

Kecepatan Penyesuaian Struktur Modal Optimal Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

Suramaya Suci Kewal

Universitas Katolik Misi Charitas, Indonesia

suramayasuci@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini menguji keberadaan penyesuaian kecepatan struktur modal perusahaan menuju ke struktur modal optimal sesuai dengan *dynamics trade off* dan faktor-faktor yang mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal optimal perusahaan. Struktur modal optimal diestimasi dengan menggunakan beberapa variabel yaitu *tangibility*, *firm size*, *profitability*, *liquidity*, *asset utilization*, dan *business risk*. Faktor-faktor yang digunakan untuk menduga kecepatan penyesuaian struktur modal optimal pada penelitian ini adalah jarak antara struktur modal dengan struktur modal optimal (*distance*) dan *financial deficit/surplus*. Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah regresi linier berganda dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Hasil yang diperoleh menunjukkan perusahaan-perusahaan di BEI melakukan penyesuaian menuju struktur modal optimal. Kecepatan penyesuaian sebesar 0,128 sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan melakukan penyesuaian masih di bawah tingkat hutang optimalnya. Hasil pengujian juga membuktikan bahwa tidak terdapat pengaruh *distance* dan *financial deficit/surplus* terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan.

Kata Kunci: struktur modal, dynamics trade off

Optimum Capital Structure Adjustment Speed on Companies Listed in Indonesia Stock Exchange

Abstract

This study examines the existence of adjustments in the speed of the company's capital structure to achieve an optimal capital structure in accordance with the dynamics of trade-off and other factors affecting the company's capital structure adjustment. The optimal capital structure is estimated by using several variables, namely *tangibility*, *firm size*, *profitability*, *liquidity*, *asset utilization*, and *business risk*. The factors used to predict the optimal capital structure adjustment speed in this study are the distance between the capital structure and the optimal capital structure and financial deficit. The data analysis technique in this study is multiple linear regression with a significance level of 5%. The obtained results indicate that companies on the IDX are adjusting towards the optimal capital structure. The speed of adjustment is 0.128 so it can be concluded that the company's adjustment remains below its optimal debt level. The test results also prove that distance and financial deficit/surplus have no influence on the company's capital structure adjustment speed.

Keywords: capital structure, dynamics trade off

PENDAHULUAN

Perusahaan yang mengalami pertumbuhan selalu membutuhkan dana dalam menjalankan kegiatan perusahaan. Sumber dana yang dapat diperoleh oleh perusahaan dapat berasal dari pendanaan utang ataupun penjualan saham bagi perusahaan yang sudah *go public*. Pendanaan dari utang merupakan pendanaan eksternal yang dapat membantu meningkatkan nilai perusahaan tetapi pada suatu batas tertentu dapat juga meningkatkan risiko perusahaan sehingga dapat membuat kesulitan keuangan perusahaan yang pada akhirnya dapat menyebabkan kebangkrutan perusahaan. Pendanaan dari penjualan saham merupakan pendanaan yang jumlahnya tidak terbatas sehingga perusahaan dapat

memanfaatkan pendanaan ini asalkan perusahaan mampu menjaga kinerja perusahaan dan kepercayaan investor terhadap keberlangsungan perusahaan, tetapi di sisi lain pendanaan melalui penjualan saham perusahaan dapat mempengaruhi porsi kepemilikan pemegang saham yang dapat mempengaruhi hak suara pemegang saham mayoritas. Penggunaan pendanaan berupa utang juga dirasakan lebih menguntungkan perusahaan daripada pendanaan dari penjualan saham karena dapat menghemat pajak (*deductible expenses*) di mana pembayaran bunga utang merupakan pembayaran beban sebelum pajak, sedangkan jika perusahaan menggunakan pendanaan dari penjualan saham maka pembayaran dividen ke pemegang saham tidak dapat diakui sebagai beban.

