hipotesis 13

Hipotesis 12 menyatakan bahwa Pertumbuhan perusahaan (PRP) memediasi pengaruh positif antara Likuiditas terhadap *Capital Structure Base Risk* (CSBR). Hasil statistic menyimpulkan bahwa hubungan mediasi berpengaruh positif signifikan. Hal ini berarti Struktur modal merupakan cara perusahaan membiayai asetnya melalui kombinasi ekuitas dan utang (Titman dan Wessels, 1988). Ini dapat diukur sebagai rasio antara hutang dan total ekuitas dan kewajiban (Myers, 2001). Bentuk pembiayaan dan jenis sumber pendanaan akan menentukan struktur modal perusahaan. Proses pembiayaan berlangsung sangat penting dalam manajemen perusahaan karena harus memastikan kesinambungan keuangan yang diperlukan untuk pertumbuhan dan mempertahankan daya saing di lingkungan mereka. Pendanaan adalah proses mendapatkan, menggunakan, dan mengembalikan dana ke sumbernya. Jika pendapatan, yang berasal dari penggunaan utang, lebih besar dari biaya modal, maka dapat dikatakan bahwa menggunakan utang adalah keputusan keuangan yang baik. Namun, masih menjadi pertanyaan terbuka apakah lebih baik menggunakan sumber pembiayaan internal (uang tunai, dividen, pajak yang belum dibayar, dll.) Atau menggunakan sumber eksternal dan

membayar kompensasi dalam bentuk suku bunga. Masalah struktur keuangan vertikal tetap terbuka baik bagi manajer maupun bagi para ahli teori, karena relatif sulit untuk membuat keputusan tentang mode pembiayaan yang optimal berkenaan dengan perubahan bisnis yang dinamis, tetapi juga masalah kelembagaan dan legislatif. Akses ke pendanaan eksternal umumnya lebih mudah bagi perusahaan-perusahaan likuid yang rasio keuangannya sesuai dengan kriteria lembaga keuangan.

Likuiditas adalah properti dari aset yang akan dikonversi menjadi uang tunai. Perusahaan dalam operasinya berupaya menjaga likuiditas, atau kemampuan untuk melaksanakan kewajibannya dengan tepat waktu. Rasio likuiditas membandingkan kewajiban lancar dengan lancar Struktur modal mengacu pada cara perusahaan membiayai asetnya melalui kombinasi ekuitas dan utang (Titman dan Wessels, 1988). Ini dapat diukur sebagai rasio antara hutang dan total ekuitas dan kewajiban (Myers, 2001). Bentuk pembiayaan dan jenis sumber pendanaan akan menentukan sumber daya modal perusahaan yang tersedia untuk memenuhi kewajiban lancar. Struktur modal adalah bentuk leverage atau ukuran rasio utang (Zingales dan Rajan, 1995).

Studi sebelumnya yang menyelidiki dampak likuiditas pada struktur modal perusahaan menunjukkan bahwa di beberapa negara aset likuid meningkatkan leverage perusahaan, sementara di beberapa negara perusahaan yang lebih likuid lebih banyak dibiayai dengan modal sendiri dan oleh karena itu kurang leveraged seperti Lipson dan Mortal (2009)

menunjukkan dalam penelitian mereka berdasarkan pada perusahaan Amerika.

Tujuan makalah ini adalah untuk menyelidiki dampak likuiditas pada struktur modal perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ada hubungan positif antara likuiditas dan struktur modal, yang berbeda dengan perusahaan Amerika dari studi sebelumnya (Sibilkov, 2007), tetapi mendukung temuan Akdal pada sampel perusahaan Inggris yang menunjukkan hubungan negatif antara likuiditas dan leverage perusahaan. Hasil ini mengkonfirmasi hipotesis pertama dan ketiga kami tentang korelasi yang signifikan secara statistik antara likuiditas dan leverage. Kesimpulan ini mendukung penelitian Anderson pada perusahaan Inggris yang menunjukkan hubungan negatif antara pinjaman jangka pendek dan aset likuid perusahaan. Perusahaan dengan leverage jangka panjang lebih likuid, dengan asumsi bahwa manajer atau pemilik bisnis tidak cenderung untuk proyek berisiko dan pinjaman jangka pendek yang akan mengurangi likuiditas perusahaan. Meningkatnya tingkat persediaan menyebabkan peningkatan leverage, dengan asumsi bahwa perusahaan meminjam untuk meningkatkan pasokan, yang berarti bahwa pengusaha Kroasia meminjam untuk membeli bahan baku atau produk jadi untuk reproduksi lebih lanjut. Ini dapat memicu tren negatif, karena peningkatan aset tidak likuid mengurangi likuiditas. Karena itu penting untuk membuat keputusan yang cerdas tentang leverage jangka pendek agar tidak membahayakan operasi bisnis.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdulla, Y. (2017). Capital structure in a tax-free economy: evidence from UAE. *International journal of Islamic and Middle Eastern finance and management*, 10(1), 102-116.
- Abor, J., 2005. The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *J. Risk Finance* 6 (5), 438–445.
- Abu Mouamer, F. M. (2011). The determinants of capital structure of Palestine-listed companies. *The Journal of Risk Finance*, 12(3), 226-241.
- Agirre Uranga, J. and Gil Ruiz, A. (2011) Research and Technology Organizations (RTOs) Role in Innovation System. Proceedings of the 6th European Conference on Innovation and Entrepreneurship, Vol 1 and 2. H. Fulford: 909–919.
- Ahmad, F., & Abbas, Z. (2011). Role of firms level characteristics in determining the capital structure of banks: Evidence from the Pakistan banks. *Global Journal of Management & Business Research*, 2, 201–206.
- Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133
- Ahmed, N., & Shabbir, S. (2014). Does Pakistani insurance industry follow pecking order theory. *European Journal of Business and Management*, 6, 169–174.
- Ahmed, N., Ahmed, Z., & Ahmed, I. (2010). Determinants of capital structure: A case of life insurance sector of Pakistan. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 24, 7–12.
- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2011). Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, 12, 329–338. doi:[10.1108/15265941111158505](https://doi.org/10.1108/15265941111158505)
- Albors-Garrigos, J., Zabaleta, N., and Ganzarain, J. (2010) New R&D management paradigms: rethinking research and technology organizations strategies in regions. *R&D Management*, 40, 435–454.
- 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.
- Allen, F. (2000). Capital Structure and Imperfect Competition in Product Markets. *Incentives, Organization, and Public Economics: Papers in Honour of Sir James Mirrlees*, 281.

