

## **SPEED OF ADJUSTMENT PADA PERUSAHAAN PROPERTI DAN REAL ESTAT YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA**

Gilbert Alexander<sup>1</sup>, Dr. Njo Anastasia, S.E., M.T.<sup>1</sup> dan Christiono Utomo, S.T., M.T., Ph.D.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Universitas Kristen Petra, Surabaya

<sup>2</sup> Institut Teknologi Sepuluh Nopember, Surabaya

<sup>1</sup> b21190016@john.petra.ac.id, <sup>2</sup> anas@petra.ac.id, <sup>3</sup> christiono@ce.its.ac.id

**ABSTRAK:** Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor yang signifikan yang mempengaruhi keputusan perusahaan properti dan real estat di Indonesia dalam menyesuaikan struktur modalnya, beserta *speed of adjustment* menuju nilai target. Faktor-faktor yang diuji meliputi profitabilitas, tangibilitas, ukuran perusahaan, *market-to-book value*, *industry median leverage*, *rate* inflasi secara umum, dan *market stock return*. Penelitian menggunakan data laporan keuangan perusahaan properti dan real estat dari Bursa Efek Indonesia, tahun 2010 sampai dengan 2019. Teknik analisis yang dipilih untuk menganalisis data dan menguji hipotesis dalam adalah regresi linear. Hasil analisis dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *market-to-book value* berpengaruh signifikan terhadap *leverage* pada perusahaan subsektor properti dan real estat yang tercatat di BEI periode 2010 s.d. 2019. Dari hasil penelitian, ditemukan juga bahwa perusahaan properti dan real estat di Indonesia memiliki *speed of adjustment* sebesar 53,43%.

Kata kunci: struktur modal, *speed of adjustment*, keuangan industri properti dan real estat, keuangan korporasi

**ABSTRACT:** *The purpose of this research is to know the significant factors influencing capital structure decision of the listed property and real estate companies in Indonesia toward target along with its speed of adjustment. The factors are profitability, tangibility, size, market-to-book value, industry median leverage, inflation rate in general, and market stock return. This paper uses financial statement of property and real estate companies which are listed in Indonesia Stock Exchange during the period 2010 to 2019. The analysis technique which is used to analyze the data and testing the hypothesis in this research is linear regression. The result of this paper concludes that the significant factors influencing capital structure decision include profitability, size, and market-to-book value during the period 2010 to 2019. This paper also discovers that property and real estate companies in Indonesia have the speed of adjustment toward target level capital structure at the rate of 53.43%.*

Keywords: *capital structure, speed of adjustment, property and real estate finance, corporate finance*

### **1. PENDAHULUAN**

Indonesia merupakan negara berkembang dengan populasi yang terbesar keempat di dunia setelah Amerika Serikat (Tandarto, Basana, Anastasia, & Linawati, 2019). Hasil Sensus Penduduk (SP2020) pada September 2020 mencatat jumlah penduduk sebesar 270,20 juta jiwa (Badan Pusat Statistik, 2021). Dengan sejumlah besar jiwa yang ada di Indonesia,

pergerakan ekonomi di Indonesia digerakkan dari berbagai macam sektor. Beberapa sektor telah tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) dan perusahaan yang *go public*. Karakteristik rasio keuangan tiap industri dan sektor memiliki keunikannya masing-masing. Sebagai contoh, rasio *Debt to Equity* perusahaan subsektor properti dan real estat lebih kecil dari subsektor perbankan. Perbedaan pada rasio *Debt to Equity* ini membuktikan bahwa industri yang berbeda memiliki keunikannya masing-masing.

Dalam menjalankan usahanya, berbagai sumber dana digunakan oleh perusahaan-perusahaan yang bergerak di subsektor Properti dan Real Estat membutuhkan keputusan struktur modal usaha yang tepat. Beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan tersebut diantaranya aset berwujud, ukuran aset perusahaan, profitabilitas, *median industry leverage*, *rate* inflasi secara umum, *market-to-book value*, dan *market stock return* (Tongkong, 2012; Frank & Goyal, 2009; Bhabra, Liu, & Tirtiroglu, 2008). Keputusan struktur modal adalah topik yang penting dibahas dalam *corporate finance* dikarenakan struktur modal yang tepat akan meningkatkan nilai suatu perusahaan. Pada penelitian yang telah dilakukan oleh Tongkong (2012), hasil dari penelitian menyimpulkan kecepatan perusahaan (*speed of adjustment*) properti terbuka yang ada di Thailand mengubah struktur modalnya sebesar 63% menuju target struktur modal yang dituju. Oleh karenanya, topik *speed of adjustment* pada perusahaan sektor properti dan real estat di Indonesia penting untuk diteliti lebih lanjut.

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah profitabilitas, tangibilitas, ukuran perusahaan, *market-to-book value*, *industry median leverage*, *rate* inflasi secara umum, dan *market stock return* berpengaruh signifikan terhadap *leverage* perusahaan subsektor properti dan real estat yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Selain itu, penelitian ini juga untuk mengetahui berapa laju *speed of adjustment* perusahaan subsektor properti dan real estat yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

## 2. LANDASAN TEORI

### 2.1. Struktur Modal

Struktur modal adalah salah satu faktor yang kompleks untuk ditentukan dalam membuat keputusan finansial. Teori mengenai struktur modal berawal dari Teori Modigliani-Miller (Teori MM) yang dikeluarkan di tahun 1958. Pada penelitiannya, Modigliani dan Miller menggunakan pasar sempurna sebagai dasar penelitiannya. Kondisi pasar sempurna adalah kondisi dimana tidak ada pajak, tidak ada perbedaan suku bunga yang diberikan pada peminjam baik berupa perorangan maupun perusahaan. Proporsi pertama menyebutkan bahwa tidak ada perbedaan antara menggunakan pembiayaan dengan hutang maupun ekuitas. Proporsi kedua menyebutkan bahwa jika perusahaan meningkatkan pembiayaan dengan hutang dalam komposisi struktur modalnya, maka biaya dari pembiayaan dengan ekuitas akan meningkat (Chen, 2020).

Struktur modal dapat dilihat melalui rasio keuangan *Debt to Equity*. Perusahaan-perusahaan yang akan mengalami kebangkrutan memiliki ekuitas yang rendah dan hutang yang tinggi, dan akan meningkat seiring dengan waktu (Ma & Truong, 2015). Berkembangnya teori keuangan, teori lain muncul menjelaskan struktur modal perusahaan dan pengaruh yang dihasilkan pada nilai pasarnya. Teori tersebut diantaranya *Pecking Order Theory* dan *Trade off Theory*.