Berkenaan dengan keputusan pendanaan perusahaan, terdapat tiga teori dasar yang menjelaskan mengenai struktur modal perusahaan, yaitu: *trade off theory*, *pecking order theory*, dan *market timing theory* (Cahyaningdyah, 2017). *Trade off theory* menjelaskan bahwa terdapat struktur modal optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan jika biaya dan manfaat yang diperoleh dari tambahan utang mencapai keseimbangan. Biaya dan manfaat yang dimaksud adalah biaya utang dan manfaat dari penghematan pajak (Ghazouani, 2013). Jika biaya utang lebih tinggi dari penghematan pajak yang diterima akan mengakibatkan *financial distress* yang berujung pada kebangkrutan perusahaan. *Pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan membiayai modal perusahaan mula-mula dengan pendanaan internal (laba ditahan), utang, baru kemudian penerbitan saham. Pendanaan berdasarkan teori ini didasari oleh perbedaan asimetri informasi yang dimiliki pihak dalam (*insider*) dengan pihak luar (*outsider*). Perusahaan menggunakan prioritas pendanaan dari biaya yang paling rendah sampai pada biaya yang paling tinggi sehingga pada teori ini perusahaan sulit untuk dapat menetapkan struktur modal optimal. *Market timing theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan menerbitkan ekuitas ketika harga saham (*market value*) perusahaan tinggi dan akan membeli kembali ekuitas ketika harga saham (*market value*) perusahaan rendah. Tujuan dilakukannya *equity market timing* adalah untuk memanfaatkan keuntungan dari fluktuasi harga saham perusahaan.

Ketiga teori dasar mengenai struktur modal perusahaan tersebut memiliki perbedaan pandangan. *Pecking order theory* dan *market timing theory* tidak memprediksi keberadaan target struktur modal yang optimal karena penentuan struktur modal berdasarkan prioritas dan waktu yang tepat untuk mendapatkan dana, sedangkan *Trade off theory* merupakan teori yang dapat memprediksi target struktur modal yang optimal berdasarkan pertimbangan biaya dan manfaat dari tambahan pendanaan perusahaan yang diperoleh dari utang (*leverage*). Citro (2014) menyatakan bahwa perusahaan pada umumnya akan melakukan penyesuaian struktur modal perusahaan menuju ke struktur modal optimal dari waktu ke waktu. Perusahaan berusaha untuk mencapai struktur modal optimal yang menjadi target perusahaan tetapi kecepatan penyesuaian tergantung pada biaya dan manfaat yang sudah diperhitungkan. Ketika biaya penyesuaian struktur modal lebih kecil daripada manfaat yang diperoleh maka perusahaan akan cepat menyesuaikan rasio *leverage* yang ada dengan rasio *leverage* yang menjadi target. Ghose (2017) menyatakan bahwa konsep kecepatan penyesuaian bermula dari *trade off* dinamis. Kebijakan pendanaan perusahaan dibuat dengan tujuan untuk mencapai target *leverage* yang optimal yang dihitung berdasarkan

manfaat penghematan pajak dengan utang dan biaya kebangkrutan (Supra et al, 2016). Penggunaan hutang untuk pendanaan perusahaan merupakan hal yang penting bagi manajer. Informasi penggunaan *leverage* dapat mempengaruhi investor dan kreditur dalam memberikan tambahan modal perusahaan. Ketika *leverage* perusahaan berada pada kondisi *overleveraged* maka manajer perusahaan dapat mengambil tindakan mengurangi hutang perusahaan atau menerbitkan saham baru sampai mencapai target rasio yang optimal, sedangkan ketika *leverage* perusahaan berada pada kondisi *underleveraged* maka manajer dapat menggunakan pendanaan utang baru dan membeli kembali saham yang beredar di pasar (Oino & Ukaegbu, 2015). Kecepatan penyesuaian struktur modal optimal dapat menjadi informasi yang penting bagi investor dalam rangka mengelola portofolionya. Perusahaan yang melakukan penyesuaian dengan cepat memberikan sinyal yang positif bagi investor di mana manajer mampu membuat keputusan yang lebih baik mengenai struktur modal dan memaksimalkan nilai-nilai perusahaan (Supra et al, 2016).

