

PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY*, LIKUIDITAS, *NON-DEBT TAX SHIELD* DAN *FIXED ASSET RATIO* TERHADAP STRUKTUR MODAL

Ni Kadek Tika Sukma Dewi¹
I Made Dana²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia
e-mail: tikasukmadewi@gmail.com

ABSTRAK

Struktur modal merupakan kombinasi dari utang dan modal sendiri. Keputusan pendanaan adalah keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pembelanjaan atau pembiayaan investasi. Sumber pendanaan tersebut dapat berasal dari internal maupun eksternal. Dalam menentukan keputusan struktur modal yang optimal menjadi tugas yang sangat sulit bagi para manajer keuangan karena dampaknya akan melibatkan kemakmuran perusahaan maupun orang-orang didalamnya, para manajer yang bertugas menemukan proporsi penggunaan dana yang tepat bagi perusahaan. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *growth opportunity*, likuiditas, *non-debt tax shield* dan *fixed asset ratio* secara parsial terhadap struktur modal. Sampel pada penelitian ini terdiri dari perusahaan barang konsumsi di BEI yang berjumlah 32 perusahaan. Struktur modal dapat diukur dengan membandingkan antara total utang dengan total aktiva perusahaan. Hasil penelitian memperlihatkan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan antara *growth opportunity* dan NDTs dengan struktur modal. *Fixed asset ratio* menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, dan likuiditas menunjukkan pengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal.

Kata kunci: struktur modal, *growth opportunity*, likuiditas, *non-debt tax shield*, *fixed asset ratio*

ABSTRACT

The capital structure is a combination of debt and equity capital. The funding decision is a decision relating to expenditure or investment financing activities. Sources of funding may come from internal or external. In determining the optimal capital structure decisions become a very difficult task for fund managers because the impact will involve the prosperity of the company and the people in it, managers are tasked with finding the right proportion of the use of funds for perusahaan. Aim of this study was to determine the effect of growth opportunity, liquidity, non-debt tax shield and fixed asset ratio to capital structure. Samples in this study consisted of consumer goods companies in beiyang totaling 32 companies. The capital structure can be measured by comparing the total debt to total assets of the company. The results showed that there is a significant negative influence between growth opportunity and NDTs the capital structure. Fixed asset ratio showed that there is a significant positive effect on capital structure, and likuiditas showed that there is a not significant positive effect on the capital structure.

Keywords: capital structure, *growth opportunity*, liquidity, *non-debt tax shield*, *fixed asset ratio*

PENDAHULUAN

Semua perusahaan memerlukan modal untuk membiayai operasionalnya, modal perusahaan sangatlah penting karena merupakan suatu penggerak bagi segala kegiatan di dalam perusahaan. Besar kecilnya modal yang dimiliki oleh perusahaan akan sangat berpengaruh untuk segala kegiatan di dalam perusahaan tersebut. Perusahaan harus dikelola dengan sangat baik dan profesional untuk mencapai tujuan dari perusahaan itu sendiri, fungsi keuangan adalah salah satu fungsi terpenting dalam kegiatan perusahaan karena fungsi tersebut akan berkaitan dengan kepentingan banyak pihak seperti kreditur, pemegang saham, serta pihak manajemen perusahaan. Perusahaan harus melaksanakan kegiatan operasionalnya sesuai dengan tujuan dari perusahaan tersebut dibangun. Penyediaan dana merupakan aspek yang terpenting dalam pemenuhan kebutuhan operasional dan pengembangan perusahaan.

Fungsi keuangan perusahaan tersebut dikelola dengan memperhatikan unsur kebutuhan dana yang akan digunakan untuk beroperasi (Yovin, 2012). Keputusan pendanaan adalah keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pembelanjaan atau pembiayaan investasi (Wiagustini, 2014 : 6). Struktur modal merupakan aspek yang sangat penting dari semua pendanaan operasional perusahaan. Masnoon dan Saeed (2014) menyatakan keputusan struktur modal merupakan salah satu kunci keputusan keuangan dalam membiayai aktiva dan meningkatkan modal bisnis. Keputusan Pendanaan merupakan keputusan tentang seberapa penggunaan utang dibanding ekuitas untuk pembiayaan investasi (Sheikh dan Wang, 2011).

Sumber pendanaan dapat berasal dari eksternal maupun internal, sumber pendanaan internal dapat diperoleh melalui arus kas pada operasional atau laba ditahan yang didapat dari akumulasi keuntungan pada periode-periode sebelumnya, sedangkan dana yang diperoleh secara eksternal berasal dari pinjaman atau penggunaan utang. Perusahaan yang menggunakan pendanaan melalui utang akan mengurangi biaya pajak dan dapat meningkatkan pengembalian bagi pemegang saham, namun dengan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan perusahaannya, maka perusahaan ini akan meningkatkan risiko keuangan, dimana perusahaan harus mampu membayar bunga pinjaman dari utang tersebut dan melunasinya pada waktu jatuh tempo.

Sumber pendanaan dengan berutang akan menyebabkan pihak manajemen perusahaan harus mengeluarkan kas untuk membayar pengembalian utangnya, sehingga kelebihan uang yang dimiliki perusahaan menjadi berkurang. Penggunaan utang akan lebih menguntungkan dalam kondisi ekonomi yang sedang baik karena akan menurunkan biaya modal dan meningkatkan pengembalian bagi para pemegang saham dibandingkan dengan menggunakan modal sendiri, untuk mengetahui kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya dalam pengembalian pokok utang sekaligus pokok bunga pinjaman, kreditur menginginkan perusahaan bersangkutan untuk menyampaikan laporan keuangannya secara detail, sedangkan dengan menerbitkan ekuitas berarti perusahaan memperjualbelikan bentuk kepemilikan kepada publik.