## 2.2. Teori Kebijakan Utang

*Trade Off Theory* pertama kali diperkenalkan pada tahun 1963 oleh Modigliani dan Miller. Esensi *Trade Off Theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan utang (Suryajaya, 2018). Hal ini mendukung teori *Trade-off* yang memprediksi bahwa perusahaan akan menyesuaikan rasio utangnya hingga keuntungan yang diterima seimbang dengan keuntungan biaya yang dikeluarkan (Fischer, Heinkel, & Zechner, 1989). Teori *Trade-Off* telah memberi dampak pada penelitian tentang struktur modal (Ai, Frank, & Sanati, 2020).

*Pecking Order Theory* dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984). Teori ini menjelaskan bahwa Manajer Perusahaan menyukai pembiayaan internal (misalnya laba ditahan). Gitman dan Zutter (2015) mengilustrasikan bahwa akuisisi ekuitas pilihan pendanaan yang mahal, dan mengakibatkan manajer dapat melewatkan kesempatan investasi. Maka, solusi dari pendanaan yang mahal adalah dengan menggunakan laba ditahan yang digunakan untuk mendanai investasi tersebut. Bilamana laba ditahan masih belum cukup untuk mendanai investasi yang ada, maka manajer akan memutuskan untuk mengambil pendanaan melalui utang daripada ekuitas. Secara hirarki, urutan dalam pemilihan pendanaan adalah dimulai dari laba ditahan, diikuti dengan utang, dan disusul dengan penjualan saham.

## 2.3. Komposisi Utang dan *Speed of Adjustment*

Setiap perusahaan memiliki struktur modal yang berbeda. Adapun komposisi utang merupakan bagian dari struktur modal yang berkaitan pada keuangan setiap perusahaan, termasuk perusahaan properti. Dalam menjalankan operasional perusahaan, perusahaan harus memiliki modal baik melalui pembiayaan maupun modal sendiri. Semakin besar pembiayaan yang diberikan kepada perusahaan, maka perusahaan semakin banyak diberi “daya ungkit” atau disebut dengan *leverage*. Rasio-rasio *leverage* yang ada bervariasi, salah satunya adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). DER merupakan rasio keuangan yang dimana membandingkan rasio antara jumlah utang dengan jumlah modal yang dimiliki oleh perusahaan, sehingga diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \dots \dots \dots (1)$$

Selain dari komposisi utang perusahaan, pada pandangan yang lebih luas, masing-masing industri juga memiliki rasio utangnya yang berbeda-beda. Rasio ini kemudian diformulasikan ke dalam perhitungan *industry median leverage* dimana perhitungannya memperhitungkan nilai tengah rasio *Debt to Equity* dari perusahaan-perusahaan pada masing-masing *industry*. Penggunaan *median* pada perhitungan *industry leverage* lebih dipilih daripada penggunaan *mean* karena kelemahan penggunaan *mean* pada perhitungan *industry leverage* berpotensi menghasilkan rasio *industry leverage* yang terpengaruh signifikan dengan adanya *outlier*. Sedangkan penggunaan *industry median leverage* meminimalisir kemungkinan terjadinya rasio *industry leverage* yang menyimpang jauh akibat adanya *outlier*.

Setiap perusahaan memiliki struktur modalnya masing-masing, dan manajer keuangan juga memiliki target akan struktur modal yang dituju. Tujuan dari penyesuaian struktur modal bermacam-macam, misal untuk menurunkan *cost of capital* suatu perusahaan atau untuk

memperbaiki rasio keuangan yang dimiliki perusahaan tersebut. *Speed of adjustment* dari perusahaan akan tinggi ketika memiliki surplus keuangan dan utang di atas target atau defisit keuangan dan utang di bawah target (Byoun, 2008). Untuk perusahaan yang mengalami *financing deficit* dan profitabilitas yang kecil cenderung menyesuaikan struktur modalnya lebih cepat (Dang, Kim, & Shin, 2012). Bagi perusahaan—perusahaan yang memiliki fasilitas kredit, dengan struktur modal di bawah rata-rata, akan melakukan penyesuaian struktur modal lebih cepat (Lockhart, 2013).

Penyesuaian akan target struktur modal tersebut dirumuskan ke dalam *speed of adjustment* perusahaan. Adapun rumus *speed of adjustment* adalah sebagai berikut:

$$(DER)_{it} - (DER)_{it-1} = b_0 + \lambda ( (DER)^*_{it} - (DER)_{it-1} ) + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

$(DER)_{it}$	= Leverage	$\lambda$	= <i>Speed of Adjustment</i>
$(DER)_{it-1}$	= Leverage tahun sebelumnya	$(DER)^*_{it}$	= Target Leverage
$b_0$	= konstanta	$\varepsilon$	= Standard Error

Persamaan 2 menunjukkan selisih *leverage* aktual dari satu tahun dibandingkan dengan *leverage* aktual tahun sebelumnya, memiliki konstanta sebesar  $\lambda$  terhadap selisih *leverage* target dari satu tahun dibandingkan dengan *leverage* aktual tahun sebelumnya. Konstanta  $\lambda$  disebut dengan *speed of adjustment* atau kecepatan penyesuaian struktur modal. Dengan pendekatan regresi linear, rasio *leverage* dapat dijabarkan sebagai berikut:

$$(DER)_{it} = \beta_0 + \beta_1(PROF)_{it} + \beta_2(TANG)_{it} + \beta_3(SIZE)_{it} + \beta_4(IML)_{it} + \beta_5(MTB)_{it} + \beta_6(INF)_{it} + \beta_7(IDX)_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

$\beta$	= konstanta	$IML$	= rasio <i>industry median leverage</i>
$DER$	= rasio <i>leverage</i>	$MTB$	= rasio <i>market-to-book</i>
$PROF$	= rasio profitabilitas	$INF$	= <i>rate inflasi umum</i>
$TANG$	= rasio tangibilitas	$IDX$	= <i>market stock return</i>
$SIZE$	= rasio ukuran perusahaan		

Adapun persamaan 3. belum menjawab pertanyaan cara untuk menghitung *speed of adjustment*, sehingga untuk menghitung *speed of adjustment* ( $\lambda$ ) menggunakan persamaan dari target *leverage* disubstitusikan ke dalam persamaan *speed of adjustment*:

$$(DER)^*_{it} = \beta_0 + \beta_1(PROF)_{it} + \beta_2(TANG)_{it} + \beta_3(SIZE)_{it} + \beta_4(IML)_{it} + \beta_5(MTB)_{it} + \beta_6(INF)_{it} + \beta_7(IDX)_{it} \dots \dots \dots (4)$$

dengan mendistribusikan Persamaan 4. ke Persamaan 2., akan ditemukan persamaan sebagai berikut:

$$(DER)_{it} = \beta_0 + \phi_1(PROF)_{it} + \phi_2(TANG)_{it} + \phi_3(SIZE)_{it} + \phi_4(IML)_{it} + \phi_5(MTB)_{it} + \phi_6(INF)_{it} + \phi_7(IDX)_{it} + (1 - \lambda) \cdot (DER)_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (5)$$

Di mana,

$(DER)^*$  = target *leverage*

$$\phi = \beta \cdot \lambda$$

Sehingga dari langkah-langkah substitusi dan distribusi seperti diatas, didapatkan nilai *speed of adjustment* dengan regresi linear DER bersama variabel-variabel independen yang tercatat dalam Persamaan 5.

