

Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, dan Struktur Aktiva Pada Struktur Modal

Ida Ayu Kade Trisia Andayani¹
Ketut Alit Suardana²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
email: dayutrisiaandayani@gmail.com / telp: +6282237404800

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris dari pengaruh profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan struktur aktiva pada struktur modal. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2016. Metode penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan *non-probability* dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 34 perusahaan. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Berdasarkan hasil analisis ditemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif pada struktur modal, likuiditas tidak berpengaruh pada struktur modal, pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh pada struktur modal, dan struktur aktiva tidak berpengaruh pada struktur modal.

Kata kunci: Profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, struktur modal.

ABSTRACT

The aim of this study is to obtain empirical evidence of the influence of profitability, liquidity, sales growth, and assets structure to capital structure. The population in this study is all of property and real estates companies listed on Indonesian Stock Exchange (IDX) on 2014-2016. The sampling method is non-probability sampling with purposive sampling technique. The numbers of samples used were 34 companies. The analysis technique used in this study is multiple linier regression analysis. Based on the analysis results found that the profitability has positive effect on capital structure, liquidity has no effect on capital structure, sales growth has no effect on capotal structure, and assets structure has no effect on capital structure.

Keywords: Profitability, liquidity, sales growth, assets structure, capital structure.

PENDAHULUAN

Perusahaan didirikan dengan tujuan untuk meningkatkan kemakmuran pemiliknya melalui nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat tercermin dari harga saham perusahaan tersebut (Fama, 1978). Harga saham dapat mencerminkan kenaikan dan penurunan yang terjadi pada perusahaan akibat inflasi, suku bunga, kurs, jual

beli saham atau penambahan modal dari investor (Darmansyah, 2014). Harga saham merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan, keuntungan penjualan, serta manajemen asset. Harga saham yang tinggi juga dapat mencerminkan tingginya kemakmuran dari pemegang saham perusahaan (Mandalika, 2016).

Untuk mencapai nilai perusahaan yang optimal, perusahaan mengkombinasikan fungsi-fungsi dari manajemen keuangan, dimana setiap keputusan keuangan yang diambil perusahaan akan berdampak pada keputusan lainnya. Manajemen keuangan menyangkut keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan deviden. Kombinasi yang optimal dari fungsi-fungsi manajemen keuangan dapat meningkatkan nilai perusahaan yang berarti meningkatkan kemakmuran pemiliknya (Afzal & Rohman, 2012).

(Kumar et al, 2012) menyebutkan bahwa keputusan keuangan adalah hal yang sangat penting bagi manajer keuangan karena keputusan keuangan memiliki efek yang langsung pada kinerja keuangan dan struktur modal perusahaan. Manajer keuangan dalam memaksimalkan nilai perusahaan harus menentukan keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan deviden perusahaannya. Wiagustini (2014:6-8) menyebutkan bahwa keputusan investasi adalah keputusan keuangan yang berkaitan dengan aktivitas investasi dalam berbagai bentuk baik itu investasi jangka pendek maupun investasi jangka panjang. Kebijakan deviden adalah aktivitas keuangan yang berkaitan dengan distribusi laba yang diperoleh perusahaan. Keputusan pendanaan berkaitan dengan keputusan perusahaan dalam menentukan komposisi sumber pendanaan untuk membiayai investasinya.

Saleem et al. (2013) menyatakan bahwa struktur modal menunjuk pada perbedaan pilihan perusahaan dalam membiayai asetnya. Struktur modal perusahaan merupakan kombinasi dari utang, ekuitas, dan sumber keuangan lainnya yang digunakan untuk mendanai asset jangka panjang perusahaan. Wiagustini (2014) menyebutkan bahwa sumber dana perusahaan dapat dibedakan menjadi dua yaitu dana internal dan dana eksternal perusahaan. Dana internal perusahaan dapat bersumber dari laba ditahan dan akumulasi penyusutan, sedangkan dana eksternal perusahaan dapat bersumber dari penggunaan utang dan penerbitan saham baru.

Struktur modal merupakan keputusan penting bagi setiap perusahaan. Hal tersebut bukan karena kebutuhan untuk memaksimalkan hasil investasi, namun karena pengaruhnya dalam kemampuan perusahaan menghadapi persaingan (Markopoulou & Papadopoulos, 2009). Teori struktur modal pertama kali dikembangkan dalam artikelnya yang berjudul "*The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment*" oleh Modigliani & Miller, (1958) menyimpulkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Namun teori ini dikembangkan dengan menggunakan asumsi yang tidak realistis.

Pada tahun 1963, teori ini diperbaharui yaitu dengan efek pajak sehingga struktur modal relevan terhadap nilai perusahaan. Teori ini menyimpulkan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena adanya biaya utang dapat mengurangi pajak yang harus dibayar oleh perusahaan. Dengan menggunakan utang (bahkan menggunakan utang yang lebih banyak), perusahaan dapat meningkatkan nilainya jika ada pajak. Namun pada kenyataannya

perusahaan mempertimbangkan biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan dalam menggunakan utang (Tamonsang & Arochman, 2015).

Pecking Order Theory yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf pada tahun 1984 yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal. Apabila perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan memilih untuk menggunakan utang dibandingkan dengan penerbitan saham baru. Penerbitan saham baru merupakan upaya terakhir yang dilakukan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan modalnya (Sheikh, et al., 2012).

Julius & Obesede(2012) menyatakan bahwa teori peking order adalah salah satu cara untuk menghindari terjadinya transfer kekayaan perusahaan kepada pihak luar dan menghindari adanya efek negatif dari *adverse selection* dengan cara menghindari permasalahan ekuitas. Hal tersebut dapat menyiratkan bahwa hasil dari tindakan manajer dapat dilihat dari struktur modal karena tujuan dari *pecking order theory* yaitu kestabilan kepemilikan yang ada dan memastikan bahwa manajer mendapatkan kepercayaan dari pemegang saham.