- Anarfo, E. B. (2015). Determinants of capital structure of banks: Evidence from Sub-Saharan Africa. *Asian Economic and Financial Review*, 5, 624–640. doi:10.18488/journal.aefr
- Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of Economics*, 18, 47–82. doi:10.1016/0304-4076(82)90095-1
- Antill, S., & Grenadier, S. R. (2019). Optimal capital structure and bankruptcy choice: Dynamic bargaining versus liquidation. *Journal of Financial Economics*, 133(1), 198-224.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 59–92. doi:10.1017/S0022109000002751
- Arbussa, A. and Coenders, G. (2007) Innovation activities, use of appropriation instruments and absorptive capacity: evidence from Spanish firms. *Research Policy*, 36, 1545–1558.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of*
- Armenter, R., & Hnatkovska, V. (2017). Taxes and capital structure: Understanding firms' savings. *Journal of Monetary Economics*, 87, 13-33.
- Arnold, E., Rush, H., Bessant, J., and Hobday, M. (1998) Strategic planning in Research and Technology Institutes. *R&D Management*, 28, 89.
- Audretsch, D. B., Coad, A., & Segarra, A. (2014). Firm growth and innovation. *Small business economics*, 43(4), 743-749.
- Audretsch, D. B., Klomp, L., Santarelli, E., & Thurik, A. R. (2004). Gibrat's Law: Are the services different?. *Review of Industrial Organization*, 24(3), 301-324.
- Baker, H. K., & Powell, G. (2009). *Understanding financial management: A practical guide*. John Wiley & Sons.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2015). Do strict capital requirements raise the cost of capital? Bank regulation, capital structure, and the low-risk anomaly. *American Economic Review*, 105(5), 315-20.

- Baltaci, N., & Ayaydin, H. (2014). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from Turkish banking sector. *Emerging Markets Journal*, 3, 47–58. doi:[10.5195/EMAJ.2014.46](https://doi.org/10.5195/EMAJ.2014.46)
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. West Sussex: John Wiley & Sons.
- Bancel, F. and Mittoo, U. (2004) Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms, *Financial Management*, 33, 103–33.
- Bandyopadhyay, A., & Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 160-172.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (2005). The capital structure puzzle: The evidence revisited. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17, 8–17. doi:[10.1111/jacf.2005.17.issue-1](https://doi.org/10.1111/jacf.2005.17.issue-1)
- Bartoloni, E. (2013). Capital structure and innovation: Causality and determinants. *Empirica*, 40, 111–151. doi:[10.1007/s10663-011-9179-y](https://doi.org/10.1007/s10663-011-9179-y)
- Beattie, V., Goosacre, A., Thomson, S.J. (2006), *Corporate Financing Decisions: UK Survey Evidence*. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(9&10), 1402-1434.
- Bei, Z., & Wijewardana, W. P. (2012). Financial leverage, firm growth and financial strength in the listed companies in Sri Lanka. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 40, 709-715.
- Belkhir, M., Maghyereh, A., & Awartani, B. (2016). Institutions and corporate capital structure in the mena region. *Emerging Markets Review*, 26, 99-129.
- Beltratti, A., & Paladino, G. (2015). Bank leverage and profitability: Evidence from a sample of international banks. *Review of Financial Economics*, 27, 46-57.
- Bentzen, J., Madsen, E. S., & Smith, V. (2012). Do firms' growth rates depend on firm size?. *Small Business Economics*, 39(4), 937-947.
- Berger, A. N., & Udell, P. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30, 1065–1102. doi:[10.1016/j.jbankfin.2005.05.015](https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.015)
- Berger, A. N., Udell, P., & Udell, G. P. (1995). The role of capital in financial institutions. *Journal of Banking & Finance*, 19, 393–430. doi:[10.1016/0378-4266\(95\)00002-X](https://doi.org/10.1016/0378-4266(95)00002-X)

- Berger, A., Bonaccorsi di Patti, E., 2006. Capital structure and firm performance: a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *J. Bank. Finance*, 30 (4), 1065–1102.
- Berle, A. and G. Means, (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace and World, New York.
- Berry, W.L., Hill, T.J., and Klompmaker, J.E. (1995) Customer-driven manufacturing. *International Journal of Operations & Production Management*, 15, 4–15.
- Bessant, J. and Rush, H. (1995) Building bridges for innovation: the role of consultants in technology transfer. *Research Policy*, 24, 97–114.
- Bessant, J., Kaplinsky, R., and Lamming, R. (2003) Putting supply chain learning into practise. *International Journal of Operations & Production Management*, 23, 167–184.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK—a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 12(3), 159–170.
- Bhama, V., Jain, P. K., & Yadav, S. S. (2016). Testing the pecking order theory of deficit and surplus firms: Indian evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 12(3), 335–350.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Economics*, 87, 115–143. doi:[10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Bontempi, M. E. (2002). The dynamic specification of the modified pecking order theory: its relevance to Italy. *Empirical Economics*, 27(1), 1–22.
- Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A. and Maksimovic V. (2001). Capital structure in developing countries, *The Journal of Finance*, 56(1), 87–130.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56, 87–130. doi:[10.1111/0022-1082.00320](https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320)
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V., 2001. Capital structures in developing countries. *J. Finance* 56, (1), 87–130.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The journal of finance*, 56(1), 87–130.
- Bottazzi, G., & Secchi, A. (2003). Why are distributions of firm growth rates tent-shaped?. *Economics Letters*, 80(3), 415–420.