## 2.4. Faktor yang Berpengaruh terhadap Komposisi Utang

Dalam menentukan komposisi utang yang dipilih oleh Manajer Perusahaan, ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan utang antara lain:

### 1. Kinerja Perusahaan

#### Profitabilitas

Kinerja perusahaan dapat dinilai menggunakan dari rasio profitabilitas, dimana rasio ini menjadi indikasi bagaimana kinerja perusahaan dalam menjalankan usahanya. Dalam penelitian ini, rasio profitabilitas yang digunakan adalah *EBITDA Margin*. EBITDA adalah singkatan dari *earnings before interest, tax, depreciation, and amortization*, yang berarti merupakan laba operasional dari perusahaan, atau laba setelah dikurangi dengan beban pokok penjualan dan beban usaha, atau laba sebelum dikurangi bunga, pajak, depresiasi, dan amortisasi (dan beban atau pendapatan lain-lain). Adapun rumus dari *EBITDA Margin* adalah sebagai berikut:

$$EBITDA\ Margin = \frac{Laba\ Operasional}{Omset} \dots\dots\dots(6)$$

Lain dari rasio profitabilitas seperti ROA dan ROE, penggunaan rasio *EBITDA Margin* menunjukkan keuntungan operasional dari perusahaan tanpa terpengaruh oleh komponen-komponen biaya-biaya dan pendapatan-pendapatan lain-lain. Oleh karena itu, penggunaan dari rasio profitabilitas *EBITDA Margin* lebih cocok digunakan dalam mengukur kinerja perusahaan properti, dan pengaruhnya terhadap kebijakan utang.

### 2. Karakteristik Perusahaan

#### Tangibilitas

Dalam penelitian ini, rasio tangibilitas yang digunakan adalah *Tangible Assets per Total Assets*. Rasio ini penting digunakan dalam penelitian terhadap perusahaan properti, karena karakteristik dari perusahaan properti dan real estat yang memiliki *tangible assets* yang banyak, antara lain tanah mentah (*landbank*). Adapun rumus dari Tangibilitas adalah sebagai berikut:

$$Tangibilitas = \frac{Tangible\ Assets}{Total\ Assets} \dots\dots\dots(7)$$

#### Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah untuk mengukur besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dilihat dari misal besarnya total aktiva atau jumlah penjualan. Dengan

melihat ukuran perusahaan, dapat diketahui seberapa besar perusahaan tersebut, dan seberapa besar aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan.

Pada perusahaan subsektor properti dan real estat, aset merupakan komponen yang menunjukkan besarnya suatu perusahaan. Dikarenakan perusahaan-perusahaan ini tentu memiliki *landbank*/ tanah mentah yang banyak yang kemudian akan dikembangkan dengan membangun bangunan di atasnya, maka ukuran suatu perusahaan subsektor properti dan real estat sangat dipengaruhi dengan total aset nya.

Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan diformulasikan kedalam rumus *log of assets*. Karena karakteristik dari perusahaan properti yang memiliki banyak aset, terutama aset tetap, maka formulasi dari *log of assets* adalah penting digunakan dalam penelitian ini. Berikut rumus yang akan digunakan yakni:

$$\text{Log of Assets} = \log(\text{Total Assets}) \dots \dots \dots (8)$$

**Kesempatan Bertumbuh**

Dengan besarnya kesempatan bertumbuh suatu perusahaan, maka adanya kesempatan bagi perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaannya di masa yang akan datang dari *book value* menuju *market value*. Tetapi perbedaan rasio *market to book* dari masing-masing entitas menunjukkan kesempatan yang dimiliki oleh setiap entitas untuk melakukan besarnya pertumbuhan tidak sama antar satu dengan yang lain.

Dalam penelitian ini, rasio *growth opportunities* diformulasikan kedalam rasio *market to book*. Rasio *market to book* lebih sesuai digunakan dalam industri *real estate* (Ma & Truong, 2015). *Market to book ratio* menunjukkan bagaimana apresiasi market/pasar terhadap perusahaan tersebut. Dengan adanya dinamika apresiasi dari pasar terhadap suatu perusahaan, akan menunjukkan adanya potensi maupun hambatan untuk pertumbuhan bagi suatu perusahaan. Rumus dari *market to book ratio* adalah sebagai berikut:

$$\text{Market to Book} = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Nilai Buku per lembar saham}} \dots \dots \dots (9)$$

dimana,

$$\text{Nilai Buku per lembar Saham} = \frac{\text{Ekuitas}}{\text{Jumlah saham beredar}} \dots \dots \dots (10)$$

**3. Kondisi Pasar**

**Rate Inflasi Umum**

Inflasi adalah kecenderungan naiknya harga barang dan jasa pada umumnya yang berlangsung secara terus menerus. Jika harga barang dan jasa di dalam negeri meningkat, maka inflasi mengalami kenaikan. Naiknya harga barang dan jasa tersebut menyebabkan turunnya nilai uang. Dengan demikian, inflasi dapat juga diartikan sebagai penurunan nilai uang terhadap nilai barang dan jasa secara umum. (Badan Pusat Statistik, 2021)

Penyebab inflasi secara umum disebabkan oleh kondisi dimana tingginya permintaan masyarakat terhadap barang sehingga terjadi inflasi (*Demand Pull Inflation*) dan kondisi dimana kenaikan biaya produksi menyebabkan naiknya harga barang sehingga terjadi inflasi

(*Cost Push Inflation*). *Mixed Inflation* yakni kondisi inflasi yang diakibatkan *Cost Push Inflation* dan *Demand Pull Inflation*.

Akibat dari inflasi adalah mata uang akan mengalami penurunan nilai dan daya beli pada mata uang tersebut akan menjadi lemah. Penurunan daya beli tersebut selanjutnya akan berdampak terhadap individu, dunia usaha, serta anggaran pendapatan dan belanja pemerintah. Dengan kata lain, inflasi yang tinggi akan berakibat pada menurunnya perekonomian secara keseluruhan.