Terdapat dua pendekatan utama yang menjelaskan *pecking order theory* (Halov & Heider, 2011). Penjelasan pertama mengacu pada biaya transaksi dari pendanaan eksternal dan penjelasan kedua mengacu pada asimetri informasi. Menurut pendekatan biaya transaksi, pemilihan sumber dana akan didasarkan pada biaya yang diperlukan untuk pendanaan tersebut. Menurut asimetri informasi, penggunaan utang lebih disukai daripada ekuitas karena

mengambil pinjaman memberikan sinyal positif bagi investor yang memiliki informasi lebih sedikit daripada manajemen.

Babu & Jain(1998) menyebutkan alasan perusahaan memilih menggunakan utang dibandingkan dengan saham baru, yaitu (1) Adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga; (2) Biaya transaksi emisi saham baru memerlukan biaya yang lebih mahal dibandingkan dengan biaya transaksi pengeluaran utang; (3) Pendanaan utang lebih mudah didapatkan dibandingkan pendanaan dengan saham; (4) Kontrol manajemen lebih besar adanya utang baru daripada saham baru. *Signalling theory* berdasarkan pada asimetri informasi dimana manajer dianggap memiliki lebih banyak informasi mengenai kesempatan investasi perusahaan dibandingkan dengan investor, dan keputusan yang diambil manajer berdasarkan kepentingan terbaik bagi pemegang saham yang ada (Myers & Maljuf, 1984). Spence (1973) menyatakan bahwa perusahaan yang baik dapat membedakan dirinya dari perusahaan yang buruk dengan mengirimkan sinyal yang dapat dipercaya mengenai kualitas mereka melalui pasar modal.

Asimetri informasi mengakibatkan ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, akan dijadikan sinyal bagi pemegang saham yang akan mengakibatkan berubahnya nilai perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang baik akan mengusahakan modal baru dengan menggunakan utang dan mencoba untuk menghindari penjualan saham (Hamidy, et al., 2015). (Sinthayani & Sedana, 2015) menyatakan bahwa *trade-off theory* menjelaskan hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan, dan penggunaan utang yang disebabkan karena struktur modal perusahaan. Struktur modal yang optimal didapatkan dengan

menyeimbangkan biaya dari utang dan keuntungan dari pembiayaan melalui utang. Pembiayaan melalui utang dapat menimbulkan perlindungan pajak dan dapat mengurangi biaya agensi (Chittenden, G., & Hutchinson, 1995). Saleem et al., (2013) menyebutkan bahwa kebijakan struktur modal juga melibatkan *trade off* antara risiko dan *return*. Dengan meningkatnya utang yang digunakan oleh perusahaan biasanya mengarah pada tingkat pengembalian yang diharapkan lebih tinggi namun dapat meningkatkan resiko utang yang lebih tinggi pula sehingga dapat menurunkan harga saham. Pada saat yang sama, tingkat pengembalian yang diharapkan lebih tinggi membuat saham lebih menarik bagi investor sehingga meningkatkan harga saham.

Eldomiaty & Ismail (2009) menyatakan bahwa struktur modal yang optimal dapat terbentuk dengan menentukan komposisi yang tepat dari penggunaan dana jangka panjang yang dapat meminimalisir biaya modal sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Pendanaan perusahaan tercermin dari penggunaan dana eksternal dan modal sendiri yang dapat diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). Berdasarkan *trade off theory* disimpulkan bahwa semakin tinggi DER, maka nilai perusahaan akan semakin meningkat selama DER belum pada titik optimal (Hamidy et al., 2015).

Faktor yang memengaruhi struktur modal yaitu profitabilitas. Tita (2011) menyatakan bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam satu tahun yang dikalkulasikan dengan *return on equity* (ROE). Dasar dari penilaian profitabilitas perusahaan yaitu laporan keuangan yang berupa neraca dan laporan rugi laba perusahaan. Dari kedua laporan

keuangan tersebut akan dapat ditentukan hasil analisis sejumlah rasio dan selanjutnya rasio ini digunakan untuk menilai beberapa aspek tertentu dari operasional perusahaan.

Teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan untuk memperoleh keuntungan yang tinggi menggunakan dana eksternal yang lebih kecil. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi, menunjukkan bahwa perusahaan memiliki dana internal yang cukup untuk memenuhi kebutuhannya sehingga dapat meminimalisir penggunaan dana eksternal (Habibah, 2015). Dengan demikian, semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba maka semakin kecil kemungkinan perusahaan dalam menggunakan utang.

Penelitian yang dilakukan oleh Windayu (2016) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif pada struktur modal karena dengan memiliki profitabilitas yang tinggi perusahaan akan mengurangi ketergantungannya pada pihak luar, karena dengan tingkat pengendalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan sebagian besar sumber pendanaannya melalui laba ditahan. Penelitian yang dilakukan oleh Wijaya & Utama (2014) dan Sari & Haryanto (2013) menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif pada struktur modal.

Likuiditas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendek yang segera harus dipenuhi. Tingkat likuiditas dapat memengaruhi kepercayaan investor maupun kreditor pada perusahaan sehingga dapat memengaruhi besaran dana eksternal yang dapat diperoleh perusahaan.

Almansyah (2011) menyebutkan bahwa terdapat empat cara untuk mengukur likuiditas perusahaan yaitu : *current ratio*, *cash ratio*, *quick ratio*, dan *working capital to total asset ratio*. Setiawati (2010) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi, cenderung tidak menggunakan dana eksternal dalam struktur modalnya karena perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan memprioritaskan penggunaan dana internalnya, sesuai dengan teori peking order.

