

## PENCAPAIAN TARGET LEVERAGE MELALUI *SPEED OF ADJUSTMENT* KARAKTERISTIK PERUSAHAAN

AKURASI  
131

Yasir Maulana<sup>1</sup>, Ayus Ahmad Yusuf<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Kuningan

<sup>2</sup>IAIN Syekh Nurjati Cirebon

Paper type  
*Research paper*

### Abstract

*This paper aims to determine the effect of company characteristics on target leverage with the relation of the speed of adjustment to target leverage. The speed of adjustment is examined to complete the analysis of the concept of dynamic capital structure in Indonesia. The characteristics of the companies studied are profitability, company size, company growth, industry, tangibility, inflation and the deficit and financial surplus of companies in the property, real estate and construction sectors listed on the Indonesia Stock Exchange in 2008 to 2015. The results of this study show that property, real estate, and construction sector companies are significantly implementing leverage targets. The data also shows that there is a significant effect of speed of adjustment to the leverage target which is faster when the company has a financial surplus compared to when the financial deficit.*

Received: 12 Oct 2019  
Accepted: 22 Dec 2019  
Online: 30 Dec 2019

### Abstrak

Paper ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *target leverage* dengan kaitannya *speed of adjustment* terhadap *target leverage*. *Speed of adjustment* diteliti untuk melengkapi analisis konsep *dynamic capital structure* di Indonesia. Karakteristik perusahaan yang diteliti adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, industri, *tangibility*, inflasi serta defisit dan surplus keuangan dari perusahaan-perusahaan sektor properti, real estate dan konstruksi yang *listing* di BEI pada tahun 2008 sampai dengan tahun 2015. Hasil penelitian ini memperlihatkan bahwa perusahaan – perusahaan sektor properti, real estate dan konstruksi secara signifikan menerapkan *target leverage*. Data juga menunjukkan bahwa adanya signifikansi *speed of adjustment* terhadap *target leverage* yang mana lebih cepat terjadi pada saat perusahaan surplus keuangan dibandingkan dengan saat defisit keuangan.

**Keywords:** *target leverage, speed of adjustment, dynamic capital structure*



✉ Email korespondensi: [ayusahmadyusuf@gmail.com](mailto:ayusahmadyusuf@gmail.com)

**Pedoman Sitasi:** Maulana, Y & Yusuf, A.H (2019). PENCAPAIAN TARGET LEVERAGE MELALUI *SPEED OF ADJUSTMENT* KARAKTERISTIK PERUSAHAAN. *AKURASI: Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 1(2), 131-140

Akurasi: Jurnal Riset  
Akuntansi dan Keuangan,  
Vol 1, No.2, Desember  
2019, pp. 131 - 140  
eISSN: 2685-2888

DOI: <https://doi.org/10.36407/akurasi.v1i2.131>

## PENDAHULUAN

Salah satu keputusan penting manajerial perusahaan adalah menetapkan kebijakan struktur permodalannya. Keberlangsungan perusahaan di era kompetisi yang ketat mendorong perusahaan harus memusatkan perhatiannya pada potensi lonjakan manfaat struktur modal yang tepat dan mitigasi risiko yang bisa muncul sewaktu-waktu. Keputusan pembiayaan modal dengan hutang harus melihat kondisi internal sekaligus peluang eksternal perusahaan. Pembiayaan dengan hutang memberikan manfaat berupa terjaganya struktur kepemilikan saham serta faktor pengurang biaya tambahan seperti pajak.

Dalam konsep struktur modal ada tiga teori utama yang paling sering diuji kesesuaiannya dengan keadaan empiris dilapangan yakni *trade off theory*, *pecking order theory* dan *market timing theory*. *Trade off theory* digunakan untuk menjelaskan kondisi empiris bahwa struktur modal perusahaan secara berkala dibiayai dua sumber yakni sebagian dari hutang dan sebagian lagi merupakan modal sendiri atau ekuitas lainnya (Tongkong 2012). Teori ini menunjukkan bahwa *leverage ratio* perusahaan yang optimal didapat melalui *trade off* antara biaya dari hutang dan manfaat dari pajak. Banyak perusahaan memperoleh keuntungan lebih tinggi dari pembiayaan hutang memiliki tingkat biaya rendah dari biaya kesulitan keuangan. Maka dari itu untuk mendapat manfaat berupa keuntungan yang tinggi atas struktur modal dari biaya hutang perusahaan harus memiliki tingkat *leverage ratio* yang lebih tinggi. *Pecking order theory* digunakan untuk mendeskripsikan tahapan keputusan pembiayaan perusahaan, dimana laba ditahan memiliki preferensi atas hutang kemudian hutang memiliki preferensi atas ekuitas. *Market timing theory* digunakan untuk menjelaskan bagaimana perusahaan memutuskan apakah membiayai investasi mereka apakah dengan hutang atau dengan ekuitas.