Penelitian terkait kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan menuju ke struktur modal optimal sudah dilakukan beberapa peneliti. Nosita (2016) meneliti mengenai struktur modal optimal dan kecepatan penyesuaian pada perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Indonesia mendapatkan hasil bahwa perusahaan non-keuangan di Indonesia mengikuti *dynamic trade-off theory* tetapi masih pada tahap *underleverage* dan membutuhkan waktu 2,45 tahun untuk melakukan penyesuaian struktur modalnya, sedangkan jarak antara struktur modal dengan struktur modal optimal (*distance*) serta *financial surplus/deficit* mempengaruhi kecepatan penyesuaian, dan *current liabilities* tidak mempengaruhi kecepatan penyesuaian. Citro (2014) meneliti mengenai pengaruh determinan struktur modal terhadap *leverage* dan *speed of adjustment* perusahaan di industri pertambangan di Indonesia mendapatkan hasil bahwa variabel profitabilitas memberikan pengaruh paling besar terhadap *speed of adjustment* dibandingkan variabel lain, yaitu : *tangibility*, *size*, *growth opportunity*, *income variability*, *trade credit sales* dan *leverage*. Mirza et al (2016) meneliti mengenai perilaku penyesuaian *leverage* perusahaan di negara Cina dan mendapatkan hasil bahwa perusahaan di negara Cina melakukan penyesuaian tingkat *leverage* menuju *leverage* optimal yang membutuhkan waktu hampir 3,5 tahun dalam proses penyesuaiannya, selain itu juga ditemukan bahwa perusahaan BUMN membutuhkan waktu lebih lama untuk menyesuaikan kebijakan *leverage*-nya dibandingkan perusahaan swasta.

Sepanjang tahun 2018 sektor industri yang paling sering dipaksa merestrukturisasi hutang-hutangnya dan masuk ke Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU) adalah industri manufaktur. Kasus perusahaan manufaktur yang masuk ke pengadilan dengan jumlah 18 permohonan PKPU, sementara sektor properti menduduki peringkat kedua sebanyak 13 permohonan PKPU, sisanya perusahaan perseorangan dengan jumlah 7 permohonan PKPU (www.nasional.kontan.co.id).

Penelitian ini ingin mengetahui apakah perusahaan melakukan penyesuaian struktur modal aktual menuju struktur modal optimal dan menduga terdapat faktor yang mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan, yaitu *distance* (jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal dan *financial deficit/surplus* perusahaan).

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Simbol	Definisi	Rumus
<i>Leverage</i> (dependen)	Lit	Rasio <i>long term debt</i> perusahaan i pada tahun ke t	$Long\ Term\ Debt / Total\ Assets$
<i>Tangibility</i> (independen)	FA	Aset tetap perusahaan i pada tahun ke t	$Fixed\ Asset / Total\ Assets$
<i>Firm Size</i> (independen)	SIZEit	Ukuran perusahaan i pada tahun ke t	Log (<i>total asset</i>)
<i>Profitability</i> (independen)	PROFit	Profitabilitas perusahaan i pada tahun ke t	$Net\ Profit / Total\ Assets$
<i>Liquidity</i> (independen)	LIQit	Likuiditas perusahaan i pada tahun ke t	$(Current\ Asset - Current\ Liabilities) / Total\ Assets$
<i>Asset Utilization Ratio</i> (independen)	AURit	Rasio penggunaan aset perusahaan i pada tahun ke t	$Sales / Total\ Assets$
<i>Business Risk</i> (independen)	Riskit	Risiko perusahaan i pada tahun ke t	Standar deviasi EBIT / <i>Total Assets</i>
<i>Speed of Adjustment</i> (Kecepatan Penyesuaian)	δ it	Lama waktu yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk melakukan penyesuaian struktur modal menuju struktur modal optimalnya perusahaan i pada waktu ke t	$(L_{i,t} - L_{i,t-1}) / (L^*_{i,t} - L_{i,t-1})$
<i>Distance</i>	DISTit	Jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal perusahaan i pada waktu ke t	$L^*_{i,t} - L_{i,t-1}$
<i>Financial Defisit / Surplus</i>	FIit	Surplus atau defisit kas perusahaan i pada waktu ke t	$FDit = DIVit + Iit + \Delta Wit - OCFit$ Dimana : - $DIVit$ = dividen perusahaan i pada waktu t - Iit = investasi bersih perusahaan i pada waktu t - ΔWit = perubahan modal kerja bersih perusahaan i dari waktu t-1 ke t - $OCFit$ = <i>operating cash flows</i> setelah bunga dan pajak perusahaan i pada waktu t.