Sebagai ilustrasi, bilamana terjadi inflasi, maka terjadi penurunan mata uang, dimana hal ini menimbulkan sensitivitas terhadap masyarakat pada keputusan pengambilan utang. Dikarenakan inflasi menyebabkan nilai mata uang menurun, maka perusahaan membutuhkan tambahan modal untuk membeli bahan baku atau barang dagangannya. Selain itu, dengan adanya inflasi, penurunan suku bunga menyebabkan pengambilan utang modal kerja menjadi menarik bagi perusahaan karena suku bunga yang diberikan kepada perusahaan akan menjadi lebih rendah. Oleh karena itu, keputusan utang dapat dipengaruhi dengan adanya inflasi secara umum.

### **Market Stock Return**

Dalam pasar modal Indeks Harga Saham Gabungan merupakan patokan untuk melihat bagaimana pasar modal bergerak. *Return* saham merupakan faktor pendorong utama bagi investor yang berinvestasi di pasar modal. *Return* saham juga merupakan imbalan atas keberanian investor yang telah menanggung risiko atas investasinya (Wicaksono, 2019; Tandililin, 2010; Samsul, 2006).

### **3. METODE PENELITIAN**

Penelitian ini dilakukan dengan tahapan sebagai berikut:

1. Mengumpulkan data yang berasal dari laporan keuangan berasal dari laporan keuangan perusahaan properti dan real estat yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2010 – 2019.
2. Menghitung profitabilitas, tangibilitas, ukuran perusahaan, *market-to-book value*, *median industry leverage*, *rate* inflasi secara umum, dan *market stock return*
3. Melakukan uji normalitas data
4. Melakukan uji multikolinearitas data
5. Melakukan regresi pada model persamaan yang dibentuk.
6. Melakukan uji normalitas terhadap residual
7. Melakukan uji heteroskedastisitas
8. Melakukan uji autokorelasi
9. Melakukan uji hipotesis
10. Menghitung *speed of adjustment* ( $\lambda$ )

### **Definisi Operasional Variabel**

#### **Variabel Dependen**

- Konsep : *Leverage* (DER)  
Definisi Operasional : Penggunaan Utang terhadap Modal yang dimiliki entitas.  
Indikator Empirik : *Leverage* (DER) diukur menggunakan Persamaan 1.

### Variabel Independen

Konsep	: Kinerja Perusahaan
Definisi Operasional	: Kinerja Perusahaan dapat ditinjau melalui indikator profitabilitas.
Indikator empirik	: Profitabilitas (PROF) diukur menggunakan Persamaan 6.
Konsep	: Karakteristik Perusahaan
Definisi Operasional	: Ciri ciri dan karakteristik yang melekat pada perusahaan diukur menjadi 3 kategori yakni tangibilitas, ukuran perusahaan, dan kesempatan bertumbuh
Indikator Empirik	: Tangibilitas (TANG) diukur menggunakan Persamaan 7. Ukuran Perusahaan (SIZE) diukur dengan Persamaan 8. Kesempatan Bertumbuh (MTB) diukur menggunakan Persamaan 9.
Konsep	: Kondisi Pasar
Definisi Operasional	: Perubahan kondisi pasar disebabkan <i>industry median leverage</i> (IML), <i>rate inflasi secara umum</i> (INF), dan <i>market stock return</i> (IDX)
Proxy	: <i>Rate inflasi secara umum</i> (INF) dan <i>market stock return</i> (IDX)
Indikator Empirik	: <i>Industry Median Leverage</i> diukur dengan menghitung median dari data-data <i>leverage</i> perusahaan-perusahaan.

## 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### 4.1. Gambaran Umum dan Penjelasan Deskriptif

Obyek penelitian ini adalah semua perusahaan yang bergerak di bidang properti dan real estat yang tercatat di BEI di tahun 2010 – 2019. Gambaran usaha yang dilakukan oleh perusahaan properti dan real estat beragam, meliputi usaha penjualan apartemen, penjualan perkantoran, penjualan ruko, penjualan perumahan, penjualan perhotelan, penjualan lahan industri, penjualan kavling, dan pendapatan dari usaha penyewaan. Didapatkan 25 entitas yang dijadikan sebagai sampel. Seluruh entitas yang diteliti telah melakukan pencatatan di Bursa Efek Indonesia sejak sebelum tahun 2010.

Data deskriptif menjelaskan tentang nilai rata-rata, maksimum, dan minimum dari variabel yakni *debt to equity ratio* (DER), profitabilitas (PROF), tangibilitas (TANG), ukuran perusahaan, *industry median leverage* (IML), *market to book value* (MTB), *rate inflasi secara umum* (INF), dan *market stock return* (IDX).

Tabel 1 menunjukkan hasil dari statistik deskriptif dalam penelitian ini. Tabel ini menunjukkan dari hasil observasi data penelitian pada 25 perusahaan properti dan real estat periode 2010 – 2019 menunjukkan rata-rata-rata, nilai maksimum, dan nilai minimum.



Tabel 1. Hasil analisis data deskriptif

Var	Unit	N	Mean	Maximum	Minimum
DER	x	250	0,7724	3,7010	0,0347
PROF	x	250	0,2206	0,6128	(3,8327)
TANG	x	250	0,9960	1,0000	0,8583
SIZE	x	250	3,5920	4,7541	1,8758
IML	x	250	0,6321	0,8332	0,5071
MTB	x	250	1,5203	11,8772	0,0493
INF	x	250	0,0465	0,0836	0,0259
IDX	x	250	0,1059	0,4613	(0,1213)

Rata-rata nilai *Debt to Equity* (DER) perusahaan subsektor properti dan real estat di Indonesia memiliki adalah sebesar 0,77x. Adapun terdapat perusahaan yang memiliki rasio utang hingga 3,70x dari total modal yang dimilikinya yang relatif tinggi. Disamping itu, terdapat pula perusahaan pada satu posisi keuangan memiliki rasio utang hanya sebesar 0,03x dari total modal yang dimilikinya, sehingga menunjukkan perusahaan tersebut sangat tidak bergantung pada utang.

Nilai Profitabilitas (PROF) perusahaan subsektor properti dan real estat di Indonesia memiliki rata-rata nilai sebesar 0,22x. Ditemukan bahwa terdapat perusahaan yang memiliki rasio profitabilitas yakni perbandingan *EBITDA margin* terhadap total pendapatan usaha perseroan adalah 61,28%. Disamping itu, terdapat pula perusahaan pada satu posisi keuangan memiliki rasio profitabilitas yang negatif 3,83x.