- Bottazzi, G., & Secchi, A. (2006). Explaining the distribution of firm growth rates. *The RAND Journal of Economics*, 37(2), 235-256.
- Bradley, M., G.A. Jarrell, and E.H. Kim. (1984) "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence." *J of Finance* 39:857-78.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 39, 857–878. doi:[10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x)
- Brounen, D., Jong, A., Koedijk, K. (2005), *Capital Structure Policies In Europe: Survey Evidence*, *Journal of Banking & Finance*, 30(5), 1409-1442.
- Caffyn, S. and Grantham, A. (2003) Fostering continuous improvement within new product development processes. *International Journal of Technology Management*, 26, 843–856
- Cai, F., & Ghosh, A. (2003). Tests of capital structure theory: a binomial approach. *The Journal of Business and Economic Studies*, 9(2), 20.
- Cashman, G. D., Harrison, D. M., & Seiler, M. J. (2016). Capital structure and political risk in Asia-Pacific real estate markets. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 53(2), 115-140.
- Cebenoyan, A. S., & Strahan, P. E. (2004). Risk management, capital structure and lending at banks. *Journal of Banking & Finance*, 28, 19–43. doi:[10.1016/S0378-4266\(02\)00391-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00391-6)
- Centre for the Study of Industrial Innovation. (1972) *Research Associations: The Changing Pattern*. London: Centre for the Study of Industrial Innovation.
- Chakraborty, I. (2015). The effect of business risk on capital structure of Indian Corporate Firms: Business groups vs. stand-alone firms. *Global Economic Review*, 44(2), 237-268.
- Chakraborty, I., 2010. Capital structure in an emerging stock market: the case of India. *Res. Int. Bus. Finance* 24, 295–314.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business research*, 57(12), 1341-1351.
- Chen, J.J., 2004. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *J. Bus. Res.* 57 (12), 1341–1351.
- Chen, Z., Harford, J., & Kamara, A. (2019). Operating Leverage, Profitability, and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(1), 369-392.

- Cheng, J., & Weiss, M. A. (2012). Capital structure in the property-liability insurance industry: Tests of the tradeoff and pecking order theories. *Journal of Insurance Issues*, 35, 1–43.
- Chesbrough, H.W. (2003) *Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting from Technology*. Boston, MA: Harvard Business School; Maidenhead: McGraw-Hill.
- Chesbrough, H.W. (2006) *Open Business Models: How to Thrive in the New Innovation Landscape*. Boston, MA: Harvard Business School; [London: McGraw-Hill, distributor].
- Chirinko, R. S., & Singha, A. R. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: A critical comment. *Journal of Financial Economics*, 58, 417–425. doi:[10.1016/S0304-405X\(00\)00078-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00078-7)
- Chirinko, R. S., & Singha, A. R. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of financial economics*, 58(3), 417-425
- Chung, H., Eum, S., & Lee, C. (2019). Firm Growth and R&D in the Korean Pharmaceutical Industry. *Sustainability*, 11(10), 2865.
- Coad, A., & Rao, R. (2008). Innovation and firm growth in high-tech sectors: A quantile regression approach. *Research policy*, 37(4), 633-648.
- Coad, A., Holm, J. R., Krafft, J., & Quatraro, F. (2018). Firm age and performance. *Journal of Evolutionary Economics*, 28(1), 1-11.
- Cohen, W.M. and Levinthal, D.A. (1989) Innovation and learning: the two faces of R & D. *The Economic Journal*, 99, 569–596.
- Cohn, J. B., Mills, L. F., & Towery, E. M. (2014). The evolution of capital structure and operating performance after leveraged buyouts: Evidence from US corporate tax returns. *Journal of Financial Economics*, 111(2), 469-494.
- Collis, D.J. (1994) Research note: how valuable are organizational capabilities? *Strategic Management Journal*, Special Issue 15, 143–152.
- Crow, M.M. and Bozeman, B. (1998) *Limited by Design: R&D Laboratories in the U.S. National Innovation System*. New York, Chichester: Columbia University Press.
- Daher, H., Masih, M., & Ibrahim, M. (2015). The unique risk exposures of Islamic banks' capital buffers: A dynamic panel data analysis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 36, 36-52.
- Dang, C., Li, Z. F., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 86, 159-176.

- Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2010). Sources of financial flexibility: Evidence from cash flow shortfalls. *Drexel University*.
- Danis, A., Rettl, D. A., & Whited, T. M. (2014). Refinancing, profitability, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 114, 424–443. doi:[10.1016/j.jfineco.2014.07.010](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.07.010)
- Danis, A., Rettl, D.A., Whited, T.M., 2014. Refinancing, profitability, and capital structure. *J. Financ. Econ.* 114, 424–443.
- Danso, A., Lartey, T., Fosu, S., Owusu-Agyei, S., & Uddin, M. (2019). Leverage and firm investment: the role of information asymmetry and growth. *International Journal of Accounting & Information Management*, 27(1), 56-73.
- De Haan, L., & Kakes, J. (2010). Are non-risk based capital requirements for insurance companies binding? *Journal of Banking & Finance*, 34, 1618–1627. doi:[10.1016/j.jbankfin.2010.03.008](https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.03.008)
- De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2011). Firms' debt–equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance*, 35(5), 1303-1314.
- De Jonghe, O., & Öztekin, Ö. (2015). Bank capital management: International evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 24, 154–177. doi:[10.1016/j.jfi.2014.11.005](https://doi.org/10.1016/j.jfi.2014.11.005)
- de Wet, J. V. (2006). Determining the optimal capital structure: a practical contemporary approach. *Meditari Accountancy Research*, 14(2), 1-16.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Capital structure, payout policy, and financial flexibility. *Marshall school of business working paper no. FBE*, 02-06.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics*, 8(1), 3-29.
- DeAngelo, H., & Stulz, R. M. (2015). Liquid-claim production, risk management, and bank capital structure: Why high leverage is optimal for banks. *Journal of Financial Economics*, 116(2), 219-236.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of multinational financial management*, 14(4-5), 387-405.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region. *Journal of multinational*

financial management, 14(4), 387-405.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.mulfin.2004.03.001>