METODE

Jenis penelitian ini adalah penelitian kausalitas. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang diambil adalah perusahaan manufaktur dan properti. Teknik sampling yang dilakukan adalah dengan menggunakan *purposive sampling*, yaitu dengan kriteria laporan keuangan perusahaan menggunakan mata uang rupiah. Jumlah populasi pada penelitian ini sebanyak 539 perusahaan dan jumlah sampel pada penelitian ini sebanyak 129 perusahaan. Jenis data penelitian termasuk ke dalam data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan. Sumber data penelitian diambil dari www.idx.co.id dan www.idnfinancials.com. Metode pengumpulan data dengan menggunakan teknik dokumentasi. Sumber tersebut dapat berupa informasi atau laporan dari Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini menggunakan 2 tahap pengujian, di mana pengujian pertama dilakukan untuk mendapatkan variabel struktur modal optimal perusahaan yang diestimasi menggunakan 6 variabel independen, yaitu : *tangibility*, *firm size*, *profitability*, *liquidity*, *asset utilization ratio*, dan *business risk*. Pengujian kedua menggunakan variabel *distance* dan *financial deficit/surplus* sebagai variabel independen dan variabel kecepatan penyesuaian struktur modal sebagai variabel dependen.

Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan uji t dengan teknik analisis regresi linier berganda. Adapun model regresi yang digunakan adalah:

$$L_{i,t} = (1-\delta_{i,t})L_{i,t-1} + \delta_{i,t} L^*_{i,t} + \varepsilon_{i,t},$$

Di mana:

$$L^*_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 FA_{i,t} + \lambda_2 SIZE_{i,t} + \lambda_3 PROFIT_{i,t} + \lambda_4 LIQ_{i,t} + \lambda_5 AUR_{i,t} + \lambda_6 RISK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Untuk menjawab hipotesis 1 penelitian menggunakan estimasi $\delta_{i,t}$ sebagai indikator penyesuaian struktur modal. Indikator untuk mengukur penyesuaian struktur modal mengikuti kriteria jika $\delta = 1$ maka $L_{i,t} = L^*_{i,t}$ hutang aktual sama dengan tingkat hutang optimal. Jika $\delta < 1$ maka penyesuaian yang dilakukan masih di bawah tingkat hutang optimalnya, dan jika $\delta > 1$ maka perusahaan telah *over adjusting* (Nosita, 2012).

Pengujian hipotesis 2 dan 3 pada penelitian ini menggunakan model regresi:

$$\delta_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIST_{i,t} + \beta_2 FD_{i,t} + \varepsilon_{i,t},$$

Di mana

$$L_{i,t} - L_{i,t-1} = \delta_{i,t} (L^*_{i,t} - L_{i,t-1})$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan nilai statistik deskriptif pada Tabel 2 diperoleh hasil bahwa variabel *distance* (jarak antara *leverage* optimal dengan *leverage* aktual) perusahaan sampel memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0052 atau 0,52% sehingga dapat disimpulkan *distance leverage* perusahaan sampel tidak terlalu besar. Hal ini juga terlihat dari rata-rata nilai *leverage* optimal sebesar 0,1945 (19,45%) dan rata-rata nilai *leverage* aktual sebesar 0,1893 (18,93%). Variabel *financial deficit/surplus* menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel mengalami defisit arus kas.

Pengujian hipotesis menggunakan uji t dengan melakukan regresi linier berganda melalui teknik *bootstrapping* dikarenakan hasil pengolahan data terkendala dengan uji asumsi klasik.

Tabel 2. Deskriptif Statistik Variabel Penelitian

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Standar Deviasi
<i>Distance</i>	-2,32	0,40	0,0052	0,28962
FI	-7,00E8	9.407.000,00	-3.424.340,16	42.596.622,43
<i>Leverage_prediction</i>	-0,11	0,71	0,1945	0,08147
<i>Leverage t-1</i>	0,00	2,52	0,1893	0,29580
<i>Leverage</i>	0,00	2,49	0,1981	0,29271
<i>Valid N (listwise)</i>	387			

Pada pengujian hipotesis pertama (H_1), hasil regresi menunjukkan nilai signifikansi $< 5\%$ sehingga H_1 diterima yang artinya terdapat kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal untuk perusahaan-perusahaan sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Kecepatan penyesuaian sebesar 0,128 ($1 - 0,872$) sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan melakukan penyesuaian masih di bawah tingkat hutang optimalnya. Nilai 0,128 juga menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di sektor manufaktur dan properti membutuhkan waktu sekitar 7,81 tahun ($1/0,128$) untuk melakukan penyesuaian struktur modal menuju struktur modal optimalnya.