Penyesuaian *target leverage* adalah perilaku dinamis dalam struktur modal yang mengasumsikan keberadaan *target leverage*. *Speed of adjustment* adalah variabel yang digunakan dalam konsep struktur modal dinamis terhadap *target leverage*. Namun demikian perusahaan tidak jarang terdeviasi dari *target leverage* yang disebabkan oleh *economic shock* sehingga perusahaan mengambil kebijakan yang mempengaruhi struktur permodalannya. Ketika perusahaan terdeviasi dari *target leverage* ini maka muncul pilihan untuk kembali ke target atau tetap pada posisi terdeviasi dari target tersebut. Perusahaan bisa saja membuat pilihan untuk kembali ke arah target jika biaya yang bisa muncul dari pilihan penyesuaian ke arah target relatif lebih rendah dari biaya yang keluar jika tetap memilih menyimpang dari target. Kondisi ini adalah ketika perusahaan melakukan penyesuaian (*adjustment*) ke arah target dengan kecepatan tertentu (*speed of adjustment*). Namun, perkiraan empiris dari *speed of adjustment* (SOA) dalam arah *leverage target* terus bervariasi di berbagai studi (misalnya Barclay et al., 2013; Castro et al., 2016; Fitzgerald & Ryan, 2019), dan, umumnya, para ahli berpendapat bahwa SOA empiris tidak cukup cepat dan meyakinkan mendukung argumen perdagangan-dinamis (Fitzgerald & Ryan, 2019).

Selain perbedaan hasil, uji empiris terhadap teori-teori tersebut silih berganti dilakukan para peneliti/ akademisi. Pendekatan dan metodologi yang beragam tidak selalu menghasilkan kesimpulan penelitian yang sama dan mendukung teori-teori tersebut. Demikian juga pada kondisi negara yang berbeda dan variasi jenis industri, terkadang belum cukup mampu menjelaskan kekuatan dari salah satu teori tersebut. Penelitian terdahulu mengenai *Pecking order theory* berhubungan dengan aliran kas bersih perusahaan. Byoun (2008) melakukan pengujian untuk melihat apakah *deficit* atau *surplus net cash flow* pada kondisi *actual leverage* tidak sama dengan *target leverage* perusahaan, ternyata memiliki perbedaan tingkat penyesuaian *target leverage*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan akan melakukan penyesuaian *leverage* paling sering ketika perusahaan memiliki hutang diatas target dan kondisi keuangan yang surplus. Temuan tersebut bertolak belakang dengan hasil penelitian Dang dan Garet (2015).

Penelitian ini secara khusus ditujukan untuk mengetahui pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *target leverage* dengan kaitannya *speed of adjustment* terhadap *target leverage*. *Speed of adjustment* diteliti untuk melengkapi analisis konsep *dynamic capital structure* di Indonesia, khususnya perusahaan di sektor properti, real estate dan konstruksi. Penelitian ini akan memberikan informasi terbaru mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *target leverage* yang masih relative terbatas diteliti. Dengan demikian, kontribusi utama penelitian ini sebagai bahan informasi yang bermanfaat bagi manajemen perusahaan di sektor properti, real estate dan konstruksi untuk mengelola *target leverage* nya.