Keputusan mengenai penetapan struktur modal yang digunakan perusahaan harus dipertimbangkan dengan seksama, karena salah dalam

menetapkan struktur modal mengakibatkan terjadinya kesulitan keuangan yang mungkin dialami perusahaan, bahkan dapat menimbulkan kebangkrutan (Erma dan Yadnya, 2015), maka dalam menentukan keputusan struktur modal yang optimal menjadi tugas yang sangat sulit bagi para manajer keuangan karena dampaknya akan melibatkan kemakmuran perusahaan maupun orang-orang didalamnya, para manajer yang bertugas harus menemukan proporsi penggunaan dana yang tepat bagi perusahaan.

Secara normatif, tujuan keputusan keuangan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Wiagustini, 2014:8). Keputusan sumber dana yang digunakan akan mempengaruhi kuat atau tidaknya struktur modal perusahaan (Erma dan Yadnya, 2015), agar dapat meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan yang akan mencerminkan harga saham pada perusahaan serta kesejahteraan pemegang saham maka harus terdapat struktur modal yang baik. Biaya modal yang ditimbulkan karena keputusan pendanaan adalah konsekuensi yang disebabkan dari keputusan yang diambil manajer, oleh karena itu perusahaan dituntut untuk menganalisis dan mempertimbangkan secara seksama berbagai variabel yang mungkin bisa mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Banyak variabel yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan, penelitian Admaja (2010) menyatakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah *profitability*, *tangibility*, *growth opportunity*, *corporate tax*, *non-debt tax shield*, dan *inflation rate*. Penelitian Seftianne dan Handayani (2011), berpendapat bahwa faktor-faktor yang

memengaruhi struktur modal yaitu, profitabilitas, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, risiko bisnis, *growth opportunity*, dan struktur aktiva. Penelitian Yahdi dan Puji (2014) menyatakan bahwa faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal adalah *growth opportunity*, profitabilitas, *fixed asset ratio*, dan risiko pasar.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdapat empat variabel bebas yaitu, *growth opportunity*, likuiditas, *non-debt tax shield* dan *fixed asset ratio*. Variabel pertama dalam penelitian ini adalah *growth opportunity*. *Growth opportunity* adalah peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan dimasa mendatang untuk mengembangkan perusahaannya. Perusahaan dapat melihat prospek yang akan didapatkan dimasa yang akan datang dengan melihat peluang dari pertumbuhan tersebut. Brigham dan Houston (2012:188) menyatakan bahwa, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat menghadapi tingkat ketidakpastian yang tinggi maka perusahaan lebih cenderung mengurangi penggunaan utang (modal eksternal). *Sales growth opportunity* adalah tingkat keberhasilan kinerja perusahaan dalam satu periode tertentu (Damayanti, 2013). Hasil penelitian Erma dan Yadnya (2015) menyatakan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Perbedaan penelitian dikemukakan oleh Li dan Shun (2011), Yahdi dan Puji (2014), Hasni (2013) dan Yadav (2014) yang menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Variabel kedua dalam penelitian ini adalah likuiditas, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya dalam jangka pendek dengan dana lancar yang tersedia (Wiagustini, 2014:76), untuk menjaga agar perusahaan

selalu likuid perlu pengaturan, menjaga dan memelihara likuiditas yang baik untuk menjaga kredibilitas kepada kreditur. Perusahaan yang tidak likuid merupakan perusahaan yang tidak sehat. Hasil penelitian Wijaya dan Hadianto (2008), Munawar (2009), Alom (2013) serta Ahmed *et al.* (2010) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Perbedaan penelitian dikemukakan oleh Sabir dan Malik (2012) dan Sakti (2012) yang mengemukakan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Variabel ketiga yang digunakan dalam penelitian ini adalah *non-debt tax shield*. Menurut Abor (2008) dalam Sari dkk. (2013) *non-debt tax shield* adalah penghematan pajak sebagai akibat dari pembebanan depresiasi aktiva berwujud yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Perusahaan yang mempunyai jumlah aktiva tetap yang tinggi akan semakin banyak memperoleh keuntungan pajak yaitu berupa biaya depresiasi atau penyusutan yang dapat dikurangkan dalam menghitung besarnya pajak terutang (Tirsono, 2008).

Hasil penelitian dari Bayradaroglu (2013), Hary dan Wiksuana (2015) dan wildani (2012) menyatakan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, sedangkan penelitian dari Erma dan Yadnya (2015), Cortez dan Susanto (2012), Liem dkk. (2013), Masidonda *et al.* (2013), dan Rasoolpur (2012) menyatakan bahwa variabel *non-debt tax shield* memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.

