

Analisis Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Miswanto

Aditia Yusuf Setiawan

Manajemen, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta, Indonesia

Aprih Santoso

Manajemen, Universitas Semarang, Indonesia

Korespondensi penulis: miswanto.ykpn@gmail.com

Abstract. *The purpose of this study is to examine the effect of sales growth, asset structure, and profitability on the company's capital structure. The sample used was 119 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2012 to 2015. The determination of the sample data in this study used a purposive sampling method, while the data used were panel data. The findings in this study indicate that sales growth and asset structure have a significant and positive effect on capital structure. On the other hand, profitability has a significant and negative effect on capital structure. With these findings, this study supports the results of previous research and shows that theories to explain the capital structure and the factors that influence it are not mutually exclusive.*

Keywords: *Asset structure; Capital structure; Profitability; Sales growth.*

Abstrak. Tujuan studi ini adalah menguji pengaruh pertumbuhan penjualan, struktur aset, dan profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan. Sampel yang digunakan sebanyak 119 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) tahun 2012 sampai dengan 2015. Penentuan data sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, sedangkan data yang digunakan berupa data panel. Temuan dalam studi ini menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan dan struktur aset berpengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal. Di sisi lain, profitabilitas berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal. Dengan temuan-temuan tersebut, studi ini mendukung hasil-hasil penelitian sebelumnya dan menunjukkan bahwa teori-teori untuk menjelaskan struktur modal dan faktor-faktor yang mempengaruhinya bersifat tidak *mutually exclusive*.

Kata Kunci: Pertumbuhan penjualan; Profitabilitas; Struktur aset; Struktur modal.

Article Info:

Received: November 29, 2021

Accepted: January 2, 2022

Available online: January 10, 2022

DOI: <http://dx.doi.org/10.30588/jmp.v11i2.945>

PENDAHULUAN

Struktur modal merupakan cerminan keputusan pendanaan perusahaan. Sehubungan dengan hal itu, struktur modal merupakan persoalan yang perlu mendapat perhatian khusus bagi pimpinan perusahaan, karena kebijakan struktur modal atau kebijakan utang akan mempunyai pengaruh langsung pada kinerja keuangan perusahaan, sehingga pada ujungnya struktur modal akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan struktur modal yang dipilih dapat berakibat pada biaya modalnya. Meskipun perusahaan melakukan penghematan biaya dari adanya bunga utang, pada umumnya utang menimbulkan biaya atau beban tetap yang harus ditanggung perusahaan dalam kondisi apa pun. Utang yang semakin besar akan mengakibatkan risiko finansial juga meningkat. Ada beberapa teori untuk mengupas pendanaan atau struktur modal, misalnya teori keagenan, teori *pecking order*, teori *trade-off*, dan teori *signaling*. Struktur modal sebagai cerminan pendanaan perusahaan merupakan kombinasi atau proporsi pendanaan/pembiayaan perusahaan yang terdiri atas utang dan modal saham (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2015). Menurut Rasiah dan Kim (2011); Haron (2014); Moyo (2015); Miswanto (2018); serta Pamungkas dan Surwanti (2021), teori-teori tersebut dapat berlaku secara bersamaan. Berdasarkan hal itu, teori-teori tersebut dapat menjadi landasan teori pada penelitian struktur modal dan faktor-faktor yang dapat mempengaruhinya.

Nurrohim (2008) berpendapat bahwa faktor-faktor yang dapat mempunyai pengaruh pada struktur modal, antara lain ukuran perusahaan, situasi pasar modal, tingkat bunga, stabilitas laba, struktur aset, tingkat risiko aset, modal yang diperlukan, dan karakteristik manajemen. Menurut Supriyanto dan Falikhatun (2008), faktor yang dapat berpengaruh pada struktur modal, antara lain tingkat pertumbuhan penjualan, struktur aset, stabilitas arus kas, sikap pemberi pinjaman, karakteristik industri, dan sikap pimpinan. Purnamasari dan Hendrawati (2015), serta Dzikriyah dan Sulistyawati (2020) juga mengatakan bahwa faktor yang dapat berpengaruh pada struktur modal adalah *leverage* operasi, stabilitas penjualan, pajak, struktur aset, tingkat pertumbuhan, tingkat laba, pengendalian, sikap pimpinan, situasi pasar, sikap kreditur, situasi internal pada perusahaan, dan kefleksibelan keuangan.

Meskipun banyak faktor yang mempengaruhi struktur modal, studi ini hanya meneliti pertumbuhan penjualan, struktur aset, dan profitabilitas sebagai faktor yang mempunyai pengaruh pada struktur modal. Umumnya, pertumbuhan penjualan dihitung dengan kenaikan jumlah penjualan dari periode ke periode atau dari tahun ke tahun. Struktur aset mencerminkan proporsi aset tetap terhadap total aset perusahaan. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan penjualan mengindikasikan perusahaan mempunyai kebutuhan pendanaan. Menurut teori keagenan, kebutuhan pendanaan tersebut sebaiknya dipenuhi dengan utang (Hanafi, 2008). Perusahaan yang struktur asetnya tinggi, semakin dipercaya oleh kreditur untuk diberikan pinjaman, karena aset tetap yang semakin tinggi mencerminkan aset untuk jaminan utang yang tinggi juga (Hanafi, 2016). Paparan tersebut menjelaskan bahwa kedua faktor berpengaruh terhadap struktur modal.

Profitabilitas dapat diwakili dengan rasio *Return on Asset* (ROA). Menurut teori *pecking order*, perusahaan yang ROA-nya tinggi, umumnya mempunyai utang yang relatif sedikit. Profitabilitas yang tinggi sangat memungkinkan pendanaan perusahaan dengan laba ditahan. Penggunaan laba untuk pendanaan perusahaan menjadi urutan pertama. Urutan

pendanaan kedua adalah menggunakan utang. Menurut teori penilaian kredit, ROA yang tinggi mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk membayar utang juga tinggi. Perusahaan dengan ROA yang tinggi semakin dipercaya oleh kreditur untuk mendapat pinjaman yang lebih banyak (Ross *et al.*, 2015). Dengan menggunakan kedua teori tersebut mengindikasikan profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap struktur modal.