Rasio aset berwujud terhadap total aset perusahaan subsektor properti dan real estat di Indonesia memiliki rata-rata nilai sebesar 0,99x. Hal ini menunjukkan ada porsi yang signifikan terhadap aset berwujud yang dimiliki oleh perusahaan subsektor properti dan real estat pada total aset yang dimilikinya. Sebagian besar perusahaan membukukan aset berwujud sebesar total aset yang dimiliki, sehingga nilai maksimum rasio *tangibility* adalah 1,00x. Adapun terdapat beberapa perusahaan yang membukukan aset tidak berwujud, sehingga memiliki nilai tangibilitas sebesar 0,85x.

Ukuran perusahaan dihitung menggunakan logaritma dari aset yang dimiliki. Pada perusahaan subsektor properti dan real estat di Indonesia, nilai rata-rata ukuran perusahaan adalah sebesar 3,59x. Terdapat perusahaan yang memiliki nilai ukuran perusahaan yang lebih besar hingga mencapai nilai 4,75x. Adapun terdapat juga perusahaan yang relatif lebih kecil yang memiliki nilai ukuran perusahaan sebesar 1,87x.

Dari data yang ada, nilai *industry median leverage* dari subsektor properti dan real estat di Indonesia selama tahun 2010 s.d. 2019 adalah sebesar 0,63x. Adapun maksimal nilai yang dibukukan oleh subsektor properti dan real estat sebesar 0,83x dengan nilai minimal sebesar 0,50x. Adapun nilai IML tidak pernah melebihi 1,00x menunjukkan secara garis besar, subsektor properti dan real estat tidak banyak bergantung pada sumber pendanaan dari utang.

Rata-rata nilai *Market to Book* (MTB) perusahaan subsektor properti dan real estat di Indonesia memiliki rata-rata nilai sebesar 1,52x. Adapun terdapat perusahaan yang memiliki

rasio MTB hingga 11,87x, yakni relatif tinggi. Akan tetapi, terdapat pula perusahaan pada satu posisi keuangan memiliki rasio MTB hanya sebesar 0,04x.

Dari tahun 2010 s.d. 2019, *rate* inflasi di Indonesia berkisar di angka 0,02x (2,59%) hingga 0,08x (8,36%). Secara rata-rata, *rate* inflasi di Indonesia secara umum adalah sebesar 0,04x (4,65%).

Dari tahun 2010 s.d. 2019, tingkat pengembalian dari pasar modal berkisar dari -0,12x (-12,13%) s.d. 0,46x (46,13%). Adapun secara rata-rata tingkat pengembalian dari pasar modal berkisar 0,10x (10,59%)

## 4.2. Analisis Data

### Uji Normalitas Variabel

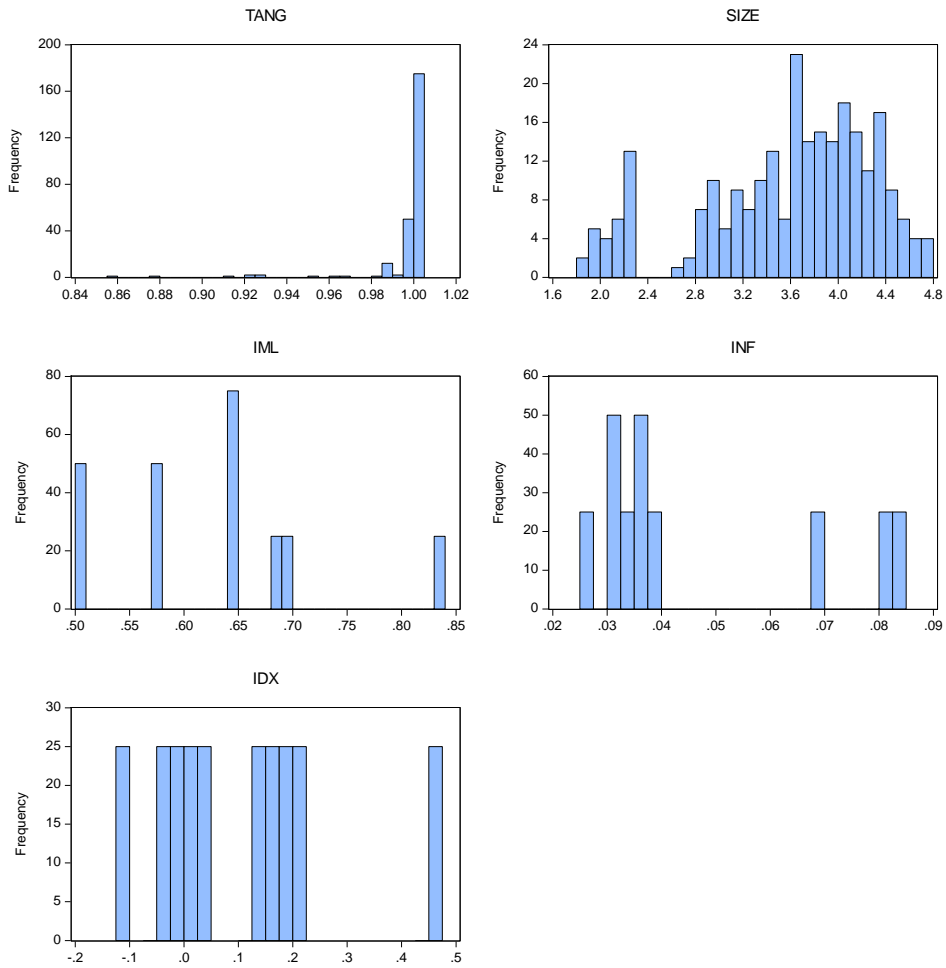
Dilakukan uji normalitas pada variabel-variabel yang ada. Dari hasil uji normalitas, didapatkan bahwa *p-value* pada variabel yang ada bernilai  $< 5\%$  sehingga tidak lolos uji normalitas. Maka, dilakukan transformasi data agar didapatkan data yang berdistribusi normal. Sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 2, variabel DER, PROF, dan MTB berhasil ditransformasi dimana data menjadi terdistribusi normal dimana *p-value* menjadi sebesar  $> 5\%$ , sedangkan variabel TANG, SIZE, IML, INF, dan IDX walaupun telah ditransformasi, tidak lolos uji normalitas (*p-value*  $< 5\%$ ) karena data bersifat *uniform* (lihat Gambar 1). Transformasi yang dilakukan adalah transformasi akar kuadrat pada variabel DER (*square root*), transformasi eksponensial dengan basis 10 pada variabel PROF ( $10^x$ ), dan transformasi logaritma dengan basis 10 pada variabel MTB ( $\log X$ ).