- Delmar, F., Davidsson, P., & Gartner, W. B. (2003). Arriving at the high-growth firm. *Journal of business venturing*, 18(2), 189-216.
- DeMarzo, P. M., & Duffie, D. (1995). Corporate incentives for hedging and hedge accounting. *The Review of Financial Studies*, 8, 743–771. doi:10.1093/rfs/8.3.743
- Di Benedetto, A. (1999) Identifying the key success factors in new product launch. *Journal of Product Innovation Management*, 16, 530–544.
- Dillman, D.A. (2007) *Mail and Internet Surveys: the Tailored Design Method*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Ding, D., & Sickles, R. C. (2018). Frontier efficiency, capital structure, and portfolio risk: An empirical analysis of US banks. *BRQ Business Research Quarterly*, 21(4), 262-277.
- Distante, R., Petrella, I., & Santoro, E. (2018). Gibrat's law and quantile regressions: An application to firm growth. *Economics Letters*, 164, 5-9.
- Dodgson, M. and Bessant, J. (1996) *Effective Innovation Policy: A New Approach*. London: International Thomson Business Press.
- Dong, J., Filipovic, C., Leis, J., Petersen, E., Shrikhande, A. & Sudarshan, R., 2014. *Uber: Driving Change in Transportation*. The Fletcher School, Tufts University.
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *Review Economics and Statistics*, 80, 549–560. doi:10.1162/003465398557825
- Dunne, P., & Hughes, A. (1994). Age, size, growth and survival: UK companies in the 1980s. *The Journal of Industrial Economics*, 115-140.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- El-Sayed Ebaid, I. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 477-487.
- Enkel, E., Gassmann, O., and Chesbrough, H. (2009) Open R&D and open innovation: exploring the phenomenon. *R&D Management*, 39, 311–316.

- Etzkowitz, H. and Klofsten, M. (2005) The innovating region: toward a theory of knowledge-based regional development. *R&D Management*, 35, 243–255.
- Evans, D. S. (1987a). The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries. *The journal of industrial economics*, 567-581.
- Evans, D. S. (1987b). Tests of alternative theories of firm growth. *journal of political economy*, 95(4), 657-674.
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209.
- Faccio, M., Xu, J., 2015. Taxes and capital structure. *J. Financ. Quant. Anal.* 50 (3), 277–300.
- Falk, M. (2012). Quantile estimates of the impact of R&D intensity on firm performance. *Small Business Economics*, 39(1), 19-37.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2005). Financing decisions: who issues stock?. *Journal of financial economics*, 76(3), 549-582.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Fauver, L., McDonald, M.B., 2015. Culture, agency costs, and governance: international evidence on capital structure. *Pac.-Basin Finance J.* 34, 1–23.
- Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter?. *International Review of Financial Analysis*, 46, 140-150.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 67(2), 217-248.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2004). The effect of market conditions on capital structure adjustment. *Finance Research Letters*, 1, 47–55. doi:10.1016/S1544-6123 (03)00005-9
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38, 1–37. doi:10.1111/fima.2009.38.issue-1
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial management*, 38(1), 1-37.

- Frielinghaus, A., Mostert, B., Firer, C. (2005), *Capital Structure and the Firm's Life Stage*. South Africa Journal of Business Management, 36(4), 9-18.
- Friend, I., & Lang, L. H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self interest on corporate capital structure. *the Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Froot, K. A., & Stein, J. C. (1998). Risk management, capital budgeting, and capital structure policy for financial institutions: An integrated approach. *Journal of Financial Economics*, 47, 55–82. doi:[10.1016/S0304-405X\(97\)00037-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00037-8)
- Gassmann, O., Daiber, M., and Enkel, E. (2011) The role of intermediaries in cross-industry innovation processes. *R&D Management*, 41, 457–469.
- Geroski, P. A. (1995). What do we know about entry?. *International Journal of Industrial Organization*, 13(4), 421-440.
- Geroski, P. A. (2002). The growth of firms in theory and in practice. *Competence, Governance, and Entrepreneurship-Advances in Economic Strategy Research*, 168-176.
- Ghosh, A., & Cai, F. (2004). Optimal capital structure vs. pecking order theory: A further test. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 2(8).
- Ghosh, C., Nag, R., Sirmans, C., 2000. The pricing of seasoned equity offerings: evidence from REITs. *Real Estate Econ.* 28 (3), 363–384.
- Glen, J. & Singh, A. (2004). Comparing capital structures and rates of return in developed and emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5, pp. 161-192.
- Goel, U., Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Operating liquidity and financial leverage: Evidences from Indian machinery industry. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 189, 344-350.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2), 187-243.
- Graham, J. R., Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2015). A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*, 118(3), 658-683.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 61, 187-243.