Menurut studi Thausyah dan Suwitho (2015) bahwa variabel pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh pada struktur modal, dan struktur aset tidak mempunyai pengaruh terhadap struktur modal. Namun, profitabilitas mempunyai pengaruh positif pada struktur modal. Penelitian Ariyani *et al.* (2019) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal, struktur aset tidak berpengaruh positif terhadap struktur modal, dan profitabilitas berpengaruh negatif pada struktur modal. Studi yang dikerjakan Dzikriyah dan Sulistyawati (2020) menemukan bahwa pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh positif pada struktur modal, struktur aset mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal, dan profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Tiga studi tersebut menunjukkan hasil temuan yang tidak konsisten satu sama lain. Tiga studi yang temuannya tidak konsisten tersebut membuat penelitian ini menjadi penting untuk dilakukan kajian ulang atas struktur modal dengan tiga faktor yang mempengaruhinya, yaitu pertumbuhan penjualan, struktur aset, dan profitabilitas.

Penelitian-penelitian yang terkait dengan topik ini umumnya memiliki pembahasan dari sisi teori yang masih terbatas. Sehubungan dengan hal tersebut, penelitian ini mencoba membuat kebaruan penelitian berupa pembahasan teori dari penelitian-penelitian sebelumnya secara lebih komprehensif, baik yang digunakan untuk membangun hipotesis maupun untuk memberikan pembahasan terhadap hasil analisis data. Melalui penelitian ini, para akademisi dan praktisi di bidang manajemen keuangan diharapkan lebih mampu memahami hubungan ketiga faktor tersebut dengan struktur modal dan teori-teori yang mendasarinya. Studi ini dilakukan hanya pada perusahaan industri manufaktur di BEI untuk periode tahun 2012-2015. Perusahaan manufaktur yang diteliti tersebut untuk mewakili perusahaan non-keuangan. Perusahaan non-keuangan adalah perusahaan yang tidak teregulasi dalam membuat kebijakan struktur modal. Dengan memperhatikan uraian latar belakang tersebut, perumusan masalah dalam studi ini adalah apakah ketiga faktor, yaitu pertumbuhan penjualan, struktur aset, dan profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap struktur modal, sehingga studi ini bertujuan untuk menguji ketiga faktor tersebut pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode tahun 2012-2015.

Karena peranan struktur modal sangat penting seperti yang telah diuraikan sebelumnya, penelitian ini diharapkan mempunyai kontribusi teoritis dan praktis. Kontribusi teoritis penelitian ini dapat berupa teori-teori struktur modal mana yang mampu menjelaskan hubungan antara ketiga faktor yang diteliti, khususnya struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia pada kurun waktu penelitian ini. Di sisi lain, kontribusi praktis penelitian ini adalah manajer perusahaan dapat membuat kebijakan struktur modal dengan memperhatikan dan mempertimbangkan hasil penelitian ini mengenai seberapa besar pengaruh ketiga faktor tersebut mempengaruhi struktur modal dalam praktiknya.

KAJIAN TEORITIS

Struktur Modal

Keputusan pendanaan merupakan keputusan manajemen keuangan yang penting. Pendanaan perusahaan dapat bersumber dari saham, laba ditahan dan utang. Proporsi pendanaan dengan memperhatikan sumbernya sering dinyatakan sebagai struktur modal. Horne dan Wachowicz (2009) menyampaikan bahwa struktur modal adalah pendanaan atau pembiayaan jangka panjang permanen yang dapat berupa saham preferen, saham biasa, dan utang. Struktur modal dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Manurung, 2021). Sehubungan dengan pentingnya struktur modal, sehingga faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal juga penting untuk diteliti. Ada beberapa teori yang menjelaskan faktor-faktor yang mempunyai pengaruh pada struktur modal dan juga teori-teori yang menjelaskan struktur modal berpengaruh terhadap sesuatu. Meskipun ada beberapa teori yang menjelaskan tentang struktur modal, keberlakuannya di perusahaan menurut teori yang satu dan lainnya bersifat tidak *mutually exclusive*. Artinya, penerapannya di perusahaan antara teori yang satu dan yang lain dapat bersamaan atau tidak saling meniadakan (Rasiah & Kim, 2011; Haron, 2014; Moyo, 2015; Miswanto, 2018; Pamungkas & Surwanti, 2021).

Teori Modigliani dan Miller (MM)

Tahun 1958 adalah tahun yang menandakan munculnya teori struktur modal. Pada tahun tersebut, Modigliani dan Miller (MM) mempublikasikan karya ilmiah di bidang keuangan, yaitu teori struktur modal (Modigliani & Miller 1958). Dengan asumsi-asumsi tertentu, teori mereka menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Asumsi MM yang digunakan di antaranya adalah: 1) tidak ada biaya transaksi, 2) tidak ada pajak perusahaan dan pribadi, 3) tidak ada biaya kebangkrutan, 4) investor memiliki informasi yang sama seperti yang dimiliki manajemen, dan 6) besarnya utang atau struktur modal tidak mempengaruhi laba operasi bersih. Jika asumsi tersebut dilanggar, maka penggunaan utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Misalnya, dengan adanya pajak perusahaan, maka pendanaan menggunakan utang menjadi lebih menarik sebagai akibat adanya penghematan pajak yang timbul karena ada bunga utang (Ross, *et al.*, 2015; Brigham & Houston, 2014). Dalam penelitian ini, teori MM digunakan terutama untuk menjelaskan pengaruh pertumbuhan penjualan pada struktur modal.

Agency Theory

Pada tahun 1976, Jensen dan Meckling mengenalkan teori keagenan (Horne & Wachowicz, 2009). Teori tersebut menjelaskan tentang hubungan keagenan antara prinsipal dan agen. Inti hubungan tersebut adalah sebuah kontrak, yaitu satu atau lebih prinsipal menyewa/menggaji orang lain (agen) agar menjalankan beberapa hal untuk kepentingan mereka yang umumnya menyangkut pendelegasian wewenang keputusan pengelolaan perusahaan kepada agen.