Tabel 2. Hasil uji normalitas

Variabel	<i>P-value</i> sebelum ditransformasi	<i>P-value</i> setelah ditransformasi	Uji Normalitas
DER	0,000	0,730	Terdistribusi normal
PROF	0,000	0,915	Terdistribusi normal
TANG	0,000	0,000	Tidak terdistribusi normal
SIZE	0,000	0,000	Tidak terdistribusi normal
IML	0,001	0,001	Tidak terdistribusi normal
MTB	0,000	0,515	Terdistribusi normal
INF	0,000	0,000	Tidak terdistribusi normal
IDX	0,000	0,000	Tidak terdistribusi normal

### Uji Multikolinearitas Variabel Regresor

Dilakukan Uji Multikolinearitas pada variabel-variabel regresor yang ada. Variabel-variabel regresor yang ada terdiri dari PROF, TANG, SIZE, IML, MTB, INF, IDX, dan DER<sub>(t-1)</sub>. Dari hasil uji multikolinearitas, didapatkan bahwa nilai VIF masing-masing variabel dibawah 10, sehingga tidak terjadi masalah multikolinearitas (lihat Tabel 3).



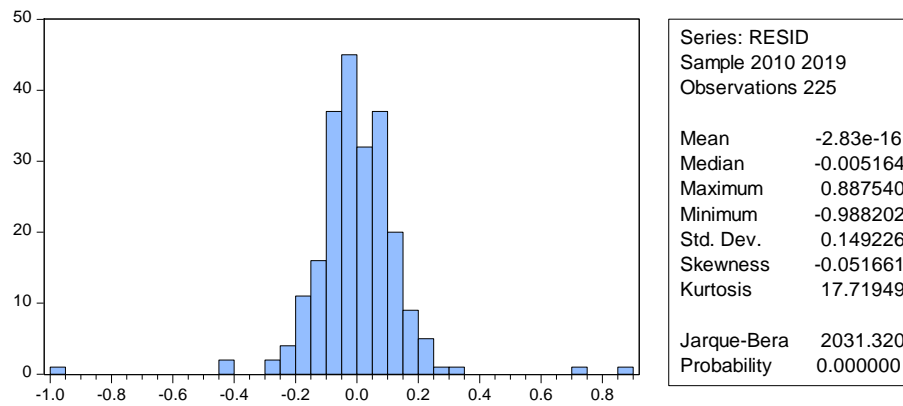
Gambar 1. Grafik distribusi variabel TANG, SIZE, IML, INF, IDX

Tabel 3. Hasil uji multikolinearitas

Regresor	Centered VIF	Uji Multikolinearitas
PROF	1,149	Lolos Uji Multikolinearitas
TANG	1,137	Lolos Uji Multikolinearitas
SIZE	2,213	Lolos Uji Multikolinearitas
IML	2,600	Lolos Uji Multikolinearitas
MTB	1,687	Lolos Uji Multikolinearitas
INF	1,637	Lolos Uji Multikolinearitas
IDX	1,088	Lolos Uji Multikolinearitas
DER <sub>(t-1)</sub>	1,061	Lolos Uji Multikolinearitas

**Uji Normalitas Residual**

Setelah dilakukan regresi pada persamaan diatas, maka dilakukan pengujian atas residual yang ada. Pengujian pertama yang dilakukan merupakan uji normalitas atas residual. Dari *p-value* yang dihasilkan, didapatkan nilai sebesar  $0\% < 5\%$ , sehingga residual tidak berdistribusi normal (lihat Gambar 2).



Gambar 2. Grafik residual data

### Uji Heteroskedastisitas Residual

Pada pengujian residual heteroskedastisitas, pada Tabel 4 ditunjukkan bahwa terdapat masalah pada uji *cross section* dan *period test*, yakni nilai probabilitas yang bernilai 0,00 (dibawah 0,05). Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada data panel yang ada, terdapat ketidak samaan varian dari eror untuk semua pengamatan setiap variabel bebas pada model regresi.

Tabel 4. Tabel hasil uji heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas	Probability
<b>Panel Cross Section</b>	0,00000
<b>Panel Period</b>	0,00000

Adapun dalam pengujian regresi data panel, umum terjadinya masalah pada data *cross-sectional* yakni masalah heteroskedastisitas. Walaupun terjadinya masalah heteroskedastisitas, penggunaan data panel tetap menguntungkan untuk digunakan karena dapat membantu mempelajari model yang lebih kompleks. (Gujarati & Porter, 2009)

### Uji Autokorelasi Residual

Setelah dilakukan regresi pada data yang ada, hasil olahan data Durbin-Watson menghasilkan nilai sebesar  $D_W = 1,9929$ . Dengan jumlah data sebanyak 250 data, variabel bebas sebanyak 7 variabel, didapatkan  $D_L = 1,785$  dan  $D_U = 1,801$ . Adapun nilai  $4 - D_W < D_U$  sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi pada data yang ada.

### Uji Hipotesis

Tabel 5. menunjukkan hasil keluaran estimasi regresi data panel *leverage* menggunakan Eviews 10. Dari hasil regresi, didapatkan bahwa variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *market-to-book* berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Sedangkan tangibilitas, *industry median leverage*, *rate* inflasi secara umum, *market stock return*, dan *leverage* tahun sebelumnya tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Variabel yang berpengaruh negatif terhadap *leverage* adalah profitabilitas, tangibilitas, sedangkan variabel-variabel independen lainnya berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Tabel 5. Tabel keluaran estimasi regresi data panel

Variabel Independen	Coefficient	Probability	Uji Hipotesis
<b>PROF</b>	$\phi_1 = -0,0426$	0,0052	< 0,05 Signifikan
<b>TANG</b>	$\phi_2 = -0,5099$	0,3959	> 0,05 Tidak Signifikan
<b>SIZE</b>	$\phi_3 = 0,0538$	0,0035	< 0,05 Signifikan
<b>IML</b>	$\phi_4 = 0,2153$	0,2728	> 0,05 Tidak Signifikan
<b>MTB</b>	$\phi_5 = 0,1069$	0,0007	< 0,05 Signifikan
<b>INF</b>	$\phi_6 = 0,0667$	0,9125	> 0,05 Tidak Signifikan
<b>IDX</b>	$\phi_7 = 0,0330$	0,7317	> 0,05 Tidak Signifikan
<b>DER<sub>(it-1)</sub></b>	$(1 - \lambda) = 0,4657$	0,4665	> 0,05 Tidak Signifikan

Persamaan regresi yang digunakan untuk menghasilkan keluaran estimasi pada Tabel 5 didapatkan dari Persamaan 11 yaitu:

$$(DER)_{it} = 0,4546 - 0,0426 \cdot (PROF)_{it} - 0,5099 \cdot (TANG)_{it} + 0,0538 \cdot (SIZE)_{it} + 0,2153 \cdot (IML)_{it} + 0,1069 \cdot (MTB)_{it} + 0,0667 \cdot (INF)_{it} - 0,0330 \cdot (IDX)_{it} + 0,4657 \cdot (DER)_{it-1} \dots \dots \dots (11)$$

Selain itu, dari olahan data, didapatkan nilai *R-squared* sebesar 0,7429 > 0,60 menunjukkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian ini memenuhi *goodness of fit*.