- Grant, R.M. (1991) The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation. *California Management Review*, 33, 114–135.
- Gropp, R., & Heider, F. (2010). The determinants of bank capital structure. *Review of Finance*, 14, 587–622. doi:[10.1093/rof/rfp030](https://doi.org/10.1093/rof/rfp030)
- Grundströmer, E., Gustafsson, J. (2007), *The Incentives Behind Capital Structure Decision –A Survey Of The Swedish Market*. Master Thesis. Lund University The Department of Business Administration School Of Economics and Management: Sweden.
- Gupta M. C. (1969). The effect of size, growth and industry on the financial structure of manufacturing companies. *Journal of Finance*, 24, 517-529.
- Hall, B. H. (1986). The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector.
- Halling, M., Yu, J., & Zechner, J. (2016). Leverage dynamics over the business cycle. *Journal of Financial Economics*, 122(1), 21-41.
- Haltiwanger, J., Jarmin, R. S., & Miranda, J. (2013). Who creates jobs? Small versus large versus young. *Review of Economics and Statistics*, 95(2), 347-361.
- Hampton, J.J., 1993. *Financial Decision Making*, Fourth edition, Prentice- Hall, India.
- Handriani, E., & Robiyanto, R. (2018). Investment opportunity and industrial growth in Indonesia. *International Journal of Business & Society*, 19(2).
- Hanna, V. and Walsh, K. (2002) Small firm networks: a successful approach to innovation? *R&D Management*, 32, 201–207.
- Hargadon, A. and Sutton, R.I. (1997) Technology broker- ing and innovation in a product development firm. *Administrative Science Quarterly*, 42, 718–749.
- Hargadon, A.B. (1998) Firms as knowledge brokers: les- sons in pursuing continuous innovation. *California Man- agement Review*, 40, 209–227.
- Haron, R. (2014). Capital structure inconclusiveness: evidence from Malaysia, Thailand and Singapore. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 23-38.
- Haron, R. (2014). Capital structure inconclusiveness: evidence from Malaysia, Thailand and Singapore. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 23-38.

- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Hart, P. E., & Oulton, N. (1996). Growth and size of firms. *The Economic Journal*, 106(438), 1242-1252.
- Hölzl, W. (2009). Is the R&D behaviour of fast-growing SMEs different? Evidence from CIS III data for 16 countries. *Small Business Economics*, 33(1), 59-75.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt- equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1–24. doi:10.2307/2676195
- Howells, J. (2006) Intermediation and the role of interme- diaries in innovation. *Research Policy*, 35, 715–728.
- Huang, G. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China economic review*, 17(1), 14-36.
- Huang, G., Song, F.M., 2006. The determinants of capital structure: evidence from China. *China Econ. Rev.* 17 (1), 14–36.
- Huber, J., Angerer, M., & Kirchler, M. (2011). Experimental asset markets with endogenous choice of costly asymmetric information. *Experimental Economics*, 14(2), 223-240.
- Hugonnier, J., & Morellec, E. (2017). Bank capital, liquid reserves, and insolvency risk. *Journal of Financial Economics*, 125(2), 266-285.
- Hyysalo, S. (2009) User innovation and everyday practices: micro-innovation in sports industry development. *R&D Management*, 39, 247–258.
- Iansiti, M. (1995) Technology integration: managing tech- nological evolution in a complex environment. *Research Policy*, 24, 521–542.
- Ibrahim, H., & Lau, T. C. (2019). The Determinants Of Financial Leverage For Surviving Listed Companies In Malaysia. *International Journal of Business & Society*, 20(1).
- instrumental variable estimation of error-compo- nents models. *Journal of Economics*, 68, 29–51. doi:10.1016/0304-4076(94)01642-D
- Intarakumnerd, P., Chairatana, P.-A., and Tangchitpiboon, T. (2002) National innovation system in less successful developing countries: the case of Thailand. *Research Policy*, 31, 1445–1457.

- Iqbal, A., Ahsan, T., & Zhang, X. (2016). Credit supply and corporate capital structure: evidence from Pakistan. *South Asian Journal of Global Business Research*, 5(2), 250-267.
- Israel, R. (1992). Capital and ownership structures, and the market for corporate control. *The Review of Financial Studies*, 5(2), 181-198.
- Jensen, M. C. (1986b). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*, 76(2).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360
- Jensen, W.C., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3 (4), 305–360.
- Jones, P. & Lucas, K., 2012. The Social Consequences of Transport Decision-Making: Clarifying Concepts, Synthesising Knowledge and Assessing Implications. *Journal of Transport Geography*.
- Jucá, M. N., de Sousa, A. F., & Fishlow, A. (2012). Capital structure determinants of North American banks and the compensation executive program-An empirical study on the actual systemic crisis. *International Journal of Business and Management*, 7, 13–26. doi:10.5539/ijbm.v7n17p13
- Kaizoji, T., Iyetomi, H., & Ikeda, Y. (2006). Re-examination of the size distribution of firms. *Evolutionary and Institutional Economics Review*, 2(2), 183-198.
- Katz, R. and Allen, T.J. (1985) Project performance of project groups in the R&D matrix. *Academy of Management Journal*, 29, 67–87.
- Kester, W.C., 1986. Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. *Financ. Manage.* 15 (1), 5–16.
- Kiviet, J. F. (1995). On bias, inconsistency, and efficiency of various estimators in dynamic panel data models. *Journal of Economics*, 68, 53–78. doi:10.1016/0304-4076(94)01643-E
- Kizildag, M. (2015). Financial leverage phenomenon in hospitality industry sub-sector portfolios. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 27(8), 1949-1978.