## KAJIAN PUSTAKA

Sejumlah teori telah dirumuskan untuk menjelaskan perilaku pembiayaan. Beberapa teori utama antara lain teori trade-off (Robichek dan Myers 1966), teori pecking order (Myers, 1984) dan teori waktu pasar (Baker dan Wurgler, 2002). Penelitian ekstensif telah dilakukan untuk menyelidiki kekuatan penjelas relatif dari teori-teori ini, dengan berbagai metode empiris dan model ekonometrik yang digunakan untuk menguji prediksi mereka. Salah satu pendekatan yang umumnya diadopsi dalam literatur yang ada adalah untuk menguji perilaku target leverage (Flannery dan Rangan, 2006). Teori trade-off memprediksi bahwa perusahaan yang menyimpang dari leverage target mereka secara aktif menyesuaikan diri dengan leverage target dengan menerbitkan, membeli kembali, atau menghentikan hutang dan instrumen ekuitas. Di sisi lain, teori pecking order dan market timing menyiratkan rasio leverage perusahaan hanyalah hasil historis dari keputusan pembiayaan yang dimotivasi oleh minimalisasi biaya seleksi yang merugikan dan waktu pasar modal. (Fitzgerald & Ryan, 2018).

Pergeseran dalam pendekatan ini telah mengungkapkan wawasan menarik ke dalam perilaku penargetan *leverage*, menunjukkan bahwa SOA kemungkinan bersyarat pada status keuangan (Zhou et al., 2016), terkait dengan kondisi makroekonomi (Cook & Tang, 2010; Mai, Meng, & Ye, (2017), dan karakteristik perusahaan (Dang et al., 2012; Liao, Mukherjee, & Wang, 2015; Buvanendra, Sridharan, & Thiyagarajan, 2017). Barclay, et. al (2013) meneliti perusahaan-perusahaan *real estate* dengan data tahun 1984 sampai dengan tahun 2010 di Amerika Serikat, yang menunjukkan bahwa secara umum perusahaan yang terkena pajak memiliki rasio 5% lebih tinggi *leverage ratio*-nya jika dibandingkan perusahaan yang tidak terkena pajak.

Penelitian dengan model *dynamic capital structure* pernah dilakukan oleh Haron (2016) dengan data perusahaan yang listing di BEI. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia membuat *target capital structure* dan keputusan *capital structure* dipengaruhi oleh *specific firm characteristic* dari perusahaan seperti faktor profitabilitas, risiko, ukuran perusahaan, pertumbuhan, likuiditas dan kinerja dari harga saham dalam kurun periode waktu tertentu. Studi lain dilakukan oleh Castro et al. (2016) menemukan bahwa kecepatan penyesuaian tidak meningkat seiring perkembangan perusahaan. Tahap perubahan perusahaan menyesuaikan leverage pada kecepatan yang lebih rendah, dan target leverage dipengaruhi oleh profitabilitas, terutama ketika perubahannya dari fase pertumbuhan hingga fase mature.

Fitzgerald dan Ryan (2019) dalam studinya menemukan bukti signifikan heterogenitas dalam kecepatan di mana perusahaan-perusahaan Inggris menyesuaikan diri dengan leverage target. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan kecil, pertumbuhan tinggi dan pembayaran dividen rendah menyesuaikan target leverage lebih cepat daripada perusahaan besar, pertumbuhan rendah dan dividen tinggi. Penelitian ini juga menemukan beberapa bukti yang menyarankan perusahaan terbuka menyesuaikan lebih cepat daripada perusahaan non-terbuka.

## METODE PENELITIAN

### *Desain dan Sampel penelitian*

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu berupa data indikator makro ekonomi berupa proyeksi tingkat inflasi dari website [www.kemenkeu.go.id](http://www.kemenkeu.go.id) dan laporan keuangan

perusahaan-perusahaan yang *listing* di BEI yang termasuk kedalam sektor properti, real estate dan konstruksi. Periode data yang digunakan adalah tahun 2008 hingga tahun 2015 dari Thomson Reuters dengan beberapa batasan antara lain total *debt to total asset*-nya tidak lebih dari 150% dan memiliki nilai positif pada *total assets, book/ market value of equity* dan *net sales*-nya.

#### *Pengukuran Variabel*

Dalam penelitian ini digunakan total *debt to book value of assets* ( $Lev_{TDA}$ ) yang merujuk kepada empat ukuran *firm leverage* yang digunakan Zhou, et. al (2016). Dengan model sebagai berikut:

$$TL_{i,t} = \beta X_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

Merujuk kepada model tersebut, menurut Frank dan Goyal (2009) ada enam faktor yang digunakan untuk mengestimasi *target leverage* yaitu:

- 1) Profitabilitas
- 2) Ukuran perusahaan
- 3) Pertumbuhan perusahaan
- 4) Industri
- 5) *Tangibility*
- 6) Inflasi.

