

## **Profitabilitas Dan Nilai Pasar Sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Pendanaan Pada Perusahaan *Retail* di Indonesia (Pengujian Kasus Pendanaan Ganda)**

Teguh Parmono Hadi, Endang Lestariningsih, Toto Suharmanto  
Pogram Studi Manajemen, dan Pogram Studi Teknik Informatika Universitas  
Stikubank Semarang, Indonesia

[teguh.parmono.hadi@edu.unisbank.ac.id](mailto:teguh.parmono.hadi@edu.unisbank.ac.id), [endanglestariningsih@edu.unisbank.ac.id](mailto:endanglestariningsih@edu.unisbank.ac.id),  
[totosuharmanto@edu.unisbank.ac.id](mailto:totosuharmanto@edu.unisbank.ac.id)

### **Abstrak**

Kami menguji apakah kinerja pasar dan operasi mempengaruhi perilaku pendanaan perusahaan karena mereka terkait dengan target leverage. Fokus kami pada perusahaan yang menerbitkan baik utang maupun ekuitas meningkatkan kemampuan kami untuk menarik kesimpulan. Metode penelitian ini menggunakan regresi linier berganda dengan menggunakan aplikasi smart pls. Konsisten dengan Market Timing Theory, **Ada pengaruh** negatif antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Equity* (*D.MS*). Ini disebabkan ketika nilai pasar tinggi, perusahaan tidak bisa mengoptimalkan struktur modalnya, karena investor justru melakukan aksi jual. Pengaruh negatif ini didukung oleh adanya **pengaruh** positif antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan Pendanaan Ganda (*D.TH + D. MS*). Sehingga dalam kondisi nilai pasar yang tinggi justru perusahaan memutuskan untuk melakukan pendanaan ganda. Hal ini sesuai dengan model trade-off dinamis yang dikemukakan oleh Fischer dkk. (1989) dan Leland (1994). Emiten ganda mengimbangi penyimpangan dari target yang dihasilkan dari akumulasi laba dan rugi. Hasil kami juga menyiratkan bahwa konsisten dengan market timing, return saham yang tinggi meningkatkan kemungkinan penerbitan ekuitas tetapi tidak berpengaruh pada target leverage.

**Kata kunci:** Struktur modal; Leverage; *Equity*; *ROA*; Timing; Pendanaan Ganda

### **1. Pendahuluan.**

Teori trade-off dari pembiayaan perusahaan dibangun di sekitar konsep struktur modal target yang menyeimbangkan berbagai biaya dan manfaat dari utang dan ekuitas. Ini termasuk manfaat pajak dari utang dan biaya kesulitan keuangan (Modigliani dan Miller, 1963), berbagai biaya agensi dari utang dan pembiayaan ekuitas (misalnya, Jensen dan Meckling, 1976; Myers, 1977; Stulz, 1990; Hart dan Moore, 1995), dan biaya dan manfaat pensinyalan dengan struktur modal (Ross, 1977).

Sebaliknya, dalam model pecking order dari Myers dan Majluf (1984), manajer tidak berusaha untuk mempertahankan struktur modal tertentu. Sebaliknya, pilihan pembiayaan perusahaan didorong oleh biaya seleksi yang merugikan yang timbul sebagai akibat dari asimetri informasi antara manajer yang memiliki informasi lebih baik dan investor yang kurang informasi. Karena biaya ini terjadi hanya ketika perusahaan menerbitkan sekuritas dan lebih rendah untuk

hutang dari pada ekuitas, perusahaan lebih memilih pendanaan internal dan lebih memilih hutang dari pada ekuitas ketika dana eksternal harus dikumpulkan.

Studi ini merupakan kontribusi untuk perdebatan yang sedang berlangsung tentang apakah efek mendalam dari kinerja operasi dan pasar pada keputusan pembiayaan perusahaan disebabkan oleh trade-off atau perilaku pembiayaan pecking order. Karya terbaru di bidang ini dimulai dengan Shyam-Sunder dan Myers (1999), yang berpendapat bahwa hubungan negatif antara profitabilitas dan leverage konsisten dengan pecking order tetapi tidak dengan model trade-off.

Fama dan French (2002) setuju bahwa efek negatif dari profitabilitas pada leverage konsisten dengan model pecking order, tetapi mereka juga menemukan respons yang mengimbangi leverage terhadap perubahan pendapatan, menyiratkan bahwa efek profitabilitas sebagian disebabkan oleh perubahan sementara dalam leverage atau dengan kata lain perubahan target.