Berdasarkan teori keagenan, untuk dapat melakukan fungsinya secara baik, manajemen atau agen diberikan kompensasi atau insentif yang disertai adanya suatu proses pengawasan untuk memperkecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Mekanisme proses pengawasan dapat melalui pemeriksaan berkala terhadap laporan keuangan, pengikatan agen, dan pembatasan pada keputusan yang dapat dijalani agen. Biaya

yang timbul untuk melakukan pengawasan akan memunculkan biaya, yaitu biaya keagenan. Menurut Ross *et al.* (2015), biaya keagenan merupakan biaya yang berkaitan dengan adanya pengawasan terhadap manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bekerja seperti kesepakatan dalam perjanjian kontraknya. Dalam penelitian ini, teori keagenan digunakan untuk menjelaskan pengaruh pertumbuhan penjualan dan struktur aset terhadap struktur modal.

Trade-off Theory

Dalam teori struktur modal, teori *trade-off* mendeskripsikan hubungan antara tingkat pajak, risiko kebangkrutan, dan pendanaan dengan utang yang timbul karena perusahaan melakukan keputusan pendanaan atau struktur modal (Brealey, Myers, & Marcus, 2012). Tujuan teori *trade-off* adalah upaya menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang terjadi akibat pemanfaatan utang (Myers, 1984). Model pada teori *trade-off* berasumsi bahwa struktur modal merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan, karena adanya penghematan pajak dengan memanfaatkan utang dan biaya yang timbul oleh pemanfaatan utang tersebut (Brigham & Houston, 2014). Apabila manfaat lebih besar daripada pengorbanan, maka tambahan utang diperbolehkan. Pengorbanan karena menggunakan utang dapat berupa biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Menurut Modigliani dan Miller (1958), ketika ada pajak perusahaan, maka harga saham perusahaan dapat dimaksimalkan dengan menggunakan utang. Frank dan Goyal (2009) meneliti perusahaan di Amerika Serikat antara tahun 1950 sampai dengan 2003, dan temuannya menunjukkan secara konsisten bahwa teori *trade-off* digunakan untuk membuat kebijakan struktur modal. Dalam penelitian ini, teori *trade-off* digunakan terutama untuk menjelaskan pengaruh pertumbuhan penjualan pada struktur modal.

Signaling Theory

Ross (1977) membangun *signaling theory* yang bersandar pada adanya informasi yang tidak simetris. Teori ini dibangun berdasarkan pemikiran bahwa manajer lebih banyak memiliki informasi tentang perusahaan daripada pihak luar. Manajer berani melakukan pinjaman, karena perusahaan memiliki prospek yang baik di masa mendatang. Di samping itu, perusahaan yang melakukan pinjaman (struktur modal) menunjukkan bahwa manajer ingin memberikan sinyal lebih dipercaya (Hanafi, 2008). Dalam penelitian ini, teori *signaling* digunakan untuk menjelaskan pengaruh pertumbuhan penjualan pada struktur modal.

Pecking Order Theory

Pecking order theory mendeskripsikan kebijakan pendanaan perusahaan yang terlebih dulu dilakukan dengan pendanaan internal, yaitu dari laba (Myers 1984). Jika nilainya masih kurang, maka kekurangannya dapat dipenuhi dengan pinjaman kepada pihak luar. Pendanaan dengan menerbitkan ekuitas adalah pilihan terakhir. Pendanaan dengan menerbitkan ekuitas sedapat mungkin dihindari, karena menerbitkan ekuitas dapat memberikan sinyal tidak baik bagi perusahaan (Hanafi, 2008; Brealey *et al.*, 2012; Arnold, 2013). Dalam penelitian ini, teori *pecking order* digunakan untuk menjelaskan pengaruh profitabilitas pada struktur modal.

Pengembangan Hipotesis

Dengan memperhatikan kajian teoritis sebelumnya, berikut ini diuraikan pengembangan hipotesis dalam studi ini.

1. Pengaruh Pertumbuhan Penjualan pada Struktur Modal

Teori keagenan menyatakan bahwa bahwa manajer adalah agen pemilik perusahaan. Manajer telah diberikan berbagai kompensasi yang tidak sedikit oleh pemilik perusahaan. Konsekuensinya, pemilik perusahaan menghendaki agar manajer bekerja secara profesional dan menuruti apa yang dikehendaki pemilik. Secara umum, pemilik perusahaan ingin membesarkan perusahaan dengan tidak menambah modal sendiri melainkan dengan menambah utang. Dalam siklus hidup perusahaan, pertumbuhan penjualan dapat mewakili keadaan perusahaan dalam tahap pertumbuhan atau ekspansi. Perusahaan dalam tahap ini mengindikasikan adanya kebutuhan dana untuk berinvestasi yang tidak sedikit. Berdasarkan teori keagenan, pemilik perusahaan meminta kepada manajernya agar kebutuhan dana didapatkan dengan cara utang. Pemilik sudah membayar mahal agen (manajer), maka agen diminta untuk bekerja keras melalui tambahan dana perusahaan yang dipenuhi dengan utang. Berdasarkan teori MM (Modigliani dan Miller) dan teori *trade-off*, adanya pajak perusahaan, maka pendanaan dengan utang dipandang lebih menguntungkan, karena ada penghematan pajak akibat adanya bunga pinjaman. Dengan demikian, utang akan meningkat, sehingga struktur modal juga meningkat.