Variabel terakhir dalam penelitian ini adalah *fixed asset ratio*, *asset* adalah aktiva yang dipergunakan oleh perusahaan untuk melakukan kegiatannya. Semakin besar *asset* yang dimiliki oleh perusahaan, semakin besar harapan untuk

melakukan aktivitas operasional (Yahdi dan Puji, 2014). Hasil penelitian dari hadianto (2010), Yahdi dan Puji (2014) menyatakan bahwa *fixed asset ratio* berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap struktur modal, berbeda dengan penelitian dari Jono dan Lina (2010) yang menyatakan bahwa *fixed asset ratio* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Terjadinya krisis finansial di Eropa dan Amerika Serikat hingga akhir tahun 2012 semakin memperparah keadaan, krisis yang terjadi telah memicu terjadinya perlambatan perdagangan internasional, hal ini berdampak pada menurunnya ekspor Indonesia di tahun 2012 (Siswaningsih, 2013). Ekspor Indonesia pada sektor non migas dari tahun 2012-2015 mengalami penurunan. Kinerja manufaktur nasional mengalami perlambatan pada November 2015 dengan mencatatkan indeks pembelian manajer (PMI), menurut riset HSBC (*The Hongkong and Shanghai Banking Corporation*), sebesar 51,5 persen dari bulan sebelumnya 51,9 persen (Kemendag,2016). Perusahaan manufaktur ditopang oleh sektor industri barang konsumsi karena industri barang konsumsi memiliki laju pertumbuhan yang paling tinggi (Kemenperin, 2013)

Perusahaan Manufaktur merupakan salah satu perusahaan yang berkontribusi besar dalam devisa dan PDB (Produk Domestik Bruto), serta perusahaan manufaktur menyerap banyak tenaga kerja. Kementerian Perindustrian Republik Indonesia menargetkan perusahaan manufaktur menyumbang 40 persen dari PDB dalam beberapa tahun kedepan (Kemenperin,2016). Pengembangan produk pada industri manufaktur akan membutuhkan pendanaan yang besar sehingga harus sangat cermat dalam menentukan struktur modalnya.

Brigham dan Houston (2011:188) menyatakan bahwa, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat menghadapi tingkat ketidakpastian yang tinggi maka perusahaan lebih cenderung mengurangi penggunaan utang (modal eksternal), dalam penelitian setiawan (2006) yang menurut pada *packing order theory*, perusahaan yang memiliki kesempatan bertumbuh tinggi akan menghadapi kesenjangan informasi yang tinggi antara manajer dan investor luar tentang kualitas proyek investasi perusahaan. Menurut Akhbar dan Bhutto (2013), perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung menjaga rasio utang mereka pada tingkat rendah, hal ini dilakukan untuk menjaga kapasitas kredit mereka pada masa-masa sulit, jadi apabila perusahaan diprediksi pada masa yang akan datang memiliki peluang pertumbuhan yang relatif tinggi maka perusahaan tersebut akan menghadapi risiko yang tinggi pula karena tingkat ketidakpastian akan semakin tinggi, oleh karena itu perusahaan akan cenderung lebih menggunakan dana internalnya dari pada berutang untuk menghindari risiko gagal bayar kredit. Sejalan dengan *packing order theory* yang menganjurkan agar perusahaan menggunakan pendanaan secara internal terlebih dahulu jika pendanaan secara internal tidak mencukupi barulah menggunakan pendanaan secara berutang, karena pendanaan secara berutang memiliki risiko yang lebih tinggi. Sejalan dengan penelitian Chu dan Hoàng (2013), saleen *et al.* (2013), Murhadi (2011) yang menyatakan bahwa *sales growth opportunity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Berdasarkan kajian teori dan kajian empiris sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : *Growth Opportunity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal

Likuiditas merupakan salah satu faktor yang dapat memengaruhi struktur modal, likuiditas dijadikan ukuran oleh para kreditur dalam menilai kelayakan calon debiturnya, agar kreditur mengalami kerugian akibat gagal bayar. Aktiva lancar dapat digunakan sebagai jaminan utang lancar akan dibayar apabila kas tidak cukup. Menurut *Pecking Order Theory*, perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi memiliki dana internal yang besar sehingga perusahaan tersebut akan lebih memilih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal (utang), sejalan dengan pendapat Widayanti dkk (2016) Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi memiliki dana internal yang besar sehingga perusahaan tersebut akan menggunakan dana internalnya terlebih dahulu sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui utang, jadi ketika perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang tinggi maka penggunaan utang dalam perusahaan tersebut akan mengalami penurunan karena perusahaan memiliki dana internal yang besar untuk biaya operasinya. Sejalan dengan hasil penelitian Alom (2013), Munawar (2009) serta Sarlija and Harc (2013) menunjukkan bahwa variabel likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Berdasarkan kajian teori dan kajian empiris sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H2 : Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal

Perusahaan dengan *Non-debt tax shield* yang tinggi akan cenderung mengharapkan arus kas meliputi pengurangan utang. Menurut Brigham dan Houston (2011:155) salah satu alasan utama menggunakan utang adalah karena bunga merupakan pengurang pajak, yang selanjutnya akan mengurangi biaya utang efektif, semakin besar laba perusahaan akan semakin tinggi tarif pajak penghasilan (*corporate tax rate*) yang diterapkan dan akan semakin besar keuntungan pajak yang diperoleh perusahaan dari pengurangan biaya bunga utang tersebut. *Pecking order theory* (Myers, 1984 dalam Sari dkk, 2013), menyatakan bahwa perusahaan dengan *non debt tax shield* yang tinggi akan menurunkan tingkat utang perusahaan jika keuntungan (laba) perusahaan meningkat. Apabila *non-debt tax shield* perusahaan tinggi maka struktur modal perusahaan tersebut akan rendah, karena jumlah utang yang digunakan rendah. Teori tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan Cortez dan Susanto (2012) yang menyatakan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, perusahaan yang memiliki biaya depresiasi tinggi akan mendorong perusahaan untuk menggunakan utang yang rendah. Beberapa penelitian yang dilakukan Liem dkk (2013), Masidonda *et al.* (2013), dan Rasoolpur *et al.* (2012) menunjukkan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Berdasarkan kajian teori dan kajian empiris sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : *Non-debt tax shield* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal

Perusahaan yang memiliki pertumbuhan cepat seringkali harus meningkatkan aset tetapnya, sehingga aset tetapnya akan dijadikan alat ukur atas jumlah aset perusahaan atau disebut juga dengan *fixed asset ratio*. Perusahaan yang memiliki aset tetap yang tergolong besar dapat menggunakan utang yang lebih besar, karena aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan dapat dijadikan sebagai jaminan pada saat meminjam uang pada sebuah bank, jadi perusahaan dengan aset tetap yang lebih tinggi akan lebih mudah untuk meminjam uang pada bank karena kreditur merasa aman jika meminjamkan dana kepada perusahaan yang memiliki aset tetap yang tinggi karena aset tersebut dapat dijadikan jaminan. Jono dan Lina (2010) menyatakan bahwa *fixed asset ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Berdasarkan kajian teori dan kajian empiris sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H4 : *Fixed asset ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh Pengaruh *growth opportunity*, likuiditas, *non-debt tax shield* dan *fixed asset ratio* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur. Rancangan penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah asosiatif (hubungan). Jenis hubungan dalam penelitian ini adalah hubungan sebab akibat (kausal) karena bertujuan untuk mencari hubungan (pengaruh) sebab akibat. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder eksternal dalam bentuk laporan keuangan yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan yang dipublikasikan oleh BEI dari tahun 2012-2015.

Ruang lingkup penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi di Bursa Efek Indonesia dengan mengakses website www.idx.com. Objek dalam penelitian ini adalah struktur modal perusahaan yang diproksikan dengan DAR pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2012-2015.

Variabel terikat (*dependent*) yaitu variabel yang akan terkena pengaruh dari variabel bebas. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah struktur modal (Y). Struktur modal dalam penelitian ini dihitung dengan *debt to assets ratio* (DAR) yaitu perbandingan antara total utang dengan total aktiva perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi di BEI periode 2012-2015 yang diukur dengan skala rasio dengan satuan persentase.

Variabel bebas (*independent*) yaitu variabel yang akan menjadi sebab perubahan atau timbulnya variabel terikat (Sugiyono, 2010:59). Variabel bebas dalam penelitian ini adalah *growth opportunity* (X1), likuiditas (X2), *non-debt tax shield* (X3) dan *fixed asset ratio* (X4). *Growth opportunity* dalam penelitian ini dihitung dengan pertumbuhan penjualan, yaitu selisih penjualan saat ini dengan penjualan tahun sebelumnya dibagi dengan penjualan tahun sebelumnya pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi di BEI periode 2012-2015 yang diukur menggunakan skala rasio dengan satuan persentase. Likuiditas dalam penelitian ini dihitung dari perbandingan aktiva lancar dengan utang lancar pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi di BEI pada periode 2012-2015 yang diukur menggunakan skala rasio dengan satuan persentase. *Non-debt tax shield* (NDTS) merupakan perbandingan antara depresiasi dengan total

aktiva perusahaan manufaktur sektor barang industri di BEI periode 2012-2015 yang diukur menggunakan skala rasio dengan satuan persentase. *Fixed Asset Ratio* (FAR) dalam penelitian ini di hitung dari perbandingan antara aset tetap perusahaan dengan total *asset* dengan satuan persentase pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi di BEI periode 2012-2015.

Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2012-2015. Data yang digunakan merupakan data kuantitatif yang diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan.

Menurut Sugiyono (2010:117) populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek atau subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2015 sebanyak 32 perusahaan, sedangkan sampel menurut Sugiyono (2010:118) adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut. Sampel yang diambil pada penelitian ini menggunakan metode sensus, yaitu seluruh populasi akan menjadi sampel dalam penelitian ini, jadi sampel yang dipergunakan dalam penelitian ini sebanyak 32 perusahaan.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini disebut juga metode observasi nonpartisipan, yaitu metode pengumpulan data dengan pengamatan dimana peneliti tidak terlibat secara langsung dan hanya sebagai pengamat independen (Sugiyono, 2010:204). Metode observasi nonpartisipan

dalam penelitian ini dilakukan dengan cara mengamati dan mencatat data-data yang diperlukan pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi di BEI.

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Regresi linear berganda yaitu suatu metode statistik umum yang digunakan untuk meneliti hubungan antara sebuah variabel dependen dengan beberapa variabel independen yang diproses dengan menggunakan program *Statistical Package for Social Science (SPSS)*. Tujuan analisis regresi linear berganda adalah menggunakan nilai-nilai variabel yang diketahui untuk meramalkan nilai variabel dependen. Teknik analisis ini sangat dibutuhkan dalam berbagai pengambilan keputusan baik dalam perumusan kebijakan manajemen maupun dalam telaah ilmiah. Analisis regresi linier berganda dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui pengaruh *growth opportunity*, likuiditas, *non-debt tax shield*, dan *fixed asset ratio* terhadap struktur modal pada perusahaan barang konsumsi yang *listing* di BEI tahun 2012-2015. Menurut Janie (2012: 18) formulasi persamaan regresi linier berganda dengan menggunakan *standardized coefficient* adalah sebagai berikut:

$$Y = b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + \varepsilon \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan :

- Y* : *Struktur Modal*
- X₁* : *Growth Opportunity*
- X₂* : *Likuiditas*
- X₃* : *Non-debt Tax Shield*
- X₄* : *Fixed Asset Ratio*
- b* : Koefisien regresi
- ε* : Kesalahan residual (*error*)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh *Growth Opportunity*, Likuiditas, *Non-Debt Tax Shield* dan *Fixed Asset Ratio* perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan Barang Konsumsidi Bursa Efek Indonesia. Hasil dari analisis regresi linier berganda ditunjukkan pada Tabel 1.