Fischer dkk. (1989) dan Leland (1994) menyajikan model trade-off dinamis di mana perusahaan membiarkan leverage mereka berfluktuasi dari waktu ke waktu yang mencerminkan akumulasi pendapatan dan kerugian dan tidak menyesuakannya ke target selama biaya penyesuaian melebihi nilai yang hilang karena struktur modal suboptimal. Perilaku seperti itu dapat menyebabkan hubungan negatif antara profitabilitas dan leverage dalam sampel dengan penyesuaian struktur modal yang relatif jarang. Ini menyiratkan bahwa tes hubungan semacam itu tidak memiliki kekuatan untuk menolak versi dinamis dari hipotesis trade-off yang mendukung model pecking order.

### **1.1. Trade-off theory.**

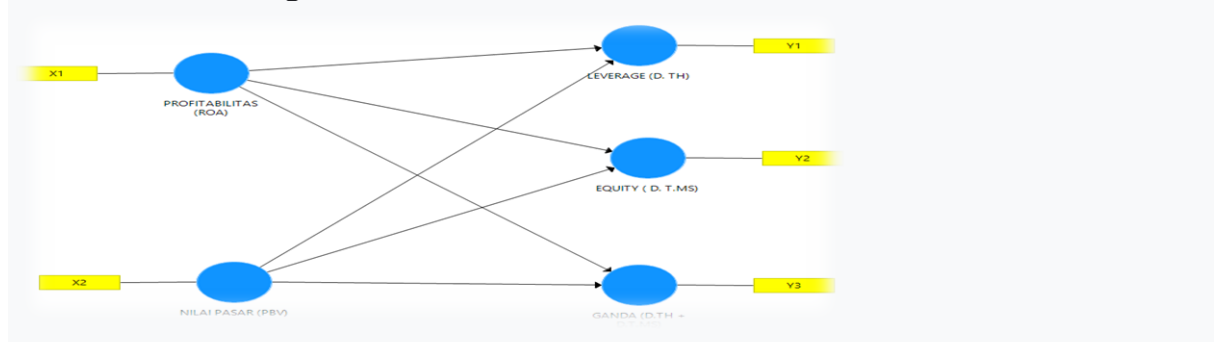
Merupakan pengembangan dari teori Modigliani-Miller (Brealey dan Myers, 1991). Berdasar trade-off theory, perusahaan mendasarkan keputusan pendanaan pada suatu struktur modal yang optimal. Struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat menggunakan utang dengan biaya menggunakan utang.

### **1.2. Pecking order theory.**

Dalam teori ini terdapat urutan prioritas berkaitan dengan aktivitas pendanaan perusahaan. Hipotesis pecking order menggambarkan sebuah hirarki dalam pencarian dana perusahaan dimana perusahaan lebih memilih dana internal terlebih dahulu untuk membayar dividen dan investasi kemudian mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan jika memungkinkan. Jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan lebih menyukai utang dibanding sumber dana eksternal lain (Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984).

### **1.3. Market Timing Theory**

Struktur modal adalah hasil kumulatif dari usaha melakukan equity market timing di masa lalu (Baker dan Wurgler, 2002). Equity market timing theory menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan akan menerbitkan equity pada saat market value tinggi dan akan membeli kembali equity pada saat market value rendah. Tujuan dari melakukan equity market timing adalah untuk memanfaatkan fluktuasi sementara yang terjadi pada biaya ekuitas terhadap biaya komponen modal lainnya.

**Gambar 1.1. Kerangka Berfikir**

## 2. Metode.

### 2.1. Objek Penelitian.

Objek dari penelitian atau apa yang menjadi titik perhatian suatu penelitian dalam penelitian ini adalah penggunaan laporan keuangan perusahaan *Retail* go-publik di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 - 2019.

### 2.2. Subjek Penelitian.

Populasi adalah keseluruhan subjek penelitian (Arikunto, 2002: 108). Dalam penelitian ini seluruh anggota populasi menjadi subjek yang akan diteliti. Adapun populasi yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan ritel go-public di Bursa Efek Indonesia periode 2015 sampai periode 2019.