Menurut teori *signaling*, perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang meningkat adalah perusahaan yang mempunyai prospek bagus. Dengan demikian, manajer perusahaan berani dan yakin untuk menggunakan utang yang semakin besar, ketika prospek perusahaan juga semakin baik (Hanafi, 2008). Pertumbuhan penjualan yang semakin besar, maka penggunaan utang atau struktur modal semakin tinggi pula. Temuan penelitian yang dilakukan Dzikriyah dan Sulistyawati (2020) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan dapat mempunyai pengaruh positif pada struktur modal. Dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur di Indonesia, Dharmawan, Susanti, dan Fauzi (2021) juga menemukan bahwa pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal. Mengacu pada penjelasan tersebut, perumusan hipotesis kesatu (H1) adalah:

H1: Pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh positif pada struktur modal.

2. Pengaruh Struktur Aset pada Struktur modal

Struktur aset diukur dengan aset tetap dibagi total aset (Thausyah, & Suwitho, 2015). Semakin tinggi struktur tersebut memungkinkan struktur modal juga semakin tinggi, karena aset tetap yang dijadikan kolateral atau jaminan utang perusahaan semakin tinggi. Sebaliknya, jika struktur aset semakin rendah, maka semakin kecil aset tetap yang dapat dimanfaatkan untuk agunan utang perusahaan tersebut. Sehubungan dengan hal itu, struktur aset yang semakin besar berarti porsi aset tetap juga semakin besar. Aset tetap yang semakin tinggi mengindikasikan bahwa para pemberi pinjaman semakin percaya untuk memberikan pinjaman yang lebih besar.

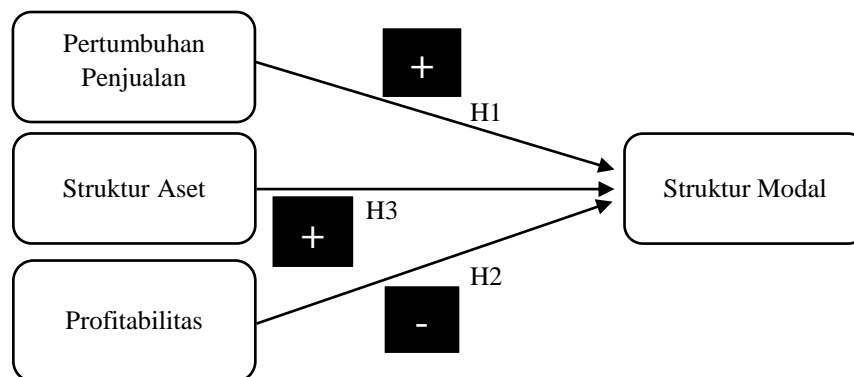
Dalam teori keagenan dan teori penilaian kredit, jaminan (*collateral*) yang semakin besar, maka pemberi kredit semakin percaya untuk memberikan pinjaman semakin besar (Hanafi, 2016). Dengan struktur aset yang semakin besar mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai jaminan utang yang semakin besar, sehingga struktur modal perusahaan dimungkinkan semakin besar pula. Temuan dalam penelitian Tijow, Sabijono, dan Tirayoh (2018) menunjukkan bahwa struktur aset mempunyai pengaruh positif pada struktur modal. Dengan sampel perusahaan industri manufaktur di Indonesia, Dharmawan *et al.* (2021) menemukan struktur aset mempunyai pengaruh positif pada struktur modal. Mengacu penjelasan-penjelasan tersebut, pengaruh struktur aset dan struktur modal dihipotesiskan dalam hipotesis kedua (H2) yaitu:

H2: Struktur aset mempunyai pengaruh positif pada struktur modal.

3. Pengaruh Profitabilitas pada Struktur Modal

Menurut Myers (1984), teori *pecking order* mendeskripsikan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi mempunyai tingkat utang yang rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan laba yang tinggi mempunyai sumber dana internal yang tinggi pula. Kebutuhan dana terlebih dahulu dipenuhi dengan laba ditahan. Dengan laba semakin tinggi, perusahaan dapat menyisihkan laba ditahan yang semakin tinggi pula. Perusahaan dengan laba ditahan tinggi berarti mempunyai dana internal yang tinggi pula. Laba ditahan tersebut dimanfaatkan untuk membiayai operasi dan investasi, sehingga hal itu berdampak pada tingkat utang yang menurun. Dengan demikian, profitabilitas semakin tinggi menyebabkan struktur modal semakin rendah, karena porsi utang semakin rendah dibandingkan total asetnya atau modal sendirinya. Dengan obyek penelitian pada perusahaan dalam industri barang konsumen, Tijow *et al.* (2018) menemukan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif pada struktur modal. Hamidah, Iswara, dan Mardiyati (2016) yang meneliti perusahaan manufaktur di Indonesia menemukan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif pada struktur modal. Chen dan Chen (2011) meneliti perusahaan di *Taiwan Stock Exchange* (TSE) dan hasilnya menunjukkan juga bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif pada struktur modal. Dari penjelasan tersebut, hubungan antara profitabilitas (laba) dan struktur modal perusahaan dihipotesiskan pada hipotesis ketiga (H3) yaitu:

H3: Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.



Gambar 1. Model Penelitian

Model penelitian yang dikembangkan dalam studi ini ditunjukkan pada Gambar 1.

METODE PENELITIAN

Penyampelan dan Pengukuran Variabel

Jenis studi ini adalah deskriptif kuantitatif dan hubungan kausal, karena studi ini menganalisis pengaruh hubungan antarvariabel yang sudah dinyatakan dengan angka-angka. Hubungan tersebut berupa tiga faktor yang sudah dijelaskan sebelumnya dan mempunyai pengaruh pada struktur modal. Selanjutnya, perusahaan yang diteliti adalah perusahaan manufaktur di BEI (Bursa Efek Indonesia) periode tahun 2012-2015. Data yang telah terkumpul dipelajari dan data yang diidentifikasi sebagai *outlier* tidak digunakan dalam penelitian ini. Tahapan dalam proses penganalisisan adalah: 1) analisis data deskriptif, 2) uji asumsi klasik, 3) uji hipotesis, 4) uji model, dan 5) pembahasan.