Tabel 1.
Ringkasan Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	Sig
Grw. Opp	-0,194	0,023
Likuiditas	0,025	0,766
NDTS	-0,186	0,028
FAR	0,279	0,001
R Square	= 0,167	F = 6,160
Adj. R Square	= 0,140	Sig. = 0,000

Sumber: data sekunder diolah, (2016)

$$Y = -0,194X_1 + 0,025X_2 - 0,186X_3 + 0,279X_4 + e \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan :

- Y* : Struktur Modal
- X₁* : *Growth Opportunity*
- X₂* : Likuiditas
- X₃* : *Non-debt Tax Shield*
- X₄* : *Fixed Asset Ratio*
- ϵ : Kesalahan residual (*error*)

Variabel *growth opportunity* memiliki koefisien regresi sebesar -0,194 berarti bahwa apabila *growth opportunity* naik 1% maka struktur modal akan turun sebesar 19,4 % dengan asumsi bahwa variabel independen lain konstan. Variabel likuiditas memiliki koefisien regresi sebesar 0,025, berarti bahwa apabila likuiditas naik 1% maka struktur modal akan naik sebesar 2,5% dengan asumsi bahwa variabel independen lain konstan. Variabel *non-debt tax shield* memiliki koefisien regresi sebesar -0,186, berarti bahwa apabila *non-debt tax shield* naik

1% maka struktur modal akan turun sebesar 18,6% dengan asumsi bahwa variabel independen lain konstan. Variabel *fixed asset aatio* memiliki koefisien regresi sebesar 0,279, berarti bahwa apabila *fixed asset ratio* naik 1% maka struktur modal akan naik sebesar 27,9%.

Koefisien determinasi (R^2) mengukur seberapa jauh variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independennya. Pada Tabel 1 memperlihatkan bahwa besarnya nilai *R square* adalah sebesar 0,167 ini berarti bahwa 16,7% persen variasi struktur modal dipengaruhi oleh perusahaan *growth opportunity*, likuiditas, *non-debt tax shield* dan *fixed asset ratio* sedangkan sisanya 83,3 persen dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Uji statistik t menunjukkan seberapa jauh pengaruh suatu variabel independen yang terdiri *growth opportunity* (X1), likuiditas (X2), *non-debt tax shield* (X3) dan *fixed asset ratio* (X4) secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen yaitu struktur modal (Y). Hipotesis yang diajukan dapat diterima bila nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ untuk uji sisi kanan dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ untuk uji sisi kiri atau variabel independen dikatakan berpengaruh terhadap variabel dependen apabila nilai sig. < nilai $\alpha=0,05$. Hasil uji statistik t dilihat pada Tabel 2 dengan program SPSS.

Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai sig. sebesar 0,023 lebih kecil dari 0,05. Nilai t hitung sebesar -2,297 dengan tanda negatif memiliki arti bahwa *growth opportunity* mempunyai hubungan yang negatif signifikan dengan struktur modal perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi di BEI periode 2012-

2015. Hasil ini menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 yang menyatakan *growth opportunity* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, dalam penelitian ini diterima.

Tabel 2.
Ringkasan Hasil Uji t

No	Variabel	Koefisien Regresi	t_{hitung}	Sig.
1	<i>Growth Opportunity</i>	-0,151	-2,297	0,023
2	Likuiditas	3,336E-5	0,298	0,766
3	<i>Non-Debt Tax Shield</i>	-0,003	-2,223	0,028
4	<i>Fixed Asset Ratio</i>	0,003	3,298	0,001

Sumber: data sekunder diolah, (2016)

Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai sig. sebesar 0,766 lebih besar dari 0,05. Nilai t hitung sebesar 0,298 dengan tanda positif memiliki arti bahwa likuiditas mempunyai pengaruh yang tidak signifikan dengan struktur modal perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi di BEI periode 2012-2015. Hasil ini menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_2 yang menyatakan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal dalam penelitian ini ditolak.

Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai sig. sebesar 0,028 lebih kecil dari 0,05. Nilai t hitung sebesar -2,223 dengan tanda negatif memiliki arti bahwa *non-debt tax shield* mempunyai pengaruh yang negatif signifikan dengan struktur modal perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi di BEI periode 2012-2015. Hasil ini menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_3 yang menyatakan *non-debt tax shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal dalam penelitian ini diterima.

Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai sig. sebesar 0,001 lebih kecil dari 0,05. Nilai t hitung sebesar 3,298 dengan tanda positif memiliki arti bahwa *sales growth*

opportunity berpengaruh positif signifikan dengan struktur modal perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi di BEI periode 2012-2015. Hasil ini menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_4 yang menyatakan *fixed asset ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal dalam penelitian ini diterima.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi di BEI periode 2012-2015. Tercermin dari nilai koefisien regresi sebesar -0,194 dan nilai sig. t_{hitung} sebesar 0,023 lebih kecil dari 0,05 yang dapat diartikan bahwa ada pengaruh negatif signifikan antara *growth opportunity* terhadap struktur modal.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chu dan Hoàng (2013), Saleen *et al.* (2013), Murhadi (2011) yang menyatakan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Semakin tinggi peluang perusahaan tumbuh ini berarti perusahaan mengalami peningkatan dalam menghasilkan laba. Berarti semakin tinggi *growth opportunity*, maka utang yang digunakan akan semakin rendah. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi akan memiliki laba yang besar, sehingga perusahaan akan menggunakan laba tersebut untuk pembiayaan operasionalnya, sejalan dengan teori *pecking order* bahwa perusahaan yang memiliki penjualan yang tinggi lebih dianjurkan menggunakan pembiayaan internal untuk membiayai operasional perusahaan terlebih dahulu dan apabila belum mencukupi baru menggunakan pembiayaan eksternal sehingga utang yang digunakan kecil. Terdapatnya