Investor memprtimbangakan rasio likuiditas perusahaan sebagai sinyal positif karena tingkat likuiditas perusahaan yang tinggi dapat mengindikasikan bahwa perusahaan dapat memenuhi kewajiban lancarnya sehingga perusahaan dihadapkan pada resiko kebangkrutan yang rendah (Lessy, 2016). Oleh karena perusahaan perlu menjaga tingkat likuiditas agar tidak terlalu tinggi ataupun terlalu rendah (Krsitian & Khuzaini, 2014). Penelitian yang dilakukan oleh Rofiqoh (2014) dan Dwilestari (2010) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif pada struktur modal. Perusahaan yang memiliki jumlah aktiva lancar yang besar dapat menggunakan kelebihan tersebut untuk keperluan investasi sehingga meningkatnya likuiditas perusahaan dapat menurunkan utang perusahaan.

Kusumajaya (2011) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan penjualan yang mencerminkan pertumbuhan perusahaan dapat memengaruhi nilai perusahaan karena pertumbuhan perusahaan merupakan sinyal yang baik yang merupakan respon positif dari investor sehingga perusahaan mendapatkan dana eksternal dengan lebih mudah. *Trade off* teori menjelaskan bahwa perusahaan

akan menggunakan dana eksternal apabila manfaat yang diperoleh perusahaan dalam menggunakan utang lebih besar dari pada pengorbanannya. Pada saat perusahaan mengalami pertumbuhan penjualan, maka perusahaan akan membutuhkan tambahan modal untuk membiayai investasinya sehingga perusahaan akan menggunakan dana eksternal berupa utang (Norayah, 2015).

Barton & Gordon (1988) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang baik memiliki kemampuan untuk mempertahankan keuntungan. Udayani & Suaryana (2013) juga menyebutkan bahwa teori peking order menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan penjualan yang tinggi menyebabkan perusahaan membutuhkan modal yang lebih besar dan memiliki kesempatan untuk meminjam lebih banyak.

Oino & Ukaegbu (2015) menyatakan bahwa kesempatan pertumbuhan perusahaan menyebabkan perusahaan memerlukan dana yang lebih besar. Jika dana internal perusahaan tidak mencukupi, maka perusahaan akan mencari dana eksternal, termasuk utang. adanya pertumbuhan penjualan dapat memberikan sinyal yang baik, karena manajemen dinilai memiliki prospek yang bagus dan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Struktur aktiva menunjukkan perbandingan antara aktiva tetap perusahaan terhadap total aktva yang dimiliki perusahaan. Besar kecilnya aktiva yang dimiliki perusahaan dapat memengaruhi penggunaan modalnya. Perusahaan yang asetnya memadai dijadikan sebagai jaminan pinjaman cenderung akan menggunakan lebih banyak utang. Acaravci (2015) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara struktur modal dengan asset tetap karena perusahaan dengan asset tetap

biasanya lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman dan ketersediaan jaminan yang tinggi dapat mengurangi biaya utang. Habibah (2015) dan Liem et al (2013) mengungkapkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif pada struktur modal.

Bisnis *property* merupakan bisnis yang berisiko tinggi karena sumber dana utama sektor ini umumnya diperoleh melalui dana eksternal. Dana eksternal yang digunakan dalam pendanaannya yaitu kredit perbankan. Sektor *property* beroperasi dengan menggunakan aktiva tetap berupa tanah dan bangunan yang tidak dapat dikonversikan ke dalam kas dalam waktu yang singkat. Bisnis *property* memiliki karakteristik yang sulit untuk diprediksi karena pada saat terjadi pertumbuhan ekonomi bisnis ini akan mengalami *over supplied*, dan pada saat terjadi penurunan ekonomi bisnis ini akan mengalami penurunan yang drastis pula (Ariani & Wiagustini, 2017).

Pada Februari 2012 sampai pertengahan 2013, Bank Indonesia (BI) mempertahankan kebijakan suku bunga terendah dalam sejarah negara dengan ekonomi terbesar di Asia Tenggara yaitu pada 5,75%. Pada Mei 2013, sekitar 46% dari total kredit bank dialokasikan untuk pinjaman hipotek konsumen (www.indonesia-investment.com diakses pada 19 Oktober 2017). Hal tersebut mengakibatkan adanya peningkatan permintaan masyarakat akan Kredit Pemilikan Rumah (KPR). Pertumbuhan KPR yang terlalu tinggi dapat mendorong peningkatan harga aset *property* namun harga yang ditunjukkan tidak mencerminkan harga sebenarnya (*bubbles*) sehingga dapat menimbulkan risiko kredit bagi bank-bank dengan exposure kredit properti yang besar. Oleh karena itu BI mengeluarkan kebijakan *Loan to Value* (LTV) untuk mengendalikan risiko

pada penyaluran kredit kepemilikan properti dan kredit konsumsi beragunan properti (Saraswati, 2015).

Keluarnya peraturan bank sentral per 30 September 2013 yang tertuang dalam Surat Edaran (SE) BI No.15/40/DKMP tentang Penerapan Manajemen Risiko pada Bank yang Melakukan Pemberian Kredit atau Pembiayaan Pemilikan Properti, Kredit atau Pembiayaan Konsumsi Beragun Properti dan Kredit atau Pembiayaan Kendaraan Bermotor menyebabkan menurunnya pertumbuhan kredit KPR per 2014 merosot menjadi hanya 13 persen padahal tahun sebelumnya mencapai 27 persen. Hal tersebut mendorong perusahaan properti menjembatani konsumen yang ingin membeli rumah tetapi tidak bisa menggunakan KPR melalui skema "*cash installment*". Pada skema *cash installment* konsumen memperoleh kredit langsung dari developer bukan dari bank. Akibatnya rasio utang perusahaan properti mengalami kenaikan tercermin dari nilai rasio utang, *debt to equity ratio* (DER) hingga lebih dari 40 persen (www.bareksa.com diakses pada 9 Januari 2018).