Dalam penelitian ini ditambahkan variabel untuk menjelaskan lebih lanjut mengenai *target leverage* yang merujuk kepada Byon (2008) yaitu *financial deficit/ surplus*. Byon (2008) memformulasikan ukuran defisit atau surplus keuangan perusahaan dengan menggunakan arus kas dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Financial deficit (FD}_{it}) = \text{DIV}_{it} + I_{it} + \Delta W_{it} - \text{OCF}_{it}$$

Dimana:

$\text{DIV}_{it}$  = *dividend payment* perusahaan i pada waktu t

$I_{it}$  = *net investment* perusahaan i pada waktu t

$\Delta W_{it}$  = *change in net working capital* perusahaan i pada waktu t

$\text{OCF}_{it}$  = aliran kas operasional setelah bunga dan pajak perusahaan i pada waktu t

Dari persamaan tersebut diatas tanda negatif dari perhitungan *financial deficit* menunjukkan kondisi surplus keuangan dan sebaliknya apabila tanda positif menunjukkan kondisi defisit keuangan. Selain dari *target leverage* penelitian ini juga untuk mengeksplorasi heterogenitas *speed of adjustment* dari *leverage ratio* perusahaan berdasarkan sudut pandang aliran kas bersih perusahaan. Model penelitian *speed of adjustment* ini menggunakan model Zhou, et. al (2016) sebagai berikut:

$$L_{i,t} - L_{i,t-1} = \lambda (TL_{i,t} - L_{i,t-1}) + \eta_{i,t}$$

Dimana L adalah *leverage ratio* perusahaan, TL adalah *target leverage ratio*. Koefisien  $\lambda$  menunjukkan estimasi dari *speed of adjustment* terhadap *target leverage* dan merupakan *error term*. Namun demikian model diatas masih mengandung masalah dasar yaitu adanya korelasi antara variabel penjelas ( $L_{i,t-1}$ ) yang merupakan lag dari variabel dependen ( $L_{i,t}$ ) dengan *error term*. Maka model digunakan menjadi sebagai berikut:

$$L_{i,t} = (1 - \lambda)L_{i,t-1} + \lambda \beta X_{i,t-1} + \eta_{i,t}$$

Model ini untuk melihat *dynamic leverage partial adjustment* yang diestimasi menggunakan *System Generalized Method of Moments (GMM)*.

Aliran kas bersih yang diekstrak dari persamaan *financial deficit* digunakan untuk melihat apakah *deficit* atau *surplus* pada *net cashflow* perusahaan memiliki perbedaan tingkat penyesuaian *target leverage*. Variabel *dummy* dibuat berdasarkan kondisi dari Byoun (2008) dimana sebagian besar penyesuaian terjadi ketika perusahaan memiliki hutang diatas target pada saat kondisi *surplus net cash flow* dan ketika perusahaan memiliki hutang dibawah target pada saat kondisi *deficit net cash flow*. Berdasarkan hal tersebut maka nilai 1 digunakan sebagai notasi variabel *dummy* saat perusahaan defisit dengan posisi hutang berada dibawah *target leverage* sedangkan nilai 0 untuk kondisi diluar itu.

#### Teknik analisis

Teknik analisis yang digunakan untuk menganalisis dalam penelitian ini adalah dengan penggunaan model regresi data panel yang terdapat dua subskrip di variabel-variabelnya sebagaimana ditunjukkan persamaan berikut ini:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it}$$

Dimana  $i$  adalah dimensi *cross section* ( $i = 1,2,3,\dots,N$ ) dan  $t$  adalah dimensi *time series* ( $t = 1,2,3,\dots,T$ ). Sehingga  $N \times T$  menunjukkan banyaknya data panel, dengan:

$y_{it}$  = Variabel respon untuk individu ke- $i$  pada waktu ke- $t$

$X_{it}$  = Variabel eksplanatori untuk individu ke- $i$  pada waktu ke- $t$

$\alpha$  = *Intercept* model data panel regresi

$\beta$  = Parameter model data panel regresi

$u_{it}$  = *error model component*

Berdasarkan komponen *error*  $u_{it}$ , model regresi data panel terbagi menjadi dua, yaitu:

(1) Model regresi komponen *error* searah, dimana  $u_{it} = \mu_i + v_{it}$

(2) Model regresi komponen *error* dua arah, dimana  $u_{it} = \mu_i + \lambda_t + v_{it}$

Dalam menentukan model estimasi mana yang akan digunakan untuk menetapkan *target leverage*, penelitian ini membandingkan hasil estimasi antara model *common effect*, model *fixed effect* dan model *random effect*. Menurut Brooks (2014) pemilihan hasil estimasi yang paling tepat ditetapkan berdasarkan hasil pengujian Chow test (F Test), Hausman Test dan Langrange Multiplier Test (LM Test). Pada F test apabila *cross section F* memiliki probabilitas dibawah 5% menunjukkan *fixed effect model* lebih baik dibandingkan *common effect model*. Pada Hausman test apabila *cross section random* memiliki probabilitas dibawah 5% menunjukkan *fixed effect model* lebih baik dibandingkan *random effect model*. Pada Lagrange Multiplier test dipilih jika LM hitung melebihi nilai tabel *chi squared* maka model yang dipilih adalah *random effect model* dan begitu pula sebaliknya apabila nilai LM hitung lebih kecil dari tabel *chi squared* maka model yang dipilih adalah *common effect model*.

Untuk menganalisis data panel dinamis digunakan persamaan sebagai berikut:

$$y_{it} = \delta y_{it-1} + \beta X_{it} + u_{it}$$

dimana  $\delta$  menunjukkan skala atau besaran yang hanya memiliki ukuran dan tidak memiliki arah, dan  $y_{it-1}$  adalah variabel penjelas yang merupakan *lag* atas variabel *target leverage*. Asumsi yang digunakan bahwa mengikuti model regresi komponen error satu arah, dimana  $u_{it} = \mu_i + v_{it}$  menunjukkan masalah dari dasar diikutsertakannya *lag* variabel dependen dalam variabel penjelas. Karena  $y_{it}$  merupakan fungsi dari  $\mu_i$ , diikuti dengan  $y_{it-1}$  yang merupakan fungsi dari  $\mu_i$  sehingga  $y_{it-1}$  pada sisi kanan persamaan

berkorelasi dengan *error term*. Oleh karena adanya masalah tersebut, penaksiran data panel dinamis apabila dilakukan dengan metode OLS maka akan menghasilkan nilai taksiran yang bersifat bias dan tidak konsisten.

Zhou et al., (2016) menjelaskan bahwa untuk mengatasi permasalahan endogenitas tersebut dapat menggunakan prosedur estimasi yang disebut dengan *difference generalized methods of moments* (GMM) yang dikembangkan oleh Arellano&Bond (1991) yang dikembangkan menjadi *system generalized method of moments* (GMM) oleh Blundell & Bond (1998).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Variabel yang digunakan memiliki hubungan dengan *total debt to book value of assets*. Berikut adalah deskripsi statistik dari faktor-faktor karakteristik perusahaan yang akan digunakan untuk mengetahui pengaruh terhadap *target leverage*:

Tabel 1. Deskripsi Statistik

Variabel	Sampel sektor properti, real estate dan konstruksi		
	Mean	Median	Std. Dev
LEV	0.15	0.15	0.12
PROF	0.06	0.06	0.05
SIZE	13.38	14.76	6.04
GROWTH	0.16	0.12	0.28
IND	0.15	0.15	0.03
TANG	0.23	0.19	0.17
INF	0.05	0.05	0.01
FD	-0.01	0.00	0.13
Jumlah observasi		308	

Sumber: diolah (2019)

Pertama pengujian dilakukan terhadap faktor-faktor atau variabel yang terindikasi menentukan *target leverage* pada perusahaan-perusahaan di sektor properti, real estate dan konstruksi yang *listing* di BEI. Berikut adalah hasil pengujian untuk model mana yang lebih tepat.

- 1) Chow test (F test). Hasil olahan dengan *evIEWS* didapat bahwa *fixed effect model* memberikan estimasi yang lebih baik.
- 2) Hausman test. Hasil olahan dengan *evIEWS* didapat bahwa *random effect model* memberikan estimasi yang lebih baik.
- 3) LM test. Berdasarkan Chow test dan Hausman test sudah bisa diketahui bahwa *random effect model* merupakan estimasi terbaik maka tidak dilakukan LM test.