perbedaan hasil penelitian ini disebabkan karena perbedaan lokasi penelitian serta periode penelitian yang digunakan. Bevan & Danbolt (2002) menyatakan bahwa semakin tinggi profit suatu perusahaan maka semakin besar dana internalnya sehingga penggunaan utang seharusnya akan berkurang. Adanya pengaruh yang signifikan antara *growth opportunity* dengan struktur modal menunjukkan bahwa perusahaan barang konsumsi periode 2012-2015 dalam menentukan kebijakan struktur modal mempertimbangkan *growth opportunity*, sehingga peningkatan maupun penurunan *sales growth opportunity* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Sebaliknya perbedaan penelitian yang dilakukan Li dan Shun (2011) serta Yadav (2014) yang menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal. Semakin meningkatnya pertumbuhan dari perusahaan mengindikasikan terciptanya peningkatan pertumbuhan penjualan yang menyebabkan perusahaan membutuhkan tambahan modal untuk mendukung pengembangan perusahaan. Sesuai dengan *signaling theory*, perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi akan lebih menarik bagi investor karena mengindikasikan prospek yang menguntungkan bagi investor sehingga timbul keyakinan bagi investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan. Semakin tinggi peluang pertumbuhan perusahaan maka proporsi penggunaan utang dalam struktur modalnya juga akan semakin besar karena meningkatnya ketergantungan perusahaan akan pendanaan eksternal untuk mendanai investasi barunya. Perusahaan barang konsumsi yang mengalami fluktuasi pertumbuhan akan membutuhkan modal yang besar dalam memperbaiki kualitas dan meningkatkan

efisiensi guna meningkatkan kemampuan bersaing sehingga membutuhkan dana eksternal berupa utang untuk memenuhinya, hal itu dikarenakan sumber dana internal tidak mencukupi untuk investasi tersebut. Terdapatnya perbedaan hasil penelitian disebabkan karena perbedaan lokasi penelitian serta periode penelitian yang digunakan.

Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi di BEI periode 2012-2015. Tercermin dari nilai koefisien regresi sebesar 0,025 dan nilai sig. t_{hitung} sebesar 0,766 lebih besar dari 0,05. Nilai koefisien bertanda positif dapat diartikan bahwa likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Dimitri dan Sumani (2013), Nugrahani dan Sampurno (2012), Seftianne dan Handayani (2011) yang menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Dikarenakan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya maka hal tersebut dapat mengindikasikan perusahaan berada dalam keadaan yang sehat. Pengambilan keputusan merupakan penentuan suatu keputusan yang terbaik dari sejumlah alternatif agar dapat meminimalisir risiko, menurut *pecking order theory* dimana perusahaan lebih mengandalkan dana internalnya terlebih dulu untuk pembiayaan investasi sehingga apabila kekurangan maka baru menggunakan pendanaan eksternalnya. Berbanding terbalik dengan teori MM dengan pajak yang menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan adalah 100 persen utang, namun pada industri

barang konsumsi teori *pecking order* memiliki *anomaly* karena industri ini memiliki potensi yang cukup menjanjikan sebab produknya dikonsumsi oleh masyarakat banyak terutama untuk kebutuhan sehari-hari karena dalam keadaan apapun masyarakat akan membutuhkan komoditi ini, seharusnya perusahaan tidak perlu takut menggunakan dana eksternal karena penjualan pada sektor ini cenderung stabil, tetapi keputusan pendanaan perusahaan akan ditentukan oleh faktor personal manajer keuangan perusahaan. Pada dasarnya ada 3 jenis sifat investor yaitu *risk averse* (menolak risiko), *risk neutral* (netral risiko), *risk taker* (pengambil risiko), manajer dengan sifat *risk averse* akan cenderung lebih menggunakan dana internalnya karena akan memiliki risiko yang rendah.

Aktiva lancar sendiri adalah bagian dari variabel ukuran perusahaan, karena aktiva lancar adalah bagian dari total aktiva. Implikasinya, semakin tinggi aktiva lancar semakin besar ukuran perusahaan tersebut. Salah satu bagian dari aktiva lancar adalah persediaan barang dagang. Persediaan barang dagang juga merupakan bagian dari pertumbuhan penjualan. Persediaan barang dagang ini mempengaruhi besar penjualan, apabila persediaan selalu ada maka permintaan penjualan akan terpenuhi sehingga penjualannya lancar. Adanya pengaruh yang tidak signifikan antara likuiditas dengan struktur modal menunjukkan bahwa perusahaan barang konsumsi di Bursa Efek Indonesia dalam menentukan kebijakan struktur modal tidak mempertimbangkan likuiditas, sehingga peningkatan maupun penurunan likuiditas tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Perbedaan hasil penelitian ditemukan Hardanti dan Gunawan (2010) menyebutkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki likuiditas perusahaan yang tinggi berarti perusahaan memiliki *internal financing* yang akan cukup digunakan untuk membayar kewajibannya sehingga struktur modal juga berkurang (Ramlall, 2009). Terdapatnya perbedaan hasil penelitian disebabkan karena perbedaan lokasi penelitian serta periode penelitian yang digunakan.