Hamidy *et al* (2015) menyatakan manajemen perusahaan harus memiliki kemahiran dalam menentukan kombinasi struktur modalnya agar dapat bertahan dan tumbuh dalam industri properti yang terus melemah. Akan terdapat dua pilihan yang muncul dalam membiayai modal perusahaan yaitu cenderung menggunakan utang atau cenderung menggunakan modal sendiri. Kesalahan dalam menentukan sumber pendanaan ini dapat berakibat fatal dalam kondisi dimana bank sentral melakukan pembatasan pada besaran kredit pemilikan properti. Kombinasi struktur modal yang optimal mampu menciptakan kondisi

keuangan yang kuat dan stabil. Penelitian ini menggunakan tahun amatan 2014-2016 untuk mengetahui struktur modal perusahaan pada saat terjadi penurunan pada sektor *property* dan *real estate*. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dari profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan struktur aktiva pada struktur modal. Berdasarkan paparan tersebut dapat dibuat hipotesis penelitian sebagai berikut.

H₁ : Profitabilitas berpengaruh negatif pada struktur modal.

H₂ : Likuiditas berpengaruh negatif pada struktur modal.

H₃ : Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif pada struktur modal.

H₄ : Struktur aktiva berpengaruh positif pada struktur modal.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode analisis kuantitatif, yaitu penelitian yang analisisnya ditekankan pada data angka yang diperoleh dengan metode statistik serta dilakukan dalam rangka pengujian hipotesis sehingga diperoleh signifikansi hubungan variabel yang diteliti. Menurut Sugiyono (2016:7) metode penelitian kuantitatif dapat diartikan sebagai metode penelitian yang berlandaskan pada filsafat positivisme, digunakan untuk meneliti pada populasi atau sampel tertentu, teknik pengumpulan sampel pada umumnya dilakukan secara random, pengumpulan data menggunakan instrument penelitian, analisis data bersifat kuantitatif/statistik dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan.

Pada penelitian ini struktur modal dihitung dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER) yaitu perbandingan antara total utang dengan ekuitas (modal sendiri) yang dinyatakan dalam persen. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total

utang terhadap total modal yang dimiliki perusahaan, dimana semakin tinggi DER menunjukkan komposisi utang semakin besar dibandingkan total modal sendiri, sehingga semakin tinggi DER berdampak pada semakin besarnya beban yang ditanggung perusahaan pada pihak luar (kreditur) (Hamidy et al., 2015).

Profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Return On Equity* (ROE). Rasio ini mengukur besarnya persentase laba bersih setelah pajak dibandingkan dengan modal pemilik dimana semakin besar hasilnya akan semakin baik (Weston dan Copeland: 1999). ROE merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan modal sendiri yang dimiliki. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dari sudut pandang pemegang saham. Semakin besar pengembalian atas ekuitas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi pemegang saham (Hamidy et al., 2015).

Likuiditas dalam penelitian ini diukur dengan *quick ratio*. *Quick Ratio* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi likuiditas jangka pendek dengan asset yang paling likuid. Rasio ini tidak meliputi persediaan (yang diasumsikan sebagai asset lancar yang paling tidak likuid) sebagai angka yang dibagi. Jadi, rasio ini memberikan ukuran yang mendalam tentang likuiditas dibandingkan dengan *current ratio* (Horne dan Wachowicz, 2012:168). Pertumbuhan penjualan adalah kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun yang diukur dengan membandingkan jumlah penjualan pada tahun t setelah dikurangi tahun sebelumnya terhadap penjualan pada tahun sebelumnya (Tamonsang & Arochman, 2015).

Struktur aktiva adalah sumber-sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan dapat memberikan manfaat dimasa yang akan datang yang terdiri dari aktiva tetap, aktiva tidak berwujud, aktiva lancar, dan aktiva tidak lancar (Titman & Wessels, 1988). Pada penelitian ini struktur aktiva diukur dengan menggunakan *Fixed Asset Ratio* (FAR) yaitu perbandingan antara total aktiva tetap dengan total aktiva.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI periode 2014-2016. Sampel diambil dari populasi berdasarkan pendekatan *non-probability* dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria, yaitu (1) perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI selama tahun pengamatan 2014-2016; (2) perusahaan *property* dan *real estate* yang menerbitkan laporan tahunan secara berturut-turut pada tahun pengamatan 2014-2016. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linier berganda dalam pengolahan data. Teknik ini digunakan untuk mengestimasi nilai variabel dependen dengan menggunakan lebih dari satu variabel independen. Pengolahan data untuk analisis regresi linier berganda ini dilakukan dengan menggunakan bantuan program SPSS (*Statistics Program and Service Solution*). Adapun persamaan regresi yang dibentuk dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

- Y : Struktur Modal
- α : Konstanta
- $\beta_{1,2,3,4}$: Penaksiran Koefisien Regresi
- X_1 : Profitabilitas
- X_2 : Likuiditas

X_3 : Pertumbuhan Penjualan
 X_4 : Struktur Aktiva
 ε : Variabel Residual (Tingkat Kesalahan).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun pengamatan 2014-2016 sebanyak 46 perusahaan. Terdapat enam perusahaan yang tidak menyajikan laporan keuangan secara berturut-turut. Analisis statistik deskriptif menunjukkan terdapat sebanyak enam perusahaan tergolong memiliki data *outlier*, sehingga total sampel diperoleh sebanyak 34 perusahaan dengan 102 data laporan keuangan. Hasil uji statistik deskriptif dapat dilihat pada Tabel 1 berikut.