Sampel bertujuan dilakukan dengan cara mengambil subjek bukan didasarkan atas strata, random atau daerah tetapi didasarkan atas adanya tujuan tertentu (Arikunto, 2002: 117). Kriteria tersebut adalah:

1. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan selama 5 tahun yaitu tahun 2015, 2016, 2017, 2018, dan tahun 2019.
2. Laporan keuangan harus mempunyai data lima variabel yang dibutuhkan dalam penelitian ini.
3. Perusahaan harus sudah listing pada awal periode pengamatan dan tidak delisting sampai akhir periode pengamatan.

Perusahaan yang bergerak pada industri ritel go-public di Bursa Efek Indonesia periode 2015 sampai periode 2019 hingga saat ini berjumlah 26 perusahaan, namun menurut hasil klasifikasi tersebut ternyata hanya ada 12 perusahaan yang memenuhi kriteria.

### 2.3. Metode Pengumpulan Data.

#### 2.3.1. Metode Dokumentasi.

Metode dokumentasi dalam penelitian ini adalah mengambil data laporan keuangan perusahaan ritel go-public di Bursa Efek Indonesia dari internet dan Indonesian Capital Market Directory.

#### 2.3.2. Metode Studi Pustaka.

### 2.4. Metode Analisis Data.

Metode analisis data digunakan untuk menganalisis data hasil penelitian agar dapat diinterpretasikan sehingga laporan yang dihasilkan

mudah dipahami. Metode analisis dalam penelitian ini menggunakan program Smart PLS 3,2 versi student.

#### 2.4.1. Analisis Rasio Finansial.

Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan menggunakan program Smart PLS 3,2. Analisis ini digunakan untuk menganalisis pengaruh atau beberapa variabel independen terhadap suatu variabel dependen.

Rasio Finansial sebagai berikut:

$$X1 = \text{Profitabilitas/ Return on Assets (ROA)} =$$

$$\frac{\text{Earning After Tax}}{\text{AssetsTotal}}$$

$$X2 = \text{Nilai Pasar/Price to Book Value (PBV)} =$$

$$\frac{\text{Harga Pasar per lembar Saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

$$Y1 = \text{Leverage/ Pertumbuhan Hutang } (\Delta \text{ Total Hutang}) =$$

$$\frac{\text{Total Hutang}_t - \text{Total Hutang}_{t-1}}{\text{Total Hutang}_{t-1}}$$

$$\text{Total Hutang}_{t-1}$$

$$Y2 = \text{Equity/ Pertumbuhan Modal Sendiri } (\Delta \text{ Total Equity}) =$$

$$\frac{\text{Total Equity}_t - \text{Total Equity}_{t-1}}{\text{Total Equity}_{t-1}}$$

$$\text{Total Equity}_{t-1}$$

$$Y3 = \text{Pendanaan Ganda/Danda} = \Delta \text{ Total Hutang} + \Delta \text{ Total Equity}$$

#### 2.4.2. Analisis Regresi berganda.

Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan menggunakan program Smart PLS 3,2. Analisis ini digunakan untuk menganalisis pengaruh atau beberapa variabel independen terhadap suatu variabel dependen. Berdasarkan mekanisme hubungan antar variabel maka formulasi matematis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

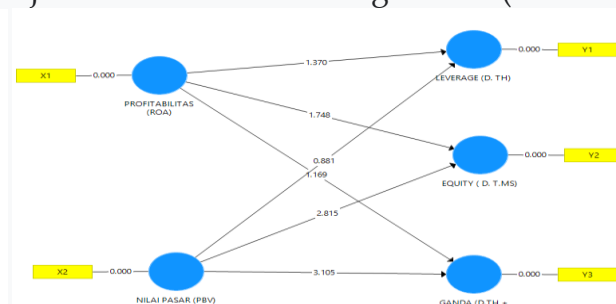
$$Y1 = \beta_1 (\text{ROA}) + \beta_2 (\text{PBV}) \dots\dots\dots (1)$$

$$Y2 = \beta_1 (\text{ROA}) + \beta_2 (\text{PBV}) \dots\dots\dots (2)$$

$$Y3 = \beta_1 (\text{ROA}) + \beta_2 (\text{PBV}) \dots\dots\dots (3)$$

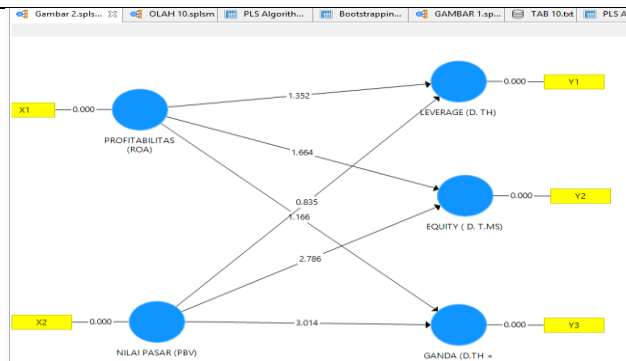
### 3. Hasil dan Pembahasan.