Sampel dalam studi ini mencakup tiga sektor industri manufaktur, yaitu sektor industri: 1) dasar dan kimia, 2) aneka industri, dan 3) barang konsumsi. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling*. Berdasar metode tersebut, kriteria yang dibuat untuk mendapatkan sampel adalah: 1) perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012-2015, 2) Perusahaan sudah ada sejak 2012-2015, dan 3) Perusahaan mempunyai laporan keuangan selama periode 2012-2015. Berdasar kriteria-kriteria yang telah ditentukan tersebut, sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 119 perusahaan dengan periode data empat tahun dari tahun 2012 sampai dengan 2015. Jenis data pada studi ini adalah data sekunder dan umumnya berupa data dokumentasi yang diperoleh dari ICMD (*Indonesia Capital Market Directory*).

Variabel dependen dalam studi ini adalah struktur modal, untuk selanjutnya disebut variabel Y. Struktur modal diwakili dengan rasio *leverage* (Miswanto, 2017). Rasio *leverage* dalam studi ini adalah *Debt-to-Total-Asset-Ratio* (DAR). DAR dihitung dari total utang dibagi total aset (Horne & Wachowicz, 2009). Variabel-variabel sebagai faktor yang mempengaruhi struktur modal pada studi ini selanjutnya disebut variabel X, yang terdiri atas pertumbuhan penjualan (X1), struktur aset (X2), dan profitabilitas (X3). Pendefinisian dan pengukuran ketiga variabel dijelaskan berikut ini. Variabel independen pertama adalah pertumbuhan penjualan (X1). Variabel ini berupa perubahan penjualan pada laporan keuangan per tahun. Pengukuran pertumbuhan penjualan menggunakan penjualan tahun ini dikurangi penjualan tahun kemarin, kemudian dibagi penjualan tahun kemarin (Dharmawan *et al.*, 2021). Variabel independen kedua adalah struktur aset (X2). Variabel ini diukur dengan pembagian antara aset tetap dan total aset (Tijow *et al.*, 2018). Variabel independen ketiga adalah profitabilitas (X3). Profitabilitas diukur dengan *Retun on Asset* (ROA). ROA adalah rasio antara laba bersih dan total aset (Ross *et al.*, 2015; Brigham & Houston, 2014).

Metode Analisis Data dan Uji Asumsi Klasik

Dalam studi ini, metode analisis datanya berupa model regresi linier berganda. Model ini dipakai untuk menguji hipotesis dan uji model. Rumus yang digunakan dalam analisis regresi linier berganda ini ditunjukkan pada persamaan [1].

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e \text{ -----[1]}$$

Uraian terhadap notasi-notasi pada persamaan [1] terdiri atas Y adalah Struktur Modal; b (1,2,3) adalah koefisien regresi; X_1 adalah Pertumbuhan Penjualan; X_2 adalah Struktur Aset; X_3 adalah Profitabilitas; dan e adalah *standard of error*.

Uji Asumsi Klasik

Data yang terkumpul diuji menggunakan uji asumsi klasik sebelum melakukan uji hipotesis dan uji model. Pengujian asumsi klasik ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah model bersifat BLUE. Dikatakan BLUE, jika model yang diperoleh benar-benar memenuhi asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji tidak terjadi multikolinieritas, dan tidak terjadi heteroskedastisitas. Uji multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui apakah pada model regresi ini didapatkan adanya korelasi antarvariabel independen. Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mengetahui apakah pada model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari *residual* satu pengamatan ke pengamatan lain (Algifari, 2013).

Pengujian Hipotesis dan Model

Uji t dikenal juga dengan nama uji parsial. Uji ini dilakukan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen secara individual (parsial) terhadap variabel dependen. Jika koefisien regresinya sesuai dengan yang diharapkan dan hasil pengujian menunjukkan t -hitung lebih besar dari t -tabel, maka hipotesis terdukung. Artinya, variabel independen mempunyai pengaruh signifikan pada variabel dependen. Selain memperhatikan nilai t -hitung, uji hipotesis juga dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas pada uji t dibandingkan dengan tingkat signifikansi yang digunakan. Tingkat signifikansi penelitian ini menggunakan 5%. Apabila koefisien regresi searah dengan yang diharapkan dan nilai probabilitas lebih rendah dari tingkat signifikansi, maka hasil pengujian menunjukkan bahwa hipotesis terdukung.

Selain pengujian hipotesis, penelitian juga menguji model dan uji koefisien determinasi. Uji model dilakukan dengan menggunakan uji F . Uji tersebut dipakai untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara serempak atau simultan berpengaruh signifikan pada variabel dependen. Tingkat signifikansi yang dipakai pada studi ini adalah 5%. Apabila F -hitung lebih besar dari F -tabel atau nilai probabilitas uji F lebih rendah dari tingkat signifikansi, maka variabel independen secara serempak atau simultan mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Untuk melengkapi uji model, analisis koefisien determinasi dilakukan dalam penelitian ini. Koefisien determinasi adalah ukuran seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Algifari, 2013).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskripsi dan Sampel

Berdasarkan kriteria yang sudah ditetapkan, sampel perusahaan manufaktur di BEI pada periode tahun 2012-2015 berjumlah 119 perusahaan. Karena datanya berupa kombinasi antara sejumlah perusahaan dan *time series*, maka jenis data yang digunakan merupa-

kan data panel, sehingga total sampel sebanyak 476. Statistik deskriptif yang digunakan pada studi ini meliputi nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, minimum, maksimum, dan deviasi standar. Ringkasan analisis deskriptif masing-masing variabel ditunjukkan pada Tabel 1.

Tabel 1. Analisis Deskriptif pada Data Panel Perusahaan Manufaktur Periode Tahun 2012-2015

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standar
Pertumbuhan Penjualan (X1)	476	-1,887	2,049	0,1313	0,3012
Struktur Aset (X2)	476	0,001	0,998	0,3698	0,2173
Profitabilitas (X3)	476	-0,756	0,748	0,0575	0,1177
Struktur Modal (Y)	476	0,037	2,993	0,5098	0,2909

Sumber: Data sekunder diolah (2021).