Tabel 1.
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Jumlah Sampel	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Nilai Rata-rata	Nilai Standar Deviasi
Struktur Modal	102	0,04	1,83	0,7273	0,47049
Profitabilitas	102	0,06	0,32	0,1001	0,07909
Likuiditas	102	0,02	7,54	1,3457	1,40620
Pertumbuhan Penjualan	102	0,06	1,40	0,0890	0,38417
Struktur Aktiva	102	0,00	0,28	0,0623	0,06735

Sumber: Data diolah, 2017

Tabel 1 menunjukkan bahwa struktur modal memiliki nilai minimum sebesar 0,04 dan nilai maksimum sebesar 1,83. Nilai rata-rata struktur modal sebesar 0,7273 yang berarti bahwa rata-rata persentase liabilitas dari ekuitas sebesar 72,73 persen. Nilai standar deviasi struktur modal sebesar 0,47049

menunjukkan bahwa terjadi perbedaan nilai struktur modal yang diteliti terhadap nilai rata-ratanya sebesar 47,05 persen.

Profitabilitas memiliki nilai minimum sebesar -0,06 dan nilai maksimum sebesar 0,32. Nilai rata-rata profitabilitas sebesar 0,1001 yang berarti bahwa rata-rata persentase laba bersih dari ekuitas sebesar 10,01 persen. Nilai standar deviasi profitabilitas sebesar 0,07909 menunjukkan bahwa terjadi perbedaan nilai profitabilitas yang diteliti terhadap nilai rata-ratanya sebesar 7,9 persen.

Likuiditas memiliki nilai minimum sebesar 0,02 dan nilai maksimum sebesar 7,54. Nilai rata-rata likuiditas sebesar 1,3457 yang berarti bahwa rata-rata persentase asset lancar dari utang lancar sebesar 134 persen. Nilai standar deviasi likuiditas sebesar 1,4062 menunjukkan bahwa terjadi perbedaan nilai likuiditas yang diteliti terhadap nilai rata-ratanya sebesar 140,62 persen. Pertumbuhan penjualan memiliki nilai minimum sebesar -0,06 dan nilai maksimum sebesar 1,40. Nilai rata-rata pertumbuhan penjualan sebesar 0,0890 berarti bahwa rata-rata persentase penjualan periode t dari penjualan periode t-1 sebesar 8,9 persen. Nilai standar deviasi pertumbuhan penjualan sebesar 0,38417 menunjukkan bahwa terjadi perbedaan nilai pertumbuhan penjualan yang diteliti terhadap nilai rata-ratanya sebesar 38,42 persen.

Struktur aktiva memiliki nilai minimum sebesar 0,00 dan nilai maksimum sebesar 0,28. Nilai rata-rata struktur aktiva sebesar 0,0623 berarti bahwa rata-rata persentase aktiva tetap dari total aktiva sebesar 6,23 persen. Nilai standar deviasi struktur aktiva sebesar 0,06735 menunjukkan bahwa terjadi perbedaan nilai struktur aktiva yang diteliti terhadap nilai rata-ratanya sebesar 6,73 persen.

Penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda. Uji asumsi klasik dilakukan untuk menghindari terjadinya bias pada hasil penelitian. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, dan uji multikolinearitas. Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah residual dari model regresi yang dibuat berdistribusi normal atau tidak. Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa koefisien Asymp. Sig (2-tailed) sebesar 0,826 dimana lebih besar dari 0,05. Hasil penelitian ini menunjukkan model persamaan regresi memiliki distribusi residual normal. Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Hasil uji autokorelasi menunjukkan hasil uji run test bahwa nilai Asymp. Sig. (2-tailed) lebih besar dari 0,05 yang berarti hipotesis nol diterima dan data yang digunakan random, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi pada data yang digunakan.

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan signifikansi masing-masing variabel bebas lebih dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa persamaan regresi tidak menunjukkan adanya heteroskedastisitas. Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Uji multikolinearitas dalam penelitian ini hanya dilakukan untuk analisis regresi linier berganda. Hasil uji multikolinearitas menunjukkan

nilai *tolerance* lebih besar dari 10 persen dan nilai VIF lebih kecil dari 10. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model regresi tidak mengandung gejala multikolinearitas.

Tabel 2.
Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Keterangan	F	Signifikansi
<i>Regression</i>	4,901	0,001
Keterangan	Nilai Beta	Signifikansi
(Constant)	0,204	0,000
Profitabilitas (X ₁)	1,493	0,001
Likuiditas (X ₂)	-0,037	0,172
Pertumbuhan Penjualan (X ₃)	-0,063	0,343
Struktur Aktiva (X ₄)	1,003	0,126
<i>Adjusted R Square</i>		0,170

Sumber: Data diolah, 2017

Koefisien determinasi (*Adjusted R Square*) sebesar 0,170 mempunyai arti bahwa 17 persen variansi dari struktur modal dipengaruhi oleh profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan struktur aktiva, sedangkan 83 persen dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian. Hasil analisis uji F menunjukkan signifikansi lebih kecil dari 0,05 ($0,001 \leq 0,05$). Hal ini berarti model penelitian dapat dikatakan mampu memprediksi observasi. Berdasarkan tabel 2 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut.

$$Y = 0,204 + 1,493X_1 - 0,037X_2 - 0,063X_3 + 1,003X_4$$

Persamaan di atas menunjukkan bahwa nilai konstanta sebesar 0,204. Nilai ini memiliki arti bahwa jika variabel bebas (profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan struktur aktiva) bernilai nol, maka variabel struktur modal perusahaan *property* dan *real estate* sebesar 0,204. Koefisien profitabilitas sebesar 1,493. Nilai ini memiliki arti, apabila profitabilitas meningkat seratus persen

menyebabkan struktur modal perusahaan meningkat 149,3 persen, dengan asumsi faktor lainnya konstan. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan akan diikuti dengan peningkatan struktur modal dan sebaliknya. Hipotesis 1 (H_1) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif pada struktur modal. Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif pada struktur modal sehingga H_1 ditolak. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Sari & Haryanto, 2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif pada struktur modal.