#### 3.1. Uji Kecocokan Model Pengukuran (Outer Model)



Gambar 3.1 : Skema Outer Model (Pengujian Algorithm Pls)

#### 3.2. Uji Kecocokan Model Struktural (Inner Model).



Gambar 3.2. : Skema Inner Model (Pengujian Bootstrapping)

Dari gambar 3.2 terlihat bahwa :

1. Pengaruh antara Profitabilitas (ROA) dengan Leverage (D.TH) sebesar 1,352 lebih kecil dari pada 1,96 berarti **tidak ada pengaruh** antara Profitabilitas (ROA) dengan Leverage.
2. Pengaruh antara Nilai Pasar (PBV) dengan Leverage sebesar 0,835 lebih kecil dari pada 1,96 berarti **tidak ada pengaruh** antara Nilai Pasar (PBV) dengan Leverage.
3. Pengaruh antara Profitabilitas (ROA) dengan Equity (D.T.MS) sebesar 1,664 lebih kecil dari pada 1,96 berarti **tidak ada pengaruh** antara Profitabilitas (ROA) dengan Equity (D.T.MS).
4. Pengaruh antara Nilai Pasar (PBV) dengan Equity (D.T.MS) sebesar 2,786 lebih besar dari pada 1,96 berarti **ada pengaruh** signifikan antara Nilai Pasar (PBV) dengan Equity (D.T.MS).
5. Pengaruh antara Profitabilitas (ROA) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D.T.MS) sebesar 1,166 lebih kecil dari pada 1,96 berarti **tidak ada pengaruh** antara Nilai Pasar (PBV) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D.T.MS).
6. Pengaruh antara Nilai Pasar (PBV) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D.T.MS) sebesar 3,014 lebih besar dari pada 1,96 berarti **ada pengaruh** signifikan antara Nilai Pasar (PBV) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D.T.MS).

### 3.3. Nilai R-Square

Tabel 3.1.  
Hasil Uji R- Square

R Square		
Matrix	R Square	R Square Adjusted
EQUITY ( D. T.MS)	0.051	0.018
GANDA (D.TH + D.T.MS)	0.077	0.045
LEVERAGE (D. TH)	0.080	0.048

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Dari Tabel 3.1 terlihat bahwa :

1. Nilai R Square Equity sebesar 0,051. Ini berarti bahwa variabel Equity dipengaruhi oleh variabel Profitabilitas dan Nilai Pasar sebesar 5,1 %, sisanya sebesar 94,9 % dipengaruhi oleh variabel di luar model.
2. Nilai R Square Pendanaan Ganda sebesar 0,077. Ini berarti bahwa variabel Pendanaan Ganda dipengaruhi oleh variabel Profitabilitas dan Nilai Pasar

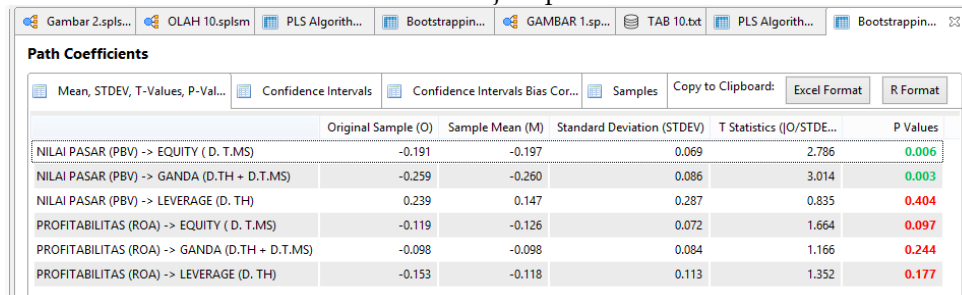


sebesar 7,7 %, sisanya sebesar 92,3 % dipengaruhi oleh variabel di luar model.

3. Nilai R Square Leverage sebesar 0,080. Ini berarti bahwa variabel Leverage dipengaruhi oleh variabel Profitabilitas dan Nilai Pasar sebesar 8,0 %, sisanya sebesar 92,0 % dipengaruhi oleh variabel di luar model.