Data pada Tabel 1 menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan penjualan yang bernilai tertinggi adalah PT Delta Djakarta, Tbk. sebesar 2,049. Sebaliknya, nilai terendahnya adalah PT Eratex Djaja, Tbk. sebesar -1,887. Pertumbuhan penjualan mempunyai nilai rata-rata sebesar 0,1313 dan deviasi standar sebesar 0,3012. Data rata-rata tersebut menunjukkan rata-rata pertumbuhan penjualan sebesar 13,13 persen. Pada Tabel 1 tersebut juga tercatat bahwa struktur aset yang bernilai paling tinggi adalah PT Pelangi Indah Canindo, Tbk. sebesar 0,998. Sebaliknya, nilai terendah dimiliki oleh PT Indo Acidatama, Tbk. sebesar 0,001. Struktur aset mempunyai nilai rata-rata 0,3698 dengan deviasi standar 0,2173. Data rata-rata tersebut menunjukkan bahwa rata-rata porsi aset tetap terhadap total aset sebanyak 36,98 persen.

Selanjutnya, variabel profitabilitas yang diukur menunjukkan bahwa nilai paling tinggi adalah PT Duta Pertiwi Nusantara, Tbk. sebesar 0,748. Sebaliknya, nilai terendah adalah PT Alam Karya Unggul, Tbk. sebesar -0,756. Profitabilitas (ROA) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,05758 dan deviasi standarnya sebesar 0,11774. Data rata-rata tersebut menunjukkan laba bersih dibagi total aset sebesar 5,76 persen. Berikutnya, struktur modal yang bernilai paling tinggi adalah PT Asia Pacific Fibers, Tbk. sebesar 2,993. Sebaliknya, nilai yang paling rendah adalah PT Jaya Pari Steel, Tbk. sebesar 0,037. Struktur modal memiliki nilai rata-rata 0,50981 dan deviasi standarnya 0,290995. Data rata-rata tersebut menunjukkan porsi utang terhadap total aset sebanyak 50,98 persen.

Uji asumsi klasik yang digunakan pada studi ini meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, dan uji heteroskedastisitas. Hasil pengujian tersebut berindikasi bahwa data dalam penelitian ini berdistribusi normal, tidak ada gejala multikolinieritas, dan tidak ada heteroskedastisitas. Uji autokorelasi tidak dilakukan, karena data penelitian ini berupa data panel.

Hasil Pengujian Hipotesis

Berdasarkan hasil olah data yang dilakukan dalam penelitian ini, struktur modal (Y) adalah variabel dependen, sedangkan variabel independen terdiri atas: 1) Pertumbuhan Penjualan (X1), 2) Struktur Aset (X2), dan 3) profitabilitas (X3). Hasil olah data menggunakan

analisis regresi linier berganda data panel dengan bantuan SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*) tersaji pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi dan Model

Variabel	Arah Diharapkan	Koefisien Regresi	Nilai Probabilitas	Adj R ²	F (Sig.)
Konstanta		0,485	0,000	0,065	0,000
Pertumbuhan Penjualan (X1)	+	0,089	0,043		
Struktur Aset (X2)	+	0,130	0,034		
Profitabilitas (X3)	-	-0,570	0,000		

Sumber: Data sekunder diolah (2021).

Berdasarkan hasil olah data yang ditunjukkan pada Tabel 2, estimasi persamaan regresi pengaruh variabel pertumbuhan penjualan (X), struktur aset (X2), dan Profitabilitas (X3) terhadap struktur modal (Y) ditunjukkan pada persamaan [2].

$$Y = 0,485 + 0,089X1 + 0,130X2 - 0,570X3 \text{ -----}[2]$$

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan uji t atau uji parsial. Hasil analisis menunjukkan bahwa semua arah koefisien regresi sesuai dengan yang diharapkan. Pertumbuhan penjualan secara signifikan berpengaruh positif pada struktur modal, karena koefisien regresinya sesuai dengan yang diharapkan dan nilai probabilitas pada uji t (0,043) adalah lebih rendah dari 5 persen (0,05). Pengujian tersebut menunjukkan bahwa hipotesis kesatu (H1) terdukung. Berikutnya, struktur aset secara signifikan juga berpengaruh positif terhadap struktur modal, karena koefisien regresi bernilai positif sama dengan arah yang diharapkan dan nilai probabilitas pada uji t (0,034) lebih kecil dari 5% atau 0,05. Pengujian tersebut menunjukkan bahwa hipotesis kedua juga terdukung. Selanjutnya, profitabilitas secara signifikan berpengaruh terhadap struktur modal, karena koefisien regresi bernilai negatif berarti sama dengan arah yang diharapkan dan nilai probabilitas pada uji t (0,00) lebih rendah dari 0,05. Pengujian tersebut menunjukkan bahwa hipotesis ketiga juga terdukung.

Uji Model dan Koefisien Determinasi

Pada Tabel 2, signifikansi uji F bernilai 0,000 yang berarti lebih kecil dari 5 persen. Hasil tersebut bermakna adanya pengaruh secara simultan antara variabel independen pertumbuhan penjualan, struktur aset, dan profitabilitas terhadap variabel dependen struktur modal. Dengan demikian, model penelitian ini signifikan untuk digunakan. Untuk melengkapi analisis ini, nilai *Adjusted R Square* bernilai 0,065 atau 6,5%. Nilai tersebut menunjukkan bahwa variabel independen yang terdiri atas pertumbuhan penjualan, struktur aset, dan profitabilitas mampu menerangkan variasi pada variabel dependen struktur modal sebesar 6,5% dan sisanya, yaitu sebesar 93,5% variasi pada struktur modal diterangkan oleh variabel independen lain yang tidak digunakan pada studi ini.