Hasil penelitian yang dilakukan antara *non-debt tax shield* dengan struktur modal memunculkan simpulan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi di BEI periode 2012-2015.. Tercermin dari nilai koefisien regresi sebesar -0,186 dengan nilai sig. t_{hitung} $0,028 < 0,05$. Nilai koefisien bertanda negatif dapat diartikan bahwa struktur aktiva memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.

Hasil penelitian yang sama didapat Liem dkk (2013), Masidonda *et al.* (2013), dan Rasoolpur *et al.* (2012). Depresiasi yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki aset tetap yang tinggi, semakin tinggi aset tetap yang diinvestasikan maka jumlah depresiasi akan semakin tinggi dan semakin besar manfaat dari pengurangan pajak yang diterima, sehingga sumber dana internal yang dimiliki semakin besar dan berakibat pada rendahnya kebutuhan akan dana eksternal berupa utang, sesuai dengan teori *pecking order* semakin besar dana internal yang dimiliki maka perusahaan akan menggunakan dana internal tersebut terlebih dahulu sebelum menggunakan utang. Hal itu sesuai dengan Undang-

Undang Nomor 36 tahun 2008 pasal 6 ayat (1) huruf b tentang Pajak Penghasilan yang menjelaskan bahwa penyusutan dapat digunakan sebagai pengurang laba kena pajak perusahaan. Perusahaan dengan aktiva tetap yang tinggi akan memperoleh keuntungan pajak yang besar yaitu, berupa biaya depresiasi yang dapat dikurangkan dalam menghitung besarnya pajak terutang. Adanya pengaruh yang signifikan antara *non-debt tax shield* dengan struktur modal menunjukkan bahwa perusahaan barang konsumsi di Bursa Efek Indonesia dalam menentukan kebijakan struktur modal dengan mempertimbangkan *non-debt tax shield*, sehingga peningkatan maupun penurunan *non-debt tax shield* akan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Perbedaan hasil penelitian ditemukan oleh Wildani (2012) yang menyebutkan bahwa NDTS berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, hal itu dikarenakan perusahaan dengan aktiva tetap yang tinggi akan cenderung menggunakan utang lebih banyak. NDTS yang diukur dengan depresiasi berkorelasi dengan aktiva tetap, dimana aktiva tetap yang besar juga akan mengakibatkan utang yang dapat digunakan perusahaan menjadi lebih besar karena aktiva tetap dapat digunakan sebagai jaminan. Selain itu semakin besar penghematan pajak yang bukan bersumber dari utang akan diikuti dengan peningkatan utang karena perusahaan yang memperoleh penghematan pajak yang bukan bersumber dari utang yang tinggi, mendorong perusahaan untuk menggunakan utang agar memperoleh manfaat penghematan pajak maksimum. Terdapatnya perbedaan hasil penelitian disebabkan karena perbedaan lokasi penelitian serta periode penelitian yang digunakan

Hasil pengujian hipotesis antara *fixed asset ratio* dengan struktur modal tercermin dari nilai koefisien regresi yaitu sebesar 0,279 dengan nilai sig. t_{hitung} sebesar 0,001 lebih kecil dari 0,05, hal ini memiliki arti bahwa *fixed asset ratio* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi di BEI periode 2012-2015. Nilai koefisien *fixed asset ratio* bertanda positif dapat diartikan bahwa memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal sedangkan nilai sig. yang lebih kecil dari 0,05 menandakan adanya pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Hasil penelitian yang sama didapatkan oleh Jono dan Lina (2010) yang menunjukkan bahwa *fixed asset ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Semakin besar aset yang dimiliki semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan, sehingga hal ini dapat meningkatkan kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Kepercayaan yang meningkat dari pihak luar membuat para kreditur dan investor lebih mudah meminjamkan dan menanamkan dananya. Selain itu perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan utang yang lebih besar, hal ini karena aset tetap yang dimiliki perusahaan dapat dijadikan sebagai jaminan utang apabila perusahaan dikatakan tidak bisa membayar kembali biaya bunga dan angsuran pokok utang atau dengan kata lain perusahaan mengalami *default*. Perusahaan yang memiliki aset yang besar cenderung memiliki risiko kebangkrutan yang relatif lebih rendah dibandingkan perusahaan yang memiliki aset yang lebih rendah.

Hasil penelitian yang berbeda didapat oleh Aditya (2006), Munawar (2009) dan Sarda (2009) yang menyatakan bahwa, *fixed asset* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, hal ini menandakan bahwa perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana internal dalam pembiayaan operasional sehingga semakin rendah *asset* yang dijadikan jaminan untuk mendapatkan utang yang berakibat pada menurunnya struktur modal, semua itu karena semakin besar aset perusahaan barang konsumsi yang tercermin dalam total asetnya mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut mampu untuk membiayai investasinya dengan menggunakan dana internal yang dihimpunnya, hal tersebut didukung oleh *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan besar seperti perusahaan barang konsumsi cenderung memilih sumber pendanaan internal (laba ditahan) untuk mengurangi risiko yang mungkin ditimbulkan dari pembuatan kebijakan utang baru. Terdapatnya perbedaan hasil penelitian ini disebabkan karena perbedaan lokasi penelitian serta periode penelitian yang digunakan.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pembahasan sebelumnya maka dapat ditarik simpulan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal dimana jika *growth* mengalami peningkatan maka struktur modal akan mengalami penurunan, jika pertumbuhan penjualan suatu perusahaan tinggi maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan berupa laba yang tinggi pula oleh karena itu perusahaan akan cenderung menggunakan dana internal yang dimiliki terlebih dahulu hal ini sesuai dengan *pecking order theory*.