### 3.4. Nilai Coefficient Direct Effect

Tabel 3.2.  
Hasil Uji Hipotesis



	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics ( O /STDEV)	P Values
NILAI PASAR (PBV) -> EQUITY (D. T.MS)	-0.191	-0.197	0.069	2.786	0.006
NILAI PASAR (PBV) -> GANDA (D.TH + D.T.MS)	-0.259	-0.260	0.086	3.014	0.003
NILAI PASAR (PBV) -> LEVERAGE (D. TH)	0.239	0.147	0.287	0.835	0.404
PROFITABILITAS (ROA) -> EQUITY (D. T.MS)	-0.119	-0.126	0.072	1.664	0.097
PROFITABILITAS (ROA) -> GANDA (D.TH + D.T.MS)	-0.098	-0.098	0.084	1.166	0.244
PROFITABILITAS (ROA) -> LEVERAGE (D. TH)	-0.153	-0.118	0.113	1.352	0.177

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Dari Tabel 3.2 dapat dijelaskan bahwa dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$Y1(Lev) = -0,153(ROA) + 0,239(PBV)$$

$$Y2(Eq) = -0,119(ROA) - 0,191(PBV)$$

$$Y3(Ganda) = -0,098(ROA) - 0,259(PBV)$$

- 3.4.1. Pengaruh Profitabilitas (ROA) dengan *Leverage* (D.TH) dengan Nilai T Statistik sebesar 1,352 lebih kecil dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,177 lebih besar dari pada 0,05, maka dapat disimpulkan **tidak ada pengaruh** antara Profitabilitas (ROA) dengan *Leverage* (D.TH), sehingga **hipotesis 1** yang menyatakan bahwa Terdapat pengaruh negatif antara profitabilitas (ROA) dengan *Levegrage* (D. TH) **tidak diterima**.

- 3.4.2. Pengaruh Profitabilitas (ROA) dengan *Equity* (D.TMS) dengan Nilai T Statistik sebesar 1,664 lebih kecil dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,097 lebih besar dari pada 0,05, maka dapat disimpulkan **tidak ada pengaruh** antara Profitabilitas (ROA) dengan *Equity* (D. MS), sehingga **hipotesis 2** yang menyatakan bahwa Terdapat pengaruh positif antara profitabilitas (ROA) dengan *Equity* (D. MS). **tidak diterima**. Jika taraf signifikansi sebesar 0.1 maka hipotesis 2 diterima yang artinya ada pengaruh negatif antara profitabilitas dengan *Equity* yang artinya bahwa semakin besar profitabilitas, semakin menurun pendanaan dengan menggunakan equity. Ini dapat diartikan bahwa perusahaan retail di Indonesia lebih menyukai pendanaan dengan hutang dibanding dengan equity. Akhirnya dapat disimpulkan bahwa perusahaan retail di Indonesia kecenderungan menganut trade-off theory (TOT) dibanding dengan packing order (POT).

- 3.4.3. Pengaruh Profitabilitas (ROA) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D. MS) dengan Nilai T Statistik sebesar 1,166 lebih kecil dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,244 lebih besar dari pada 0,05, maka dapat

disimpulkan **tidak ada pengaruh** antara Profitabilitas (*ROA*) dengan Pendanaan Ganda (*D.TH + D. MS*), sehingga **hipotesis 3** yang menyatakan bahwa Terdapat pengaruh positif antara profitabilitas (*ROA*) dengan Pendanaan Ganda (*D.TH + D. MS*). **tidak diterima**. Hal ini sesuai dengan analisis masalah pendanaan ganda menawarkan kesempatan untuk menguji efek profitabilitas perusahaan pada leverage dalam pengaturan di mana teori trade-off dan pecking order tidak memiliki prediksi yang sama.