Hasil penelitian ini tidak mendukung *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan profit yang besar akan menggunakan dana internalnya terlebih dahulu. Hal ini dimungkinkan karena perusahaan dengan profit yang besar cenderung dapat melihat adanya peluang investasi. Adanya peluang investasi menyebabkan perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk membiayai investasi tersebut. *Trade off theory* menyatakan bahwa perusahaan akan memperhatikan manfaat yang diperoleh dan pengorbanan yang harus ditanggung perusahaan dalam menggunakan sumber dana tertentu. Sehingga apabila manfaat yang diperoleh dari menggunakan dana eksternal dalam membiayai investasi lebih besar dari pengorbanannya maka perusahaan akan meningkatkan kapasitas utang yang dapat menguntungkan perusahaan.

Perusahaan dengan profit yang besar memberikan sinyal positif bagi pihak eksternal. Investor akan lebih senang untuk berinvestasi pada perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi. Kreditor akan lebih mudah untuk memberikan

kredit pada perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi. Sehingga perusahaan dengan profitabilitas tinggi dapat lebih mudah untuk mendapatkan dana eksternal. Koefisien likuiditas sebesar -0,037. Nilai ini memiliki arti, apabila likuiditas meningkat seratus persen menyebabkan struktur modal perusahaan menurun 3,7 persen, dengan asumsi faktor lainnya konstan. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan akan diikuti dengan menurunnya struktur modal dan sebaliknya.

Hipotesis 2 (H_2) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif pada struktur modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh pada struktur modal. Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa H_2 ditolak. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Infantri (2015), dan Resino dan Syafitri (2015) yang menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh pada struktur modal. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya dapat mengindikasikan perusahaan berada dalam keadaan yang sehat.

Ghasemi & Razak (2016) meneliti pengaruh likuiditas pada struktur modal menyimpulkan bahwa *quick ratio* berpengaruh dapat berpengaruh positif pada struktur modal menunjukkan bahwa perusahaan dengan asset lancar yang tinggi (kecuali persediaan) cenderung menggunakan utang. Pengukuran dengan menggunakan *quick ratio* mengeluarkan persediaan dalam mengukur likuiditas sehingga *quick ratio* memiliki lebih banyak efek pada utang jangka pendek dibandingkan dengan utang jangka panjang. Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan nilai rata-rata likuiditas yang tinggi dan juga rata-rata struktur modal

yang tinggi. Hal ini dimungkinkan karena perusahaan dengan utang yang tinggi, menggunakan utang untuk memenuhi utang jangka pendeknya sehingga perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang tinggi.

Koefisien pertumbuhan penjualan sebesar -0,063. Nilai ini memiliki arti, apabila pertumbuhan penjualan meningkat seratus persen menyebabkan struktur modal perusahaan menurun 6,3 persen dengan asumsi faktor lainnya konstan. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan akan diikuti dengan menurunnya struktur modal perusahaan dan sebaliknya. Hipotesis 3 (H_3) menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif pada struktur modal. Hasil analisis menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh pada struktur modal. Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa H_3 ditolak.

Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh pada struktur modal. Hal ini disebabkan karena penjualan industri properti lebih banyak pada penjualan kredit. Penjualan kredit pada perusahaan properti dalam bentuk piutang sehingga beresiko menyebabkan adanya piutang tidak tertagih. Hal tersebut menyebabkan kreditur dalam memberikan kredit tidak mempertimbangkan pertumbuhan penjualan perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Wijaya & Utama (2014), dan Norayah (2015).

Koefisien struktur aktiva sebesar 1,003. Nilai ini memiliki arti, apabila struktur aktiva meningkat seratus persen menyebabkan struktur modal perusahaan meningkat 100,3 persen dengan asumsi faktor lainnya konstan. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat struktur aktiva perusahaan akan

diikuti dengan meningkatnya struktur modal perusahaan dan sebaliknya. Hipotesis 4 (H_4) menyatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif pada struktur modal. Hasil analisis menunjukkan bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh pada struktur modal. Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa H_3 ditolak.

Titman & Wessels (1988) menyatakan bahwa struktur aktiva menggambarkan sebagian jumlah aktiva yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*) yang diukur dengan aktiva tetap dibagi total aktiva. Secara umum, perusahaan yang memiliki jaminan terhadap utang akan lebih mudah mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap utang. Hasil penelitian ini menunjukkan struktur aktiva tidak dapat memprediksi nilai struktur modal. Hasil uji statistik deskriptif menunjukkan rata-rata struktur aktiva perusahaan properti yang kecil dengan rata-rata struktur modal yang sangat besar. Hal tersebut dikarenakan perusahaan lebih cenderung menggunakan aktiva untuk operasional perusahaan dan bukan digunakan untuk mengurangi resiko utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Tamonsang & Arochman (2015), dan Sari & Haryanto (2013).

Penelitian yang dilakukan dapat memberikan kontribusi mengenai pengaruh profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan struktur aktiva pada struktur modal pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2014-2016. Hasil uji dalam penelitian ini menemukan bahwa variabel independen yakni profitabilitas yang diproksikan dengan *Return On Equity* (ROE) berpengaruh positif pada struktur modal. Hasil penelitian ini tidak mendukung *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan akan cenderung menggunakan modal

sendiri dalam struktur modalnya. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan profit yang tinggi cenderung dapat melihat peluang investasi sehingga memerlukan tambahan modal. Sesuai dengan *trade off theory* maka perusahaan akan menggunakan dana eksternal apabila manfaat dari menggunakan dana eksternal lebih besar dari pengorbanannya.