Tabel 3. Hasil Pengujian Kecepatan Penyesuaian Struktur Modal Perusahaan di BEI

Variabel	Beta	Signifikansi
<i>Leverage_prediction</i>	0,348	0,000
<i>Leverage t-1</i>	0,872	0,000

Tabel 4 menunjukkan hasil pengujian untuk hipotesis kedua (H_2) dan hipotesis ketiga (H_3). Hasil pengujian menunjukkan H_2 dan H_3 tidak diterima karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% yang artinya tidak terdapat pengaruh *distance* dan *financial deficit/surplus* terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan.

Tabel 4. Hasil Pengujian Pengaruh Distance dan Financial Defisit/Surplus Terhadap Kecepatan Penyesuaian Struktur Modal

Variabel	Beta	Signifikansi
<i>Distance</i>	-0,178	0,984
<i>Financial Deficit/Surplus</i>	4,180E-9	0,946

Perusahaan-perusahaan sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia melakukan penyesuaian struktur modal perusahaan menuju ke struktur modal optimal. Hal ini ditunjukkan oleh hasil pengujian yang memiliki nilai signifikansi lebih kecil dari 5%. Berdasarkan hasil yang ada menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di sektor manufaktur membutuhkan waktu sekitar 7,81 tahun untuk melakukan penyesuaian struktur modal menuju struktur modal optimalnya. Hal ini didukung dengan data pada statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa selisih antara *leverage* aktual dengan *leverage* optimal

yang tidak terlalu berbeda jauh sehingga akan banyak pertimbangan bagi perusahaan dalam membuat keputusan untuk mengubah struktur modal perusahaan karena mempertimbangkan *cost* dan *benefit*. Hipotesis pertama diterima sejalan dengan penelitian Nosita (2012) yang menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Indonesia melakukan penyesuaian struktur modal menuju ke struktur modal optimalnya yang membutuhkan waktu 2,45 tahun. Hasil penelitian juga sejalan dengan penelitian Soekarno et al(2015) yang meneliti mengenai kecepatan penyesuaian menuju target struktur modal sebelum dan sesudah periode krisis global (studi kasus pada perusahaan BUMN) diperoleh hasil bahwa sebelum periode krisis perusahaan membutuhkan waktu selama 9,07 tahun untuk mencapai struktur modal target dan membutuhkan waktu 15,29 tahun setelah periode krisis.

Hipotesis kedua (H_2) pada penelitian ini ditolak yang artinya tidak terdapat pengaruh *distance* (jarak antara *leverage* optimal dengan *leverage* aktual) terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan. Hasil ini tidak sejalan dengan hasil yang diperoleh dalam penelitian Nosita (2012) yang menemukan bahwa *distance* mempengaruhi kecepatan struktur modal perusahaan. Pada data deskriptif statistik terlihat bahwa perbedaan yang kecil antara *leverage* optimal dan *leverage* aktual. Perusahaan tidak akan mengambil keputusan dengan cepat untuk mencapai *leverage* target dikarenakan adanya tambahan biaya penyesuaian yang harus dikeluarkan oleh perusahaan dalam rangka mengubah struktur modalnya. Soekarno et al (2016) menyatakan bahwa secara umum dalam model dinamis, kecepatan perusahaan dalam menyesuaikan struktur modal menuju ke target struktur modal dapat berbeda-beda untuk masing-masing perusahaan. Hal yang dapat menyebabkan terdapat perbedaan kecepatan tersebut adalah perbedaan lingkungan dan karakteristik perusahaan yang dapat menyebabkan biaya penyesuaian struktur modal. Ketika biaya penyesuaian rendah maka kecepatan penyesuaian akan lebih cepat dan sebaliknya sehingga perusahaan tidak bisa melakukan penyesuaian yang hanya disebabkan oleh adanya jarak yang besar antara *leverage* optimal dengan *leverage* yang sudah terjadi tetapi perusahaan lebih mempertimbangkan *cost* dan *benefit*.