3.4.4. Pengaruh Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Leverage* (*D.TH*) dengan Nilai T Statistik sebesar 0,835 lebih kecil dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,404 lebih besar dari pada 0,05, maka dapat disimpulkan **tidak ada pengaruh** antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Leverage* (*D.TH*), sehingga **hipotesis 4** yang menyatakan bahwa Terdapat pengaruh negatif antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Levegrage* (*D. TH*) **tidak diterima**. Jika pada taraf signifikansi 0.1, maka **hipotesis 4 diterima**. Hal ini konsisten dengan hipotesis bahwa perusahaan dengan pertumbuhan (market-to-book value yang tinggi) memiliki rasio utang target yang rendah, sementara perusahaan dengan pertumbuhan market-to-book value rendah memiliki rasio utang target yang tinggi (Stulz, 1990). Penjelasan alternatif dari hasil ini adalah bahwa penerbitan ekuitas waktu perusahaan ke periode ketika pasar mereka rasio market-to-book tinggi, misalnya, karena manajer percaya bahwa saham perusahaan tersebut dinilai terlalu tinggi (Baker dan Wurgler, 2002).

3.4.5. Pengaruh Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Equity* (*D. MS*) dengan Nilai T Statistik sebesar 2,786 lebih besar dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,006 lebih kecil dari pada 0,05, maka dapat disimpulkan **ada pengaruh** antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Leverage* (*D.TH*), sehingga **hipotesis 5** yang menyatakan bahwa Terdapat pengaruh positif antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Equity* (*D. MS*) **diterima**. Diterimanya hipotesis 5 bukan berarti sesuai dengan Market Timing Theory yang akan mengoptimalkan struktur modal pada saat harga pasar saham tinggi. Tetapi ini justru ditunjukkan oleh besarnya nilai original sampel yang menunjukkan hubungan negatif sebesar -0,191. Hubungan negatif ini terjadi karena reaksi dari pasar atau calon investor yang cenderung menanggapi kenaikan Market to book Value untuk mengambil keuntungan untuk melakukan profit taking dengan cara menjual saham ke pasar. Akibatnya Nilai pasar akan turun dan pada saat yang sama perusahaan cenderung memilih pendanaan leverage.

3.4.6. Pengaruh Nilai Pasar (*PBV*) dengan Pendanaan Ganda (*D.TH + D. MS*) dengan Nilai T Statistik sebesar 3,014 lebih besar dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,003 lebih kecil dari pada 0,05, maka dapat disimpulkan **ada pengaruh** antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan Pendanaan Ganda (*D.TH + D. MS*), sehingga **hipotesis 6** yang menyatakan bahwa Terdapat pengaruh positif antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan Pendanaan Ganda (*D.TH + D. MS*) **Diterima**. Diterimanya hipotesis ini berdasarkan

nilai P Value, tetapi jika dilihat hubungannya negatif antara PBV dengan Pendanaan ganda dilihat dari nilai original sampel sebesar -0,259. Ini berarti semakin tinggi nilai PBV, reaksi pasar negatif dengan melakukan aksi jual. Di sisi yang lain, jika perusahaan malah menambah hutang, reaksi pasar juga negatif, karena investor menilai penambahan hutang merupakan penambahan risiko perusahaan. Dan ini tidak disukai oleh investor. Hal ini sesuai dengan Picking Order Theory. Ini sebenarnya memberi pesan kepada manajemen perusahaan bahwa jika perusahaan menempuh kebijakan pendanaan ganda, maka yang akan dilakukan oleh investor dan calon investor adalah “*wait and see*”. Dari penjelasan tersebut, maka sebaiknya manajemen menempuh kebijakan pendanaan *leverage* pada saat nilai pasar yang tinggi.

#### 4. Kesimpulan.

Berdasarkan hasil analisis yang telah didapat, maka kesimpulan penelitian ini adalah :