Variabel independen likuiditas dalam penelitian ini tidak berpengaruh pada struktur modal. Hal ini tidak mendukung *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih mengutamakan penggunaannya internal. Variabel independen pertumbuhan penjualan dalam penelitian ini tidak berpengaruh pada struktur modal. Hal ini disebabkan karena penjualan pada perusahaan *property* dan *real estate* lebih banyak pada penjualan kredit sehingga kreditur tidak mempertimbangkan pertumbuhan penjualan dalam pemberian kredit. Variabel independen struktur aktiva dalam penelitian ini tidak berpengaruh pada struktur modal. Hal ini disebabkan karena perusahaan *property* dan *real estate* cenderung menggunakan aktiva untuk operasional perusahaan dan bukan digunakan untuk mengurangi resiko utang.

Penelitian ini memberikan implikasi bagi investor sebagai bahan pertimbangan dan pengeahuan mengenai pengaruh profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan struktur aktiva pada struktur modal perusahaan *property* dan *real estate*. Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu *stakeholder* dalam pengambilan keputusan untuk mendapatkan keputusan pendanaan yang baik.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda dapat ditarik kesimpulan sebagai yaitu profitabilitas berpengaruh positif pada struktur modal. Hal ini berarti peningkatan profitabilitas perusahaan diikuti oleh meningkatnya struktur modal perusahaan dan sebaliknya. Hal ini dimungkinkan karena adanya peluang investasi sehingga perusahaan memerlukan dana yang besar. Likuiditas tidak berpengaruh pada struktur modal. Hal ini berarti besar kecilnya likuiditas perusahaan tidak serta merta memengaruhi struktur modal perusahaan. Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh pada struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh pada struktur modal perusahaan. Struktur aktiva tidak berpengaruh pada struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat aktiva tetap yang dimiliki perusahaan tidak berpengaruh pada struktur modal perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis dan simpulan, dapat diajukan beberapa saran untuk penelitian selanjutnya yaitu perusahaan disarankan memperhatikan antara manfaat dan pengorbanan yang harus ditanggung perusahaandalam menentukan kombinasi antara hutang dan modal sendiri tetap. Variabel yang dapat memengaruhi struktur modal dalam penelitian ini yaitu profitabilitas dapat dijadikan pertimbangan bagi manajer dalam menggunakan dana eksternal karena perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi memiliki peluang investasi sehingga membutuhkan tambahan modal.

Perusahaan disarankan mempertimbangkan Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 169/PMK.010/2015 tentang Penentuan Besarnya

Perbandingan Antara Utang Dan Modal Perusahaan Untuk Keperluan Penghitungan Pajak Penghasilan. Besarnya perbandingan antara utang dan modal ditetapkan paling tinggi sebesar empat banding satu (4:1). Investor disarankan untuk berhati-hati dalam berinvestasi pada perusahaan *property* dan *real estate* karena perusahaan tersebut beroperasi menggunakan utang yang sangat tinggi. Konsumen disarankan untuk lebih jeli dalam membeli produk perusahaan *property* dan *real estate*.

REFERENSI

- Acaravci, K S. (2015). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 158–171.
- Afzal, A., & Rohman, A. 2012. Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, 1(2), 1–10.
- Almansyah, A. R. 2011. Analisis Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Food And Beverage Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi STIE ASIA Malang*.
- Wijaya, AS I. P., & Karya Utama, I. M. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Serta Harga Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 3(2302–8556), 514–530.
- Ariani, N. K. A., & Wiagustini, L. P. 2017. Faktor-Faktor yang Memengaruhi Struktur Modal Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di BEI, 6(6), hal.3168–3195.
- Babu, S., & K, J. (1998). Empirical Testing of Pecking Order Hypothesis: with Reference to Capital Structure Practice in India. *Journal of Financial and Management and Analysis*, pp:63–74.
- Barton, S. L., & J., G. P. (1988). Corporate Strategy and Capital Structure. *Strategic Management Journal*, 9(6), pp: 623–632.
- Chittenden, F. ; H., G., & Hutchinson, P. (1995). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economic*, 59–67.
- Darmasyah, HS. (2014). Pengaruh Hutang Dan Ekuitas Terhadap Harga Saham (

- Studi Empiris Pada Perusahaan Food and Beverages Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009 – 2011). *Forum Ilmiah*, 11(1), 165–185.
- Deitiana, T. (2011). Pengaruh rasio keuangan pertumbuhan penjualan dan dividen terhadap harga saham. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(1), 57–66.
- Dwilestari, A. (2010). Pengaruh struktur aktiva, pertumbuhan, dan likuiditas terhadap struktur modal perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 6(2), 153–165.
- Eldomiaty, T. I., & Ismail, M. A. (2009). Modeling capital structure decisions in a transition market: Empirical analysis of firms in Egypt. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(3), 211–233.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1978). The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *American Economic Rivew*, 53(3), 819–843.
- Ghasemi, M., & Hisyam Ab Razak, N. (2016). The Impact of Liquidity on the Capital Structure: Evidence from Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 8(10), 130.
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program IBM SPSS 23*. Edisi 7. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Habibah, M. (2015). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, Likuiditas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 4(7), 1–15.
- Halov, N., & Heider, F. (2011). Capital Structure, Risk and Asymmetric Information. *The Quarterly Journal of Finance*, 1(4), 767–809.
- Hamidy, R. R., Wiksuana, I. G. B., Gede, L., & Artini, S. (2015). Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Properti Dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan BIsnis Universitas Udayana*, 10, 665–682.
- Horne, James C. Van, and Machowicz, John M, 2012, *Fundamentals of Financial Management*, Jakarta: Salemba Empat.
- Infantri, R. D. (2015). Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan Otomotif yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ilmu Riset & Manajemen*, 4(7), 1–15.
- Jibran, Sheikh., Shakeel Ahmed Wajid., Iqbal Waheed., Tahir Masod Muhamad. 2012. Pecking at Pecking Order Theory: Evidence From Pakistan's Non-financial Sector. *Journal of Competitiveness* Vol. 4, Issue 4, pp. 86-95.