Pembahasan

Karena hipotesis pertama terdukung, temuan pertama penelitian ini adalah pertumbuhan penjualan secara signifikan mempunyai pengaruh positif pada struktur modal. Hasil temuan ini sesuai dengan teori keagenan. Nilai rata-rata pertumbuhan penjualan mengindikasikan bahwa perusahaan pada industri ini rata-rata sedang memasuki tahap pertumbuhan. Pada tahap ini, perusahaan membutuhkan tambahan dana. Menurut teori keagenan, tambahan dana dipenuhi dengan utang. Pendanaan dengan utang dapat digunakan sebagai upaya mengurangi konflik keagenan. Apabila perusahaan memanfaatkan utang, manajer akan dipaksa oleh kondisi untuk mengeluarkan kas perusahaan guna membayar bunga dan angsuran pokok. Apabila manajer tidak mampu membayar tunai bunganya, perusahaan yang dikelola oleh manajer tersebut akan mengalami kemuduran dan dapat berdampak menuju kebangkrutan perusahaan. Hal ini adalah kondisi yang harus dihindari oleh manajer. Dengan menggunakan utang berarti struktur modal meningkat dan keputusan penggunaan utang dapat dilihat sebagai upaya yang dapat ditempuh untuk mengatasi konflik keagenan (Hanafi, 2008). Dengan demikian, temuan studi ini sejalan dengan temuan Dzikriyah dan Sulistyawati (2020) dan Dharmawan *et al.* (2021) bahwa pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh positif pada struktur modal.

Selanjutnya, dengan hipotesis kedua terdukung, temuan kedua studi ini menemukan bahwa struktur aset mempunyai pengaruh positif pada struktur modal. Struktur aset yang semakin tinggi mengindikasikan bahwa aset tetap juga semakin tinggi. Aset tetap semakin tinggi menunjukkan perusahaan semakin memiliki potensi untuk melakukan pinjaman, karena aset tetap tersebut dapat dimanfaatkan untuk jaminan utang. Menurut teori *signaling*, perusahaan kreditor semakin banyak memberikan pinjaman utang kepada perusahaan yang memiliki jaminan aset tetap yang semakin besar. Temuan ini sejalan dengan temuan Saif-Alyousfi, Md-Rus, Taufil-Mohd, Taib, dan Shahar (2020) yang menyatakan bahwa jaminan utang berpengaruh positif terhadap struktur modal. Dengan demikian, temuan penelitian ini sejalan dengan temuan Tijow *et al.* (2018), yaitu struktur aset mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

Hasil berikutnya adalah hipotesis ketiga terdukung. Temuan ketiga dalam studi ini menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif pada struktur modal. Temuan ini sesuai atau searah dengan skenario teori *pecking order*. Untuk memenuhi tambahan dana, perusahaan menggunakan pendanaan internal yaitu dari laba, yang kemudian disebut laba ditahan. Laba ditahan yang bertambah membuat modal dan total aset bertambah. Tambahan tersebut menyebabkan struktur modal menurun. Temuan ini sejalan dengan temuan Febriana dan Yulianto (2017), serta Oktavina dan Manalu (2018). Dengan menggunakan perusahaan manufaktur di Indonesia, Febriana dan Yulianto (2017) menemukan bahwa penentuan struktur modal memberlakukan teori *pecking order*. Dengan menggunakan perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI, Oktavina dan Manalu (2018) menemukan juga bahwa keputusan pendanaan memberlakukan teori *pecking order*. Sejalan dengan pemberlakuan teori *pecking order* tersebut, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Temuan ini sejalan juga dengan temuan Hamidah *et al.* (2016) dan Betavia (2019) yang juga meneliti perusahaan manufaktur di Indonesia, yaitu profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Temuan penelitian ini juga sejalan

dengan temuan Malinić, Denčić-Mihajlov, dan Ljubenović (2013) yang telah meneliti perusahaan di Serbia.

KESIMPULAN DAN SARAN

Dengan memperhatikan hasil analisis data, temuan penelitian ini meliputi: 1) pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh positif pada struktur modal, 2) struktur aset mempunyai pengaruh positif pada struktur modal, dan 3) profitabilitas mempunyai pengaruh negatif pada struktur modal. Penelitian ini mengacu pada beberapa teori struktur modal yang ada. Dengan temuan yang mendukung semua hipotesis, temuan ini juga mendukung bahwa semua teori struktur modal bersifat tidak *mutually exclusive*. Dengan kata lain, semua teori yang diacu dapat digunakan semua secara bersamaan dalam menentukan struktur modal.

Implikasi teoritis studi ini adalah teori-teori yang digunakan untuk meneliti perusahaan manufaktur ini digunakan dalam penentuan struktur modal. Implikasi praktik studi ini adalah pertumbuhan penjualan, struktur aset, dan profitabilitas dapat menjadi pertimbangan perusahaan dalam membuat kebijakan penentuan struktur modal. Di samping itu, studi ini mempunyai keterbatasan. Pertama, sampel penelitian hanya pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan terbatas pada periode tahun 2012-2015. Kedua, faktor yang diteliti hanya tiga variabel independen, yaitu pertumbuhan penjualan, struktur aset, dan profitabilitas. Dari hasil perhitungan koefisien determinasi, kemampuan variabel-variabel independen yang digunakan untuk menjelaskan variabel dependen cukup rendah. Variabel-variabel lain yang sekiranya berpengaruh terhadap struktur modal belum diteliti dalam studi ini yang dapat mengindikasikan kemampuan untuk menjelaskan dapat lebih besar.

Saran untuk penelitian berikutnya, variabel-variabel lain yang secara teoritis dan empiris dapat berpengaruh terhadap struktur modal perlu diteliti lebih lanjut, misalnya harga saham, dividen, likuiditas, *size* perusahaan, dan risiko bisnis. Selain itu, penelitian berikutnya juga perlu meneliti struktur modal perusahaan berdasarkan kelompok industrinya dan periode waktunya tidak terbatas pada empat tahun. Selanjutnya, penelitian mendatang perlu untuk meneliti struktur modal di beberapa negara.