Hipotesis ketiga (H_3) dalam penelitian ini juga ditolak yang artinya tidak terdapat pengaruh *financial defisit/surplus* terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Nosita (2012) yang menemukan bahwa *financial defisit/surplus* mempengaruhi kecepatan struktur modal perusahaan. Pada data perusahaan ditemukan perilaku yang berbeda dari teori yang ada. Beberapa perusahaan yang memiliki *financial defisit* melakukan penyesuaian dengan menurunkan *leverage* pada tahun depannya dan sebaliknya perusahaan yang memiliki *financial surplus* melakukan penyesuaian dengan meningkatkan *leverage* pada tahun depannya, contohnya PT. Merck Sharp Dohme Pharma Tbk pada tahun 2014 memiliki rasio *leverage* sebesar 70,71% dan mengalami *financial defisit* pada tahun 2015 tetapi malah terjadi pembayaran hutang jangka panjang perusahaan sehingga rasio *leveragenya* menurun menjadi sebesar 27,85% (masih di atas *leverage* optimal perusahaan). Terdapat juga perusahaan yang memiliki perilaku sebaliknya, contohnya PT Bentoel Internasional Investama Tbk pada tahun 2014 memiliki rasio *leverage* sebesar 54,97% dan mengalami

financial surplus pada tahun 2015 tetapi malah meningkatkan rasio *leveragenya* menjadi 97,65% (jauh di atas *leverage* optimal perusahaan).

SIMPULAN

Penelitian ini menemukan hasil bahwa terdapat kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia, jarak struktur modal aktual dengan struktur modal optimal (*distance*) dan *financial deficit/surplus* terbukti tidak mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan.

Penelitian ini belum mengamati perbedaan kecepatan penyesuaian struktur modal optimal perusahaan pada berbagai sektor industri terutama pada perusahaan jasa dan manufaktur, sebaiknya penelitian selanjutnya dapat mengamati perbedaan kecepatan penyesuaian struktur modal optimal perusahaan pada berbagai sektor industri. Penelitian ini juga belum menemukan variabel-variabel yang mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal sehingga penelitian ke depan perlu menggali variabel yang berbeda seperti biaya penyesuaian. Proksi struktur modal yang digunakan pada penelitian ini hanya berupa hutang jangka panjang dan tidak memperhatikan pendanaan dari sisi penerbitan saham sehingga penelitian selanjutnya bisa menganalisis lebih dalam terkait struktur modal perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Cahyaningdyah. (2017). Trade Off Theory dan Kecepatan Penyesuaian ke Arah Target Leverage. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*. 9(2), 69-79.
- Citro, V.D.H. (2014). Pengaruh Determinan Struktur Modal Terhadap Leverage dan Speed of Adjustment Industri Pertambangan di Indonesia. *FINESTA*, 2(1), 48-55.
- Ghazouani, T. (2013). The Capital Structure Through the Trade-Off Theory : Evidence from Tunisian Firm. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3), 625-636
- Ghose, B. (2017). Impact of Business Group Affiliation on Capital Structure Adjustment Speed: Evidence from Indian Manufacturing Sector. *Emerging Economy Studied*, 3(1), 54-67.
- Mirza, S.S., Rehman, A., & Zhi, Z.X.. (2016). Adjustment Behaviour of Leverage In Chinese Firms: An Empirical Analysis Of Overall Firms, State-Owned And Non State-Owned Enterprises. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 12(2), 95-126.
- Nosita, F. (2012). Struktur Modal Optimal Dan Kecepatan Penyesuaian : Studi Empiris Di Bursa Efek Indonesia. *Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 20(3), 305-324.
- 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. *Research in International Business and Finance*, 35(2015), 1-21.
- Soekarno, S., Kitri, M.L., & Utomo, S. (2015). The Speed Of Adjustment To Capital Structure Target Before And After Financial Crisis: Evidence From Indonesian State Owned Enterprises. *Ijaber*, 13(7), 5375-5387.

Supra, B., Narender, V., Jadiyahpa, N., & Girish, G.P. (2016). Speed of Adjustment of Capital Structure in Emerging Markets. *Theoretical Economic Letters*, 6(2017), 534-538.

www.finance.detik.com (diakses tanggal 26 April 2018)

www.nasional.kontan.co.id (diakses tanggal 28 Mei 2018)