- Julius, A., & Obesede. (2012). . Pecking Order Theory of Capital Structure: Another Way to Look at it. *Journal of Business Management and Applied Economics*.
- Krsitian, N., & Khuzaini. (2014). Pengaruh Likuiditas Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Dan Rasio Aktivitas Sebagai Intervening. *Jurnal Ilmu & Riset Manajemen*, 3(12), 1–23.
- Kumar, S., Dr. Bimal Anjum, & Dr. Suman Nayar. (2012). Financing Decisions: A Study Of Pharmaceutical Companies Of India. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, 1(1), 14–28.
- Kusumajaya, Dewa. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Pascasarjana Universitas Udayana.
- Lessy, Devi Anggriyani. 2016. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Profitabilitas, dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.
- Liem, J. H., Sutejo, B. S., & Murhadi, W. R. (2013). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada industri. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1), 1–11.
- Mandalika, A. (2016). Pengaruh Struktur Aktiva , Struktur Modal , Dan Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Studi Pada Sektor Otomotif) the Influence of Assets Structure , Capital Structure and Selling Growth To Company Value of Puclic Company Listed on Indonesia. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 16(1), 207–218.
- Markopoulou, M. K., & Papadopoulos, D. L. (2009). Capital Structure Signaling Theory : Evidence From the Greek Stock Exchange. *Portuguese Journal of Management Studies*, XIV(3), 217–239.
- Merdianti Resino, Yancik Syafitri, T. W. (2015). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Manajemen STIE MDP Palembang*.
- Modigliani, F., & Miller, M H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Myers, S. C., & Maljuf. (1984). Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investor Do Not Have. *Journal of financial Economic*. (13), 187–221.

- Norayah. (2015). Pengaruh Resiko Bisnis, Struktur Aktiva, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Struktur Kepemilikan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013. *Jurnal Ekonomi*, 1–17.
- Nugroho, Adam Rizky. 2015. Longgarnya Aturan LTV Properti Lebih Untungkan Developer Perumahan, Ini Datanya. <http://www.bareksa.com/id/text/2015/06/25/longgarnya-aturan-ltv-proprieti-lebih-untungan-developer-perumahan-ini-datanya/10827/analysis>. Diakses 9 Januari 2018
- Oino, I., & Ukaegbu, B. (2015). The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian Stock Exchange. *Research in International Business and Finance*, 35, 111–121.
- Rofiqoh, N. (2014). Pengaruh Struktur Aktiva, Likuiditas, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan, 3(2).
- Saleem, F., Rafique, B., Mehmood, Q., Irfan, M., Saleem, R., Tariq, S., & Akram, G. (2013). The determination of capital structure of oil and gas firms listed on Karachi stock exchange in Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(9), 225.
- Saraswati, P. (2015). Analisis Kebijakan Bank Indonesia Tentang Loan To Value Pada Pt. Bank Tabungan Negara (Persero). Tbk Cabang Singaraja. *Jurnal Jurusan Pendidikan Ekonomi*, 4(1).
- Sari, D. V., & Haryanto, A. M. (2013). Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Aset, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2010. *Diponegoro Journal of Management*, 2(3), 1–11.
- Schaar, R.M.A. Van Der. 2015. Analisis Pasar Properti Indonesia; Overview & Kepemilikan Asing. <https://www.indonesia-investments.com/id/berita/kolom-berita/analisis-pasar-properti-indonesia-overview-kepemilikan-asing/item5728>. Diakses 19 Oktober 2017.
- Setiawati, L. (2010). Pengaruh struktur aktiva, tingkat likuiditas, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang tercatat di bursa efek indonesia. *Pengaruh Struktur Aktiva, Tingkat Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia*, 2(1).
- Sheikh, J., Shakeel Ahmed, W., Iqbal, W., & Tahir Masood, M. (2012). Pecking at Pecking Order Theory: Evidence from Pakistan's Non-financial Sector.

Journal of Competitiveness, 4(4), 86–95.

Sinthayani, D., & Sedana, I. B. P. (2015). Determinan Struktur Modal (Studi Komparatif pada Manufacture Multinational Corporation dan Domestic Corporation di BEI). *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(10), 3375–3404.

Sugiyono. 2016. *Metode Penelitian Bisnis*. Cetakan ke-18. Bandung: Alfabeta.

Spence. (1973). Job Market Signalling. *The Quarterly of Economic*.87(3) : 355-374.

Tamonsang, M., & Arochman, M. (2015). Faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham dengan struktur modal sebagai variabel moderasi. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Wiajaya Kusuma Surabaya*.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). Determinan of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.

Udayani, D., & Suaryana, I. G. N. A. (2013). Pengaruh Profitabilitas Dan Investment Opportunity Set Pada Struktur Modal. *E-Journal Akuntansi Udayana*, 2(1), 299–314.

Weston, J. Fred; Thomas E. Copeland. 1999. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan, Jilid 2, Jakarta: Binarupa Aksara.

Wiagustini, Ni Luh Putu. 2014. *Manajemen Keuangan*. Cetakan Pertama. Denpasar: Udayana University Press.

Windayu, C. R. (2016). Factors Affecting the Capital Structure in Textile and Garment Listed in Indonesia Stock Exchange. *IOSR Journal of Business and Management*, 18(10), 83–88.