- Kmenta, J. (1971). *Elements of Econometrics*. New York, NY: The MacMillan Company.
- Kodongo, O., Mokoaleli-Mokoteli, T., & Maina, L. N. (2015). Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firms in Kenya. *African Finance Journal*, 17(1), 1-20.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28, 911–922. doi:[10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x)
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
- Kurshev, A., & Strebulaev, I. A. (2015). Firm size and capital structure. *Quarterly Journal of Finance*, 5(03), 1550008.
- Lemma, T., & Negash, M. (2014). Determinants of the adjustment speed of capital structure: Evidence from developing economies. *Journal of Applied Accounting Research*, 15, 64–99. doi:[10.1108/JAAR-03-2012-0023](https://doi.org/10.1108/JAAR-03-2012-0023)
- Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs: Does credit risk make a difference?. *Managerial Finance*, 45(5), 582-601.
- Li, M., & Simerly, R. L. (2002). Environmental dynamism, capital structure and innovation: an empirical test. *The international journal of organizational analysis*, 10(2), 156-171.
- Li, M., & Simerly, R. L. (2002). Environmental dynamism, capital structure and innovation: an empirical test. *The international journal of organizational analysis*, 10(2), 156-171.
- Lim, T. C. (2012). Determinants of capital structure empirical evidence from financial services listed firms in China. *International Journal of Economics and Finance*, 4, 191–203. doi:[10.5539/ijef.v4n3p191](https://doi.org/10.5539/ijef.v4n3p191)
- Lindner, T., Klein, F., & Schmidt, S. (2018). The effect of internationalization on firm capital structure: A meta-analysis and exploration of institutional contingencies. *International Business Review*, 27(6), 1238-1249.
- Long, M.S., Malitz, I.B., 1985. Investment patterns and financial leverage. In: *Corporate Capital Structures in the United States*. University of Chicago Press, pp. 325–352.
- Lotti, F., Santarelli, E., & Vivarelli, M. (2003). Does Gibrat's Law hold among young, small firms?. *Journal of evolutionary economics*, 13(3), 213-235.

- Lotti, F., Santarelli, E., & Vivarelli, M. (2009). Defending Gibrat's Law as a long-run regularity. *Small Business Economics*, 32(1), 31-44.
- MacKie-Mason J.K. (1990). Do taxes affect corporate financing decisions?, *The Journal of Finance*, 45, 1471-1493.
- Mansfield, E. (1962). Entry, Gibrat's law, innovation, and the growth of firms. *The American economic review*, 52(5), 1023-1051.
- Mantel, S.J. and Rosegger, G. (1987) The role of third- parties in the diffusion of innovations: a survey. In: Rothwell, R. and Bessant, J. (eds.), *Innovation: Adaptation and Growth*. Amsterdam: Elsevier. pp. 123–134.
- Mao, C. X. (2003). Interaction of debt agency problems and optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 399-423.
- Martin, K. D., Josephson, B. W., Vadakkepatt, G. G., & Johnson, J. L. (2018). Political Management, Research and Development, and Advertising Capital in the Pharmaceutical Industry: A Good Prognosis?. *Journal of Marketing*, 82(3), 87-107.
- Matar, A., & Eneizan, B. M. (2018). Determinants of financial performance in the industrial firms: Evidence from Jordan. *Asian Journal of Agricultural Extension, Economics & Sociology*, 1-10.
- Mazzucato, M., & Parris, S. (2015). High-growth firms in changing competitive environments: the US pharmaceutical industry (1963 to 2002). *Small Business Economics*, 44(1), 145-170.
- McKelvey, B., & Andriani, P. (2005). Why Gaussian statistics are mostly wrong for strategic organization.
- Memon, P. A., Rus, R. B. M., & Ghazali, Z. B. (2015). Firm and Macroeconomic Determinants of Debt: Pakistan Evidence. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 172, 200-207.
- Menguc, B., Auh, S., and Yannopoulos, P. (2014) Customer and supplier involvement in design: the moderating role of incremental and radical innovation capability. *Journal of Product Innovation Management*, 31, 313–328.
- Miller, M. H. (1995). Do the M & M propositions apply to banks? *Journal of Banking & Finance*, 19, 483–489. doi:[10.1016/0378-4266\(94\)00134-0](https://doi.org/10.1016/0378-4266(94)00134-0)
- Modigliani F. and Miller M.H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction”, *American economic Review*, 53, 433-443.

- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958), "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment". *The American Economic Review*, Vol. XLVIII, No. 3, pp. 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48, 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 19, 433–443.
- Modigliani, F., Miller, M.H., 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *Am. Econ. Rev.* 48 (3), 261–297.
- Modigliani, F., Miller, M.H., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *Am. Econ. Rev.* 53 (3), 433–443.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 1958, 48, 267–297.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, (1963) "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, 1963, 53, 433–443.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., Rimbey, J.N., 1998. The impact of ownership structure on corporate debt policy: a time-series cross-sectional analysis. *Financ. Rev.* 33 (3), 85–98.
- Mohammad Alipour Mir Farhad Seddigh Mohammadi Hojjatollah Derakhshan , (2015),"Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran", *International Journal of Law and Management*, Vol. 57 Iss 1 pp. 53 - 83
- Moyo, V. (2016). Navigating the debt-equity decisions of financial services firms: Some evidence from South Africa. *Journal of Applied Business Research*, 32, 417– 438.
- Mukherjee, S., & Mahakud, J. (2010). Dynamic adjustment towards target capital structure: Evidence from Indian companies. *Journal of Advances in Management Research*, 7, 250–266. doi:[10.1108/ 09727981011085020](https://doi.org/10.1108/09727981011085020)
- Mun, S. G., & Jang, S. S. (2015). Working capital, cash holding, and profitability of restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, 48, 1-11.
- Myers, S. and Majluf, N. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have, *Journal of Financial Economics*; 13: 187-221.

- Myers, S. C. (1976). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp.147–175.
- Myers, S. C. (1977b). Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions—Implications for Capital Budgeting: Reply. *The Journal of Finance*, 32(1), pp.218–220.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39, 574–592. doi:[10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x)
- Myers, S. C. (1984a). Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, pp.187–221.
- Myers, S. C. (1984b). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), pp.575–592.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp.81–102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1983). September 1981 Latest Revision December 1983. *ReVision*, (December).
- 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(2), 187-221.
- 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. doi:[10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor do not Have. *Journal of Financial Economic*, 13, pp.419–453.
- Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *J. Financ. Econ.* 13(2), 187–221.
- Myers, SC (1977), “Determinants of corporate borrowing”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 No. 2, pp. 147-175.