### 4.3. Pembahasan

#### Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap *Leverage*

Hasil uji menampilkan pengaruh profitabilitas secara signifikan terhadap *leverage*. Hal ini seiring dengan penelitian yang sebelumnya menyatakan profitabilitas perusahaan berpengaruh signifikan terhadap utang (Frank & Goyal, 2009).

Hasil dari penelitian ini menunjukkan koefisien profitabilitas terhadap *leverage* adalah negatif. Dari tabel deskriptif (Tabel 1), didapatkan informasi rata-rata rasio profitabilitas adalah sebesar 0,22x. Hal ini menjelaskan bahwa semakin besar laba yang dibukukan suatu perusahaan, maka kewajiban utang perusahaan semakin mudah untuk dipenuhi. Tetapi bila kewajiban utang meningkat, maka laba yang dibukukan perusahaan akan mengecil. Hal ini beriringan dengan penelitian terdahulu bahwa berdasarkan *pecking order theory*, koefisien profitabilitas adalah negatif (Tongkong, 2012). Terjadinya fenomena hubungan profitabilitas dengan *leverage* yang berbanding terbalik dapat diindikasikan dengan tingkat utang yang tinggi, maka kewajiban keuangan entitas akan semakin tinggi, sehingga berpengaruh pada tingkat profitabilitas menurun.

#### Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap *Leverage*

Dalam penelitian terdahulu, tangibilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *leverage* (Frank & Goyal, 2009). Akan tetapi dalam penelitian ini dari hasil kelolaan data, pengaruh tangibilitas dan *leverage* tidak signifikan. Pengaruh tangibilitas dan *leverage* tidak signifikan. Nilai tangibilitas perusahaan mayoritas bernilai 1,00x, dimana mayoritas perusahaan membukukan 100% total asset mereka dari asset berwujud. Adapun dengan kondisi data tangibilitas yang seragam / *uniform* mengakibatkan tidak ada pengaruh signifikansi tangibilitas terhadap nilai *leverage*. Walaupun suatu perusahaan memiliki nilai *leverage* yang beragam, karakteristik perusahaan subsektor properti dan real estat yang tercatat di Bursa Efek Indonesia memiliki nilai tangibilitas sebesar 1,00x.

Didukung oleh teori *trade-off*, terdapat dugaan bahwa bila semakin besar suatu perusahaan, maka kecenderungan perusahaan untuk merubah struktur modalnya menjadi lebih mudah, sehingga pengaruh ukuran perusahaan terhadap *leverage* adalah signifikan (Frank & Goyal, 2009). Hasil ini penelitian ini kemudian mendukung hasil pengolahan data pada penelitian ini dimana ditemukan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara ukuran perusahaan terhadap *leverage*.

Dari hasil regresi, didapatkan informasi bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan positif terhadap *leverage*. Hal ini beriringan dengan penelitian terdahulu yang menyampaikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin mudah untuk perusahaan mendapatkan akses pembiayaan, sehingga nilai DER nya meningkat (Frank & Goyal, 2009; Tongkong, 2012). Diverifikasi dengan tabel deskriptif bahwa rata-rata nilai variabel ukuran perusahaan adalah 3,59x. maka semakin besar suatu perusahaan mengakibatkan semakin besar rasio DER dari perusahaan tersebut.

Pada penelitian ini, ditunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara MTB dengan DER. Hal ini seiring dengan penelitian dari Frank dan Goyal (2009) dimana dari sisi *Pecking Order Theory*, dipandang bahwa perusahaan bertumbuh yang melakukan lebih banyak kegiatan investasi akan mengakumulasi utang lebih banyak beriringan dengan waktu, sehingga terdapat pengaruh signifikan antara MTB dengan DER.

Penelitian ini juga menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang berbanding searah antara *market to book value* terhadap *leverage*. Hal ini beriringan dengan penelitian terdahulu yang menyampaikan bahwa pengaruh MTB terhadap *leverage* adalah positif (Tongkong, 2012). Sehingga ketika perusahaan memiliki nilai MTB yang naik, dimana terdapat kesempatan untuk bertumbuh, maka manajer keuangan akan melakukan peningkatan nilai utang untuk meningkatkan pertumbuhan dari perusahaan yang dikelolanya sehingga hubungan antara MTB dengan DER adalah positif. Melihat dari tabel deskriptif Tabel 1, didapatkan informasi bahwa rata-rata MTB adalah sebesar 1,52x. Hal ini memverifikasi bahwa kesempatan bertumbuh adalah seiring dengan peningkatan nilai utang.

### **Pengaruh Kondisi Pasar terhadap *Leverage***

Penelitian ini menggunakan variabel *industry median leverage*, *rate inflasi* secara umum, dan *market stock return* untuk mengidentifikasi kondisi pasar dan pengaruhnya terhadap *leverage*. Dari hasil uji regresi, ketiga variabel diatas tidak memiliki pengaruh yang signifikan.

Data kondisi pasar berupa nilai indeks yang sama pada *cross-section* panel data, tetapi memiliki nilai yang berbeda setiap tahunnya. Dengan kondisi data yang *uniform*, nilai DER perusahaan subsektor properti dan real estat dapat mengalami perubahan, sementara nilai variabel data kondisi pasarnya sama. Sehingga, hasil uji pengaruh kondisi pasar terhadap *leverage* tidak signifikan.

### ***Speed of Adjustment***

Pada penelitian ini, ditemukan bahwa besarnya nilai *speed of adjustment* pada perusahaan subsektor properti dan real estat yang tercatat di BEI periode 2010 s.d. 2019 adalah sebesar 53,43%. Hal ini terlihat dari koefisien  $DER_{(it-1)} = (1 - \lambda) = 0,4657$ . Maka besarnya  $\lambda$  adalah 53,43%. *Speed of adjustment* sebesar 53,43% relatif sama dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Tongkong (2012) pada perusahaan tercatat subsektor properti dan real

estat yang tercatat di *Stock Exchange of Thailand* periode 2002 s.d. 2009 yaitu 63%. Walaupun terdapat perbedaan periode waktu dan perbedaan jenis properti entitas-entitas yang berada di bursa efek saham Indonesia dan Thailand, tetapi mempertimbangkan karakteristik Indonesia dan Thailand yang sama-sama merupakan negara berkembang, maka *speed of adjustment* dari hasil kedua penelitian dapat diterima yakni diatas 50%.