DAFTAR REFERENSI

- Algifari, A. (2013). *Statistik Induktif untuk Ekonomi dan Bisnis*. Edisi Ketiga. Yogyakarta, Indonesia: UPP STIM YKPN.
- Ariyani, H. F., Pangestuti, I. R. D., & Raharjo, S. T. (2019). The Effect of Asset Structure, Profitability, Company Size, and Company Growth on Capital Structure (The Study of Manufacturing Companies Listed on the IDX for the Period 2013-2017). *Jurnal Bisnis Strategi*, 27(2), 123–136. <https://doi.org/10.14710/jbs.27.2.123-136>.
- Arnold, G. (2013). *Corporate Financial Management*. Fifth Edition. Harlow, Essex, England: Pearson Education Limited.
- Betavia, A. E. (2019). Analysis of Profitability, Liquidity, Dividend Policy, Growth and Asset Structure toward Capital Structure and Firm Value. 97(Piceeba), 47–57. <https://doi.org/10.2991/piceeba-19.2019.6>.

- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. (2012). *Fundamentals of Finance Management*. 7th edition. New York, USA: McGraw-Hill Irwin.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2014). *Essentials of Financial Management*. Third Edition. New Tech Park, Singapore: Cengage Learning Asia, Pte. Ltd.
- Chen, S.- Y., & Chen, L.- J. (2011). Capital Structure Determinants: An Empirical Study in Taiwan. *African Journal of Business Management*, 5(27), 10974–10983. <https://doi.org/10.5897/ajbm10.1334>.
- Dharmawan, D., Susanti, S., & Fauzi, A. (2021). Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Indonesian Journal of Economy, Business, Entrepreneurship and Finance*, 1(2), 128–140.
- Dzikriyah, D., & Sulistyawati, A. I. (2020). Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal. *Solusi*, 18(3), 99–115. <https://doi.org/10.26623/slsi.v18i3.2612>.
- Febriana, D., & Yulianto, A. (2017). Pengujian Pecking Order Theory di Indonesia. *Management Analysis Journal*, 6(2), 153–165.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions around the World: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, 38, 1–37. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1464471>.
- Hamidah, H., Iswara, I., & Mardiyati, U. (2016). The Effect of Profitability, Liquidity, Growth Sales, Operating Leverage and Tangibility on Capital Structure (Evidence from Manufacture Firm Listed on Indonesia Stock Exchange in 2011-2014). *JRMSI - Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 7(1), 96–116. <https://doi.org/10.21009/jrmsi.007.1.06>.
- Hanafi, M. M. (2008). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta, Indonesia: BPFE.
- Hanafi, M. M. (2016). *Manajemen Risiko*. Edisi Ketiga. Yogyakarta, Indonesia: UPP STIM YKPN.
- Haron, R. (2014). Capital Structure Inconclusiveness: Evidence from Malaysia, Thailand, and Singapore. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 23–38. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2012-0025>.
- Horne, J. C. V., & Wachowicz, J. M. (2009). *Fundamentals of Financial Management*. Thirteenth Edition. Edinburgh, UK: Prentice-Hall.
- Malinić, D., Denčić-Mihajlov, K., & Ljubenović, E. (2013). The Determinants of Capital Structure in Emerging Capital Markets: Evidence from Serbia. *European Research Studies Journal*, 16(2), 98–119. <https://doi.org/10.35808/ersj/391>.
- Manurung, A. H. (2021). *Keuangan Perusahaan*. Edisi Pertama. Jakarta, Indonesia: PT Adler Manurung Press.
- Miswanto, M. (2017). Equity Market Price and Its Effect on Capital Structure and Equity Issue. *Advanced Science Letters*, 23(9), 8056–8059. <https://doi.org/10.1166/asl.2017.9834>.
- Miswanto, M. (2018). Equity Issue and a Long-Term Effect of Equity Market Timing on Capital Structure. *International Journal of Engineering and Technology (UAE)*, 7(3), 82–88. <https://doi.org/10.14419/ijet.v7i3.21.17100>.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). Corporate Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.

- Moyo, V. (2015). What Drives Security Issuance Decisions of Firms Listed on the Johannesburg Stock Exchange: Market Timing or Dynamic Trade-off Theory or Both? *Journal of Applied Business Research*, 31(6), 2047–2068. <https://doi.org/10.19030/jabr.v31i6.9467>.
- Myers, S. C. (1984). Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 1–33.
- Nurrohim, H. K. P. (2008). Pengaruh Profitabilitas, Fixed Asset Ratio, Kontrol Kepemilikan, dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Sinergi Kajian Bisnis dan Manajemen*, 10(01), 11–18. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>.
- Oktavina, M., & Manalu, S. (2018). Pecking Order and Trade-off Theory in Capital Structure Analysis of Family Firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22(1), 73–82. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v22i1.1793>.
- Pamungkas, W. S., & Surwanti, A. (2021). Non-Mutually Exclusive Trade-off and Pecking Order Theories: A Study in Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 12(1), 71–87. <https://doi.org/10.18196/mb.v12i1.9542>.
- Purnamasari, I., & Hendrawati, E. (2015). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Properti dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Equilibrium*, 13(1), 62–96.
- Rasiah, D., & Kim, P. K. (2011). A Theoretical Review on the Use of the Static Trade-off Theory, the Pecking Order Theory, and the Agency Cost Theory of Capital Structure. *International Research Journal of Finance and Economics*, 63(63), 150–159.
- Ross, S. A., (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2015). *Corporate Finance*. Tenth Edition. New York, USA: McGraw-Hill Education.
- Saif-Alyousfi, A. Y. H., Md-Rus, R., Taufil-Mohd, K. N., Taib, H. M., & Shahar, H. K. (2020). Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian Firms. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 12(3–4), 283–326. <https://doi.org/10.1108/APJBA-09-2019-0202>.
- Supriyanto, E., & Falikhatun. (2008). Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Keuangan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 10(1), 13–22.
- Thausyah, N. F., & Suwitho, S. (2015). Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 4(9), 1–15.
- Tijow, A. P., Sabijono, H., & Tirayoh, V. Z. (2018). Pengaruh Struktur Aktiva dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Going Concern*, 13(3), 477–488.