- Myers, SC (1984), “The capital structure puzzle”, *Journal of Finance*, Vol. 39 No. 3, pp. 575-592.
- Nelson, R.R. (1994) The co-evolution of technology, industrial structure, and supporting institutions. *Industrial Corporate Change*, 3, 47–63.
- Nicoll, E. & Armstrong, S., 2016. Ride-Sharing: The Rise of Innovative Transportation Services. <https://www.marsdd.com/news-and-insights/ride-sharing-the-rise-of-innovative-transportation-services/> di download tanggal 9 Mei 2017.
- OECD. (2005) Oslo Manual: Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data. Paris: OECD Publishing. OECD. (2014) Actor Brief on Public Research Organisations (PROs) OECD Innovation Policy Platform. Paris: OECD Publishing.
- Oino, I., Ukaegbu, B., 2015. The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: an empirical examination of selected firms in Nigerian Stock Exchange. *Res. Int. Bus. Finance* 35, 111–121.
- Onofrei, M., Tudose, M. B., Durdureanu, C., & Anton, S. G. (2015). Determinant factors of firm leverage: An empirical analysis at Iasi county level. *Procedia Economics and Finance*, 20, 460-466.
- Osazuwa, N. P., & Che-Ahmad, A. (2016). The moderating effect of profitability and leverage on the relationship between eco-efficiency and firm value in publicly traded Malaysian firms. *Social Responsibility Journal*, 12(2), 295-306.
- Otley, D. (2016). The contingency theory of management accounting and control: 1980–2014. *Management accounting research*, 31, 45-62.
- Öztekin, Ö., & Flannery, M. J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103, 88–112. doi:10.1016/j.jfineco.2011.08.014
- Pammolli, F., Buldyrev, S. V., Growiec, J., Riccaboni, M., & Stanley, H. E. (2007). The Growth of Business Firms: Facts and Theory. *Journal of the European Economic Association*, 5(2-3), 574-584.
- Pandey, I.M. (2001), “Capital structure and the firm characteristics: evidence from an emerging market”. IIMA Working Paper No. 2001-10-04. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=300221> or DOI: 10.2139/ssrn.300221.
- Pandey, I.M. (2007), *Financial Management*, Ninth Edition, New Delhi; Vikas Publishers

- Panno, A. (2003). An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience. *Applied financial economics*, 13(2), 97-112.
- Park, K., & Jang, S. S. (2013). Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: A holistic analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 51-63. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijhm.2014.01.007>
- Parks, R. W. (1967). Efficient estimation of a system of regression equations when disturbances are both serially and contemporaneously correlated. *Journal of the American Statistical Association*, 62, 500–509. doi:[10.1080/01621459.1967.10482923](https://doi.org/10.1080/01621459.1967.10482923)
- Pawlina, G., & Renneboog, L. (2005). Is investment cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK. *European Financial Management*, 11(4), 483-513.
- Petrovskaya, M. V., Zaitseva, N. A., Bondarchuk, N. V., Grigorieva, E. M., & Vasilieva, L. S. (2016). Scientific methodological basis of the risk management implementation for companies' capital structure optimization. *International Electronic Journal of Mathematics Education*, 11(7), 2571-2580.
- Preissl, B. (2006) Research and technology organizations in the service economy. *Innovation: The European Journal of Social Sciences*, 19, 131–146.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from inter- national data. *The Journal of Finance*, 50, 1421–1460. doi:[10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x)
- Rajan, R.G., Zingales, L., 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *J. Finance* 50 (5), 1421–1460.
- Ramjee, A., & Gwatidzo, T. (2012). Dynamics in capital structure determinants in South Africa. *Meditari Accountancy Research*, 20, 52–67. doi:[10.1108/10222521211234228](https://doi.org/10.1108/10222521211234228)
- Rasiah, D., & Kim, P. K. (2011). A theoretical review on the use of the static trade off theory, the pecking order theory and the agency cost theory of capital structure. *International Research Journal of Finance and Economics*, 63, 150–159.

- Readman, J. (2001) The supply of explicit research, technology and innovation services in the UK. In: European Commission DG Research under the TSER Programme, (ed.), RISE Project: RTOs in the Service Economy. Brighton, UK: Centre for Research in Innovation Management.
- Reichstein, T., & Jensen, M. B. (2005). Firm size and firm growth rate distributions—the case of Denmark. *Industrial and Corporate Change*, 14(6), 1145-1166.
- Riahi Belkaoui, A., & Bannister, J. W. (1994). Multidivisional structure and capital structure: The contingency of diversification strategy. *Managerial and Decision Economics*, 15(3), 267-276.
- Roden, D., Lewellen, W., 1995. Corporate capital structure decisions: evidence from leveraged buyouts. *Financ. Manage.* 24 (2), 76–87.
- Ross, S., 1977. The determination of financial structure: the incentive signaling approach. *The Bell Journal of Economics* 8, 23–40.
- Rush, H., Hobday, M., Bessant, J., Arnold, E., and Murray, R. (1996) *Technology Institutes: Strategies for Best Practice*. London: International Thomson Business Press.
- Ruslim, H. (2009). Pengujian struktur modal (teori pecking order): analisis empiris terhadap saham di LQ-45. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(3), 209-221.
- Sánchez-Vidal, J., & Martín-Ugedo, J. F. (2005). Financing preferences of Spanish firms: Evidence on the pecking order theory. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25(4), 341-355.
- Schepens, G. (2016). Taxes and bank capital structure. *Journal of Financial Economics*, 120(3), 585-600.
- Scott, J. H. (1977). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. *The journal of finance*, 32(1), 1-19.
- Serfling, M., 2016. Firing costs and capital structure decisions. *J. Finance* 71 (5), 2239–2286.
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466.
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M., Leitão, J., & Armada, M. (2010). Are there nonlinearities between SME growth and its determinants? A quantile approach. *Industrial and Corporate Change*, 19(4), 1071-1108.

- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal Financial Economics*, 51, 219–244. doi:[10.1016/S0304-405X\(98\)00051-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00051-8)
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics*, 51(2), 219-244.
- Sibindi, A. B., 2017. Determinants of capital structure: an empirical study of South African financial firms. PhD thesis. University of South Africa, Pretoria
- Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, 391–405. doi:[10.2307/2330757](https://doi.org/10.2307/2330757)
- Sorokina, N. Y., Thornton, J. H., Jr, & Patel, A. (2017). Why do banks choose to finance with equity? *Journal of Financial Stability*, 30, 36–52. doi:[10.1016/j.jfs.2017.04.002](https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.04.002)
- Srivastava, R.K., Fahey, L., and Christensen, H.K. (2001) The resource-based view and marketing: the role of market-based assets in gaining competitive advantage. *Journal of Management*, 27, 777–802.
- Stanley, M. H., Amaral, L. A., Buldyrev, S. V., Havlin, S., Leschhorn, H., Maass, P., ... & Stanley, H. E. (1996). Scaling behaviour in the growth of companies. *Nature*, 379(6568), 804-806.
- Striewe, N. C. (2016). Corporate Governance and the Leverage of REITs: The Impact of the Advisor Structure. In *Corporate Governance of Real Estate Investment Trusts* (pp. 19-45). Springer Gabler, Wiesbaden.
- Sutton, J. (1997). Gibrat's legacy. *Journal of economic literature*, 35(1), 40-59.
- Tann, J., Platts, A.E., and Stein, J. (2002) The roles of independent research and technology organizations in the United Kingdom's technology transfer mechanism to SMEs. *Technology Analysis & Strategic Management*, 14, 241–249.
- Teixeira, J. C., Silva, F. J., Fernandes, A. V., & Alves, A. C. (2014). Banks' capital, regulation and the financial crisis. *The North American Journal of Economics and Finance*, 28, 33–58. doi:[10.1016/j.najef.2014.01.002](https://doi.org/10.1016/j.najef.2014.01.002)
- Temimi, A., Zeitun, R., & Mimouni, K. (2016). How does the tax status of a country impact capital structure? Evidence from the GCC region. *Journal of Multinational Financial Management*, 37, 71-89.
- Thabet, O. B., Shawtari, F. A., Ayedh, A., & Ali, F. (2017). Capital Structure of Malaysian Shariah-Compliant Firms. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 30(1).

- Thite, M., Wilkinson, A., Budhwar, P., & Mathews, J. A. (2016). Internationalization of emerging Indian multinationals: Linkage, leverage and learning (LLL) perspective. *International Business Review*, 25(1), 435-443.
- Titheridge, H., Christie, N., Mackett, R., Hernández, D.O. & Ye, R., 2014. Transport and Poverty: A Review of the Evidence.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43 (1), 1-19.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.
- Titman, S., 1984. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *J. Financ. Econ.* 13 (1), 137–151.
- Titman, S., Wessels, R., (1988). "The determinants of capital structure choice". *The Journal of Finance*. Vol. XLIII, No. 1, pp. 1-21.
- Titman, S., Wessels, R., 1988. The determinants of capital structure choice. *J. Finance* 43 (1), 1–19.
- Tong, G., & Green, C. J. (2005). Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Applied economics*, 37(19), 2179-2189.
- toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79, 469–506. doi:10.1016/j.jfineco.2005.03.004
- Ulwick, A.W. (2002) Turn customer input into innovation. *Harvard Business Review*, January, 91–97.
- Van Hoang, T. H., Gur u, C., Lahiani, A., & Seran, T. L. (2018). Do crises impact capital structure? A study of French micro-enterprises. *Small Business Economics*, 50(1), 181-199.
- Vasiliou, D., Eriotis, N., & Daskalakis, N. (2009). Testing the pecking order theory: the importance of methodology. *Qualitative Research in Financial Markets*, 1(2), 85-96.
- V tavu, S. (2015). The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies. *Procedia Economics and Finance*, 32, 1314-1322.
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113.

- Voss, C.A., Chiesa, V., and Coughlan, P. (1994) Developing and testing benchmarking and self-assessment frameworks in manufacturing. *International Journal of Operations & Production Management*, 14, 83–100.
- Voulgaris, F., Asteriou, D., & Agiomirgianakis, G. (2002). Capital structure, asset utilization, profitability and growth in the Greek manufacturing sector. *Applied economics*, 34(11), 1379-1388.
- Wald, J.K., 1999. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *J. Financ. Res.* 22 (2), 161–187.
- Williamson OE. (1988). Corporate finance and corporate governance. *J Finance* 1988;43(3): 567 – 91.
- Wiwattanakantang, Y., 1999. An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pac.-Basin Finance J.* 7 (3), 371–403.
- Xu, J. (2012). Profitability and capital structure: Evidence from import penetration. *Journal of financial Economics*, 106(2), 427-446. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.05.015>
- Xu, J., 2012. Profitability and capital structure: Evidence from import penetration. *J. Financ. Econ.* 106, 427–446.
- Yapa Abeywardhana, D. (2017). Capital structure theory: An overview. *Accounting and finance research*, 6(1).
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data. *The Journal of Risk Finance*, 16(1), 102-118.
- Zeitun, R., & Saleh, A. S. (2015). Dynamic performance, financial leverage and financial crisis: evidence from GCC countries. *EuroMed Journal of Business*, 10(2), 147-162.
- Zeitun, R., Temimi, A., & Mimouni, K. (2017). Do financial crises alter the dynamics of corporate capital structure? Evidence from GCC countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 63, 21-33.