- 4.1. **Tidak ada pengaruh** antara Profitabilitas (ROA ) dengan *Leverage* (D.TH). **Hipotesis 1 tidak diterima.**
- 4.2. **Tidak ada pengaruh** antara Profitabilitas (ROA ) dengan *Equity* (D. MS), sehingga **hipotesis 2 tidak diterima.** Jika taraf signifikansi sebesar 0.1 hipotesis 2 diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan retail di Indonesia kecenderungan menganut trade-off theory (TOT) dibanding dengan packing order (POT).
- 4.3. **Tidak ada pengaruh** antara Profitabilitas (ROA ) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D. MS). Sehingga **hipotesis 3 tidak diterima.** Hal ini sesuai dengan analisis masalah pendanaan ganda menawarkan kesempatan untuk menguji efek profitabilitas perusahaan pada leverage dalam pengaturan di mana teori trade-off dan pecking order tidak memiliki prediksi yang sama.
- 4.4. **Tidak ada pengaruh** antara Nilai Pasar (PBV) dengan *Leverage* (D.TH), sehingga **hipotesis 4 tidak diterima.** Jika pada taraf signifikansi sebesar 0, maka **hipotesis 4 diterima.** Hal ini konsisten dengan hipotesis bahwa perusahaan dengan pertumbuhan (market-to-book value yang tinggi) memiliki rasio utang target yang rendah, sementara perusahaan dengan pertumbuhan market-to-book value rendah memiliki rasio utang target yang tinggi (Stulz, 1990). Penjelasan alternatif dari hasil ini adalah bahwa penerbitan ekuitas waktu perusahaan ke periode ketika pasar mereka rasio market-to-book tinggi, misalnya, karena manajer percaya bahwa saham perusahaan tersebut dinilai terlalu tinggi (Baker dan Wurgler, 2002).
- 4.5. **Ada pengaruh** antara Nilai Pasar (PBV) dengan *Equity* (D.MS). Sehingga **hipotesis 5 diterima.** Ini berarti sesuai dengan Market Timing Theory yang akan mengoptimalkan struktur modal pada saat harga pasar saham tinggi. Tetapi ini justru ditunjukkan oleh besarnya nilai original sampel yang menunjukkan hubungan negatif sebesar -0,191. Hubungan negatif ini terjadi karena reaksi dari pasar atau calon investor yang cenderung menanggapi kenaikan Market to book Value untuk mengambil keuntungan untuk melakukan profit taking dengan



cara menjual saham ke pasar. Akibatnya Nilai pasar akan turun dan pada saat yang sama perusahaan cenderung memilih pendanaan leverage.

**4.6. Ada pengaruh** antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan Pendanaan Ganda (*D.TH + D. MS*), sehingga **hipotesis 6 diterima**. Hal ini sesuai dengan Packing Order Theory.

#### DAFTAR PUSTAKA

- [1] Baker, M., Wurgler, J., 2002. Market timing and capital structure. *Journal of Finance* 57, 1–32.
- [2] Barclay, M.J., Smith, C., 1995a. The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance* 50, 609–631.
- [3] Barclay, M.J., Smith, C., 1995b. The priority structure of corporate liabilities. *Journal of Finance* 50, 899–917
- [4] Bayless, M., Chaplinsky, S., 1990. Expectations of security type and the information content of debt and equity offers. *Journal of Financial Intermediation* 1, 195–214.
- [5] Bradley, M., Jarrell, G., Kim, E., 1984. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *Journal of Finance* 39, 857–880.
- [6] Myers, S., Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187–221.
- [7] Leland, H., 1994. Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure. *Journal of Finance* 49, 1213–1252.
- [8] Loughran, T., Ritter, J., 1997. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *Journal of Finance* 52, 1823–1850.
- [9] Lucas, D., McDonald, R., 1990. Equity issues and stock price dynamics. *Journal of Finance* 45, 1019–1044.
- [10] Marsh, P., 1982. The choice between equity and debt: an empirical study. *Journal of Finance* 37, 121–144.
- [11] Masulis, R., 1980. The effect of capital structure change on security prices. *Journal of Financial Economics* 8, 139–178.
- [12] Masulis, R., Korwar, A., 1986. Seasoned equity offerings: an empirical investigation. *Journal of Financial Economics* 15, 90–118.
- [13] Modigliani, F., Miller, M., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review* 53, 433–443.
- [14] Myers, S., 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147–175.
- [15] Rajan, R., Zingales, L., 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* 50, 1421–1460.
- [16] Ross, S., 1977. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *Bell Journal of Economics* 8, 23–40.
- [17] Shyam-Sunder, L., Myers, S., 1999. Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics* 51, 219–244.
- [18] Stulz, R., 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26, 3–28.

- [19] Titman, S., 1984. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics* 13, 137-151.
- [20] Titman, S., Wessels, R., 1988. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance* 43, 1-18.
- [21] Hart, O., Moore, J., 1995. Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management. *American Economic Review* 85, 567-585.
- [22] Hovakimian, A., 2002. The role of target leverage in security issues and repurchases. *Journal of Business*, forthcoming. Hovakimian, A., Opler, T., Titman, S., 2001. The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36, 1-24.
- [23] Jalilvand, A., Harris, R., 1984. Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: an econometric study. *Journal of Finance* 39, 127-144.
- [24] Jensen, M., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- [25] Jung, K., Kim, Y.-C., Stulz, R., 1996. Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Financial Economics* 42, 157-185.