Hasil estimasi target dengan model efek acak (*random effect model*) adalah sebagai berikut:



Tabel 2. Estimasi *target leverage* dengan *random effect model*

Variabel Independen	Koefisien	t-stat	Arah hubungan dalam <i>trade off theory</i>
Constant	0.0222	0.3586	
PROF	-0.1532***	-2.7391	+
SIZE	0.0085***	2.7328	+
GROWTH	0.0224	1.2624	+
IND	0.4601***	3.6686	+
TANG	0.1600***	4.4594	+
INF	-1.0136	-1.5251	+
FD	0.0488*	1.8091	+
Observations	924		
Adjusted R-squared	0.0558		
Prob(F-statistic)	0.0000		

\*, \*\*, \*\*\* masing-masing mengindikasikan signifikansi pada 10%, 5% dan 1%

Berdasarkan tabel 3 secara simultan *lag* dari variabel independen menunjukkan signifikansi 1% dimana hasil tersebut arah hubungan antara masing-masing variabel dengan variabel *target leverage* sehingga diketahui sebagai berikut:

- 1) Pengaruh profitabilitas terhadap *target leverage*. Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas mempunyai hubungan negatif dengan *target leverage* sehingga bisa dikatakan perusahaan-perusahaan tersebut memiliki sumber pembiayaan sebagian besar bukan dari hutang.
- 2) Pengaruh variabel ukuran perusahaan terhadap *target leverage*. Hasil pengujian menunjukkan arah hubungan positif signifikan.
- 3) Pengaruh pertumbuhan terhadap *target leverage*. Hasil pengujian menunjukkan arah hubungan positif signifikan.
- 4) Pengaruh industri terhadap *target leverage*. Hasil pengujian menunjukkan arah hubungan positif signifikan.
- 5) Pengaruh tangibility terhadap *target leverage*. Hasil pengujian menunjukkan arah hubungan positif signifikan.
- 6) Pengaruh inflasi terhadap *target leverage*. Hasil pengujian menunjukkan tidak ada signifikansi dan arah yang negatif.
- 7) Pengaruh *financial deficit* terhadap *target leverage*. Hasil pengujian menunjukkan arah hubungan positif signifikan pada level 10%. Hasil ini sesuai dengan Frank & Goyal (2003).

Kedua adalah hasil analisis *speed of adjustment* adalah sebagai berikut:

Berdasarkan hasil pengujian dapat diketahui bahwa pada perusahaan-perusahaan sektor properti, real estate dan konstruksi secara keseluruhan terdapat *speed of adjustment* ditemukan pada tingkat signifikansi 1% dengan tingkat penyesuaian *leverage* sebesar 0,3730 ( $1 - \lambda$ ). Berdasarkan kondisi *net cashflow* dari perusahaan, dapat kita ketahui bahwa perusahaan-perusahaan sektor properti - real estate - konstruksi memiliki tingkat penyesuaian lebih cepat pada saat perusahaan dalam kondisi surplus keuangan sebesar 0,677 atau 1,5 tahun dibandingkan ketika perusahaan dalam kondisi defisit keuangan sebesar 0,287 atau 3,3 tahun.

Tabel 3. Estimasi *speed of adjustment* dengan GMM Model Panel data properti-real estate-konstruksi

Variabel	Koefisien Data Konstruksi - Real Estate		
	Semua Data	Defisit	Surplus
LEV_1	0.6270***	0.7135***	0.3229***
FDDummy	-0.0060	-0.0631***	0.0937***
PROF_1	0.1215*	-0.0268	0.0680
SIZE_1	0.0326***	0.0281**	0.0025
GROWTH_1	-0.0084	0.0025	-0.0107
IND_1	0.0335	-0.0579	0.2064***
TANG_1	-0.0123	-0.0401	0.0594
INF_1	0.8834**	0.9993	0.4054
FD_1	0.0114	-0.0416	-0.0215
Constanta	-0.4313***	-0.3418	-0.0500
Observasi	308	155	153
Adjusted R-squared	0.83416	0.8669	0.9237
Prob (F-statistic)	0.000059	0.0000	0.0000