## 5. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, maka simpulan dan saran yang dapat dikemukakan adalah:

1. Profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *market to book value* berpengaruh signifikan terhadap *leverage* pada perusahaan subsektor properti dan real estat yang tercatat di BEI periode 2010 s.d. 2019. Adapun tangibilitas, *industry-median-leverage*, rate inflasi secara umum, dan *market stock return* tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage* pada perusahaan subsektor properti dan real estat yang tercatat di BEI periode 2010 s.d. 2019.
2. *Speed of adjustment* pada perusahaan subsektor properti dan real estat yang tercatat di BEI periode 2010 s.d. 2019 adalah sebesar 53,43%
3. Data yang ada pada penelitian ini tidak seluruhnya lolos uji normalitas. Hal ini dikarenakan pada data yang ada pada beberapa variabel memiliki karakteristik tersebar *uniform*.
4. Regresi yang dilakukan dalam penelitian ini terbatas hanya menggunakan regresi linear.
5. Bagi para pemilik dan direktur keuangan perusahaan properti dan real estat agar lebih cepat dalam menyesuaikan struktur modal bagi perusahaan yang dikelolanya.
6. Penelitian berikutnya dapat melakukan penyempurnaan pada model agar lolos uji normalitas dan mempertimbangkan uji heteroskedastisitas.

## DAFTAR REFERENSI

- Ai, H., Frank, M. Z., & Sanati, A. (2020). The Trade-off Theory of Corporate Capital Structure. *Oxford Research Encyclopedia of Economic and Finance*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3595492>
- Badan Pusat Statistik. (2021). *Hasil Sensus Penduduk 2020*. <https://www.bps.go.id/pressrelease/2021/01/21/1854/hasil-sensus-penduduk-2020.html>
- Badan Pusat Statistik. (2021). *Inflasi*. <https://www.bps.go.id/subject/3/inflasi.html#subjekViewTab1>
- Bhabra, H. S., Liu, T., & Tirtiroglu, D. (2008). Capital Structure Choice in A Nascent Market: Evidence from Listed Firms in China. *Journal of Financial Management*, 37(2), 341 - 364. <https://www.jstor.org/stable/20486656>
- Bursa Efek Indonesia. (2019). *IDX Annual Statistics 2018*. <https://www.idx.co.id/media/4865/idx-annual-statistics-2018.pdf>
- Bursa Efek Indonesia. (2020). *Listed Companies by Entry Point 2020*. [https://www.idx.co.id/media/8127/09\\_listed-companies-by-entry-point-2020-en.pdf](https://www.idx.co.id/media/8127/09_listed-companies-by-entry-point-2020-en.pdf)
- Bursa Efek Indonesia. (2020). *IDX Annual Statistics 2019*. [https://www.idx.co.id/media/8473/idx\\_annually-statistic\\_2019.pdf](https://www.idx.co.id/media/8473/idx_annually-statistic_2019.pdf)

- Bursa Efek Indonesia. (2021). *IDX Annual Statistics 2020*.  
[https://www.idx.co.id/media/9628/idx\\_annually-statistic\\_2020.pdf](https://www.idx.co.id/media/9628/idx_annually-statistic_2020.pdf)
- Byoun, S. (2008). How and When do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets? *The Journal of Finance*, 63, 3069-3096. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01421.x>
- Chen, J. (2020). *On the Theoretical Foundation of Corporate Finance*.  
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3681470>
- Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2012). Assymetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models. *Journal of Empirical Finance*, 19(4), 465-482. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2012.04.004>
- Fischer, E., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *Journal Finance* 44, 19-40.
- Frank, M. Z., Goyal, V. K., & Shen, T. (2020). The Pecking Order Theory of Capital Structure: Where Do We Stand? *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*.  
<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3540610>
- Frank, Z. M., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1-37.  
<https://www.jstor.org/stable/20486683>
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance* (14th ed.). Pearson, Edinburgh.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw Hill/Irwin, New York.
- Heriyanto, T. (2020). *Pengaruh Faktor Internal dan Faktor Eksternal terhadap Profitabilitas Bank di Indonesia*. [Undergraduate Thesis]. Universitas Kristen Petra
- Lockhart, G. B. (2013). Credit Lines and Leverage Adjustments. *Journal of Corporate Finance*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1333946>
- Ma, S., & Truong, P. (2015). *A Multivariate Regression of Omxs Stocks to Determine What Financial Ratios Influence Stock Growth In Different Sectors Most*. [Degree Project]. KTH Royal Institute of Technology SCI School of Engineering Sciences
- Myers, C. S., & Majluf, S. N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Erlangga.
- Santoso, H., & Yuwono, F. (2008). *Analisa Aset dan Penjualan terhadap Leverage dan Speed of Adjustment pada Perusahaan Properti yang Listing di BEI (periode 2002-2005)*. [Undergraduate Thesis]. Universitas Kristen Petra.
- Suryajaya, K. (2018). *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Likuiditas dan Struktur Aset terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur*. [Undergraduate Thesis]. Universitas Kristen Petra.



- Tandarto, T., Basana, S. R., Anastasia, N., & Linawati, N. (2019). *Determinan Struktur Modal pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di BEI pada Tahun 2013-2018*. [Undergraduate Thesis]. Universitas Kristen Petra.
- Tandelilin, E. (2010). *Portfolio dan Investasi*. Kanisius
- Titius, C. (2020). *Analisis Pengaruh Kriteria Pemilihan Saham Benjamin Graham terhadap Return Saham Perusahaan Non Keuangan di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2019*. [Undergraduate Thesis]. Universitas Kristen Petra.
- Tongkong, S. (2012). Key Factors Influencing Capital Structure Decision and its Speed of Adjustment of Thai Listed Real Estate Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, 716 – 720. <https://doi:10.1016/j.sbspro.2012.03.254>
- Welch, I. (2004). Capital Structure and Stock Returns. *Journal of Political Economy*, 112(1), 106–131. <https://doi.org/10.1086/379933>
- Wicaksono, C. F. (2019). *Hubungan IHSG, Suku Bunga, Nilai Tukar (Kurs), dan Return Saham Properti terhadap Return Saham Perbankan di Bursa Efek Indonesia*. [Undergraduate Thesis]. Universitas Kristen Petra.