Sumber : data diolah (2019)

#### Pembahasan

Hasil analisis menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai hubungan negatif dengan *target leverage* sehingga bisa dikatakan perusahaan-perusahaan tersebut memiliki sumber pembiayaan sebagian besar bukan dari hutang. Hasil ini mendukung teori pecking order yaitu perusahaan menggunakan sumber pembiayaan internal terlebih dahulu dan kemudian mencari sumber pembiayaan eksternal. Perusahaan dengan profitabilitas yang lebih tinggi akan lebih memilih pembiayaan internal daripada hutang dan karenanya hubungan negatif diharapkan antara profitabilitas dan leverage.

Selanjutnya, ukuran perusahaan, pertumbuhan, dan tangibility terbukti memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap *target leverage*. Selajan dengan trade-off theory (TOT), ketika perusahaan tumbuh dan berkembang, mereka biasanya lebih menguntungkan dan memiliki lebih banyak aset berwujud yang dapat bertindak sebagai jaminan, ukuran dan pertumbuhan ini kemudian berkontribusi pada pengurangan biaya kebangkrutan (Castro et al., 2016). Dapat dinyatakan bahwa pertumbuhan dan ukuran perusahaan pendorong positif yang lebih kuat dari target leverage, sementara profitabilitas memiliki arah sebaliknya. Singkatnya, menurut TOT, pajak, dan biaya kebangkrutan mendorong perusahaan yang lebih menguntungkan menuju leverage yang lebih besar; biaya kebangkrutan yang agak rendah melalui agunan mendorong perusahaan dengan proporsi aset berwujud yang tinggi terhadap rasio leverage target yang tinggi; dan probabilitas kebangkrutan yang lebih rendah melalui diversifikasi yang lebih tinggi mendorong perusahaan besar menuju rasio leverage yang lebih tinggi (Castro et al., 2016).

Inflasi dalam studi ini secara statistik tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap target leverage. Hasil ini mengindikasikan bahwa faktor ekonomi makro yang diuji melalui inflasi tidak menjadi penentu peningkatan atau penurunan modal perusahaan. Dengan kata lain, tingkat inflasi tidak menjadi faktor yang menjadi perhatian ketika manajemen menentukan pilihan pembiayaan, khususnya di sektor properti - real estate – konstruksi di Indonesia. Sebaliknya, *financial deficit* menunjukkan arah hubungan positif signifikan pada level 10%. Hasil ini sesuai dengan Frank & Goyal (2003) dan Byoun (2008) menunjukkan bahwa banyak penyesuaian terjadi ketika perusahaan memiliki utang di atas target dengan surplus keuangan atau ketika mereka memiliki utang di bawah target dengan defisit keuangan.



## KESIMPULAN

### Kesimpulan

*Dynamic capital structure* merupakan topik penelitian yang kini berkembang dimana sebelumnya adalah *static capital structure*, maka pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *target leverage* di lengkapi dengan analisis *speed of adjustment*-nya. Dari hasil analisis dapat disimpulkan bahwa: pertama, faktor yang secara signifikan memberikan berpengaruh terhadap *target leverage* perusahaan – perusahaan di sektor properti - real estate – konstruksi adalah tingkat profitabilitas perusahaan, berikutnya adalah ukuran perusahaan, industri (rasio industri), *tangibility* dan defisit atau surplus keuangan perusahaan. Sementara faktor pertumbuhan perusahaan dan inflasi tidak mempengaruhi *target leverage*. Kedua, perusahaan – perusahaan di sektor properti - real estate – konstruksi menunjukkan tingkat *speed of adjustment* yang lebih cepat saat kondisi surplus keuangan. Pola estimasi *speed of adjustment* sesuai dengan penelitian Byoun (2008) dimana perusahaan – perusahaan di Indonesia melakukan penyesuaian ketika perusahaan memiliki tingkat hutang di atas *target leverage* dengan kondisi *surplus net cash flow*.

### Implikasi

Implikasi penelitian ini secara teoritis tentang struktur modal ada dua. Pertama, penelitian ini menunjukkan bahwa untuk perusahaan yang sektor properti - real estate – konstruksi di Indonesia, faktor penentu struktur modal serta kecepatan penyesuaian ke level target bergantung pada tingkat profitabilitas perusahaan, ukuran perusahaan, industri (rasio industri), *tangibility* dan defisit atau surplus keuangan perusahaan. Faktor-faktor ini dapat dijadikan referensi bagi investor untuk mempelajari perilaku pengambilan keputusan pendanaan di tiga sektor yang diteliti.

### Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, terutama dari sisi ukuran sampel. Oleh karenanya, riset berikutnya disarankan untuk memperluas area studi ke sektor-sektor lainnya selain properti - real estate – konstruksi di Indonesia sehingga hasilnya lebih dapat digeneralisasi. Keterbatasan kedua, studi ini tidak memperhatikan siklus hidup dari perusahaan yang diobservasi (seperti yang dilakukan oleh Castro et al., 2016). Penelitian mendatang disarankan untuk mengklasifikasi perusahaan ke dalam tahapan siklus hidup yang berbeda menentukan interpretasi hasil yang diperoleh mengenai faktor-faktor yang mendorong target struktur modal dan kecepatan penyesuaian.

## REFERENSI

- Baltacı, N., & Ayaydın, H. (2014). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from Turkish banking sector. *EMAJ Emerging Markets Journal*, 3(3), 47-58.
- Barclay, et. al. (2013). Debt and taxes: evidence from the real estate industry. *Journal of Corporate Finance*. Volume 20. Page 74-93.
- 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.
- Buvanendra, S., Sridharan, P., & Thiyagarajan, S. (2017). Firm characteristics, corporate governance and capital structure adjustments: A comparative study of listed firms in Sri Lanka and India. *IIMB management review*, 29(4), 245-258.
- Byoun, Soku. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward target? *The Journal of Finance*, 63 No. 6, 3069-3039.
- Castro, P., Fernández, M. T. T., Amor-Tapia, B., & de Miguel, A. (2016). Target leverage and speed of adjustment along the life cycle of European listed firms. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(3), 188-205.
- Cook, D.O. & Tang, T. (2010). Macroeconomic condition and capital structure adjustmen speed. *Journal of corporate finance*, 16(1), 73-87.
- Dang, V.A. & Garret, I. (2015) On corporate capital structure adjustments. *Financial Research Letter*. 14, 56-63.

- Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2012). Asymmetric capital structure adjustments: New evidence from dynamic panel threshold models. *Journal of Empirical Finance*, 19(4), 465-482.
- Elsas, R., & Florysiak, D. (2015) Dynamic capital structure adjustment and the impact of fractional dependent variables. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(5), 1105-1133.
- Fitzgerald, J., & Ryan, J. (2019). The impact of firm characteristics on speed of adjustment to target leverage: a UK study. *Applied Economics*, 51(3), 315-327.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2009). Capital structure decisions: which factor are reliably important? *Financial Management*. Vol. 38 No. 1. pp 1-37.
- Haron, Razali. (2016). Do Indonesian firms practice target capital structure? A dynamic approach. *Journal of Asia Business Studies*, Vol. 10 Iss 3 pp.318-334.
- Liao, L. K., Mukherjee, T., & Wang, W. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: an empirical study. *Journal of Financial Research*, 38(2), 169-192.
- Mai, Y., Meng, L., & Ye, Z. (2017). Regional variation in the capital structure adjustment speed of listed firms: Evidence from China. *Economic Modelling*, 64, 288-294.
- Tongkong, Supa. (2012). Key factors influencing capital structure decision and its speed of adjustment of Thai listed real estate companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. 40 (2012) pp. 716-720.
- Xu, Zhaoxia. (2007). Do firms adjust toward a target leverage level. *Bank of Canada Working Paper*.
- Zhou, et, al. (2016). Deviation from target capital structure, cost of equity and speed of adjustment. *Journal of Corporate Finance*. 39. 99-120.

## PROFIL PENULIS

**Yasir Maulana** adalah mahasiswa Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Kuningan, dan **Ayus Ahmad Yusuf** adalah dosen IAIN Syekh Nurjati Cirebon

AKURASI: Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan  
Akurasi: Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan, Vol 1, No.2, Desember 2019, pp. 131 - 140  
eISSN: 2685-2888  
Journal homepage: <https://ejournal.imperiuminstitute.org/index.php/AKURASI>