Likuiditas berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal, variabel likuiditas tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal ini disebabkan oleh adanya faktor lain yang menyebabkan likuiditas tidak memiliki pengaruh, dimana perusahaan yang likuid akan mampu membayar utangnya yang akan segera jatuh tempo dengan aktiva lancar yang dimiliki oleh perusahaan tersebut, seperti faktor *tax-shield* yang mungkin akan lebih dipertimbangkan oleh para emiten dalam menggunakan modal eksternalnya, dimana penekanan tingkat utang sampai batas tertentu mampu dilakukan oleh perusahaan yang likuid untuk mendapatkan *tax-shield*. NDTS merupakan perbandingan penyusutan dengan total *asset* dan *current ratio* dihitung dengan perbandingan aktiva lancar dengan utang lancar dimana aktiva lancar merupakan bagian dari total *asset* yang digunakan untuk menghitung NDTS dan ini terbukti dari hasil variabel NDTS yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Faktor lain seperti FAR, yaitu perbandingan *fixed asset* dengan total *asset* yang terbukti juga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan barang konsumsi periode 2012-2015.

NDTS berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, depresiasi yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki asset tetap yang tinggi dan semakin besar manfaat dari pengurangan pajak yang diterima, sehingga sumber dana internal yang dimiliki semakin besar dan berakibat pada rendahnya kebutuhan akan dana eksternal berupa utang. *Fixed asset ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, semakin besar *asset* yang dimiliki oleh perusahaan maka semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan, hasil operasional yang semakin besar maka perusahaan akan

berpeluang menghasilkan laba yang lebih tinggi, sehingga hal ini dapat meningkatkan kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Berdasarkan semua variabel yang diteliti ternyata *growth opportunity*, NDTs, dan *fixed asset ratio* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal, artinya jika *growth opportunity* dan NDTs mengalami peningkatan maka struktur modal perusahaan akan mengalami penurunan, sedangkan jika *fixed asset ratio* mengalami peningkatan maka struktur modal juga akan mengalami peningkatan, dan likuiditas berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan simpulan dan hasil analisis, berikut ini akan dikemukakan beberapa saran adalah diharapkan memperhatikan faktor-faktor yang berdampak signifikan terhadap struktur modal dalam penelitian ini yaitu *growth opportunity* perusahaan, NDTs perusahaan dan FAR perusahaan, hal ini bertujuan agar perusahaan dapat membentuk struktur modal yang optimal guna mencapai nilai perusahaan yang tinggi. Kombinasi ini diharapkan mampu memberikan manfaat dalam menyeimbangkan antara risiko dengan manfaat yang didapat perusahaan.

REFERENSI

- Aditya, Januarino. 2006. Studi Empiris Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2000-2003. *Skripsi* Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.
- Admaja, Bonifasius, Tommy, Kurniawan. 2010. Pengaruh Profitability, Tangibility, *Growth Opportunity*, Corporate Tax, Non-Debt Tax Shield, Dan Inflation Rate Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur (Penelitian Pada Perusahaan Manufaktur yang listing di BEI tahun 2006 - 2009). *Skripsi* Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Ahmed, Naveed, Zulfqar Ahmed, dan Ishfaq Ahmed. 2010. Determinant of Capital Structure: A Case of Life Insurance Sektor of Pakistan. *European*

Journal of Economic, Finance, and Administrative Sciences, 24 (24), pp: 1-6.

Akbar, Ume, Salma., dan Niaz, Ahmed, Bhutto. 2013. Determinants And Policies Of Capital Structure In The Non-Financial Firms (Personal Care Goods) Of Pakistan. *Asian Journal of Business and Management Sciences*, 2 (2), pp: 27-35.

Alom, Khairul. 2013. Capital Structure Choice of Bangladesh Firms: An Empirical Investigation. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5 (1), pp: 320-333.

Bayrakdaroglu, Ali., IlhanEge., and Nusret Yazici. 2013. A Panel Data Analysis of Capital Structure Determinants: Empirical Results from Turkish Capital Market. *International Journal of Economics and Finance*. 5 (4), pp: 131-140.

Bevan, A.A. and Danbolt, J.(2002) Capital structure and its determinants in the United Kingdom – a decompositional analysis. *Applied Financial Economics* 12 (3): pp. 159-170.

Brigham, Eugene, F., dan Houston Joel, F. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi kesebelas. Buku kedua. Jakarta: Salemba Empat.

Chu, Bá, Quý., dan Hoàng, Thị, Ánh, Ngọc. 2013. Determinant Of Capital Structure Of Construction Industri On Vietnam Stock Market. *Thesis Hochiminh City International University*.

Cortez, Michael, Angelo., dan Stevie, Susanto. 2012. The Determinants Of Corporate Capital Structure: Evidence From Japanese Manufacturing Companies. *Journal of International Business Research*, 11 (3), pp: 121-134.

Hadianto, Bram. 2010. Pengaruh Risiko Sistemik, Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Jenis Perusahaan Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Pertambangan: Pengujian Hipotesis Static-Trade Off. *Jurnal Akuntansi*, 2 (1), pp: 15-39.

Hardanti, Siti dan Gunawan, Barbara. 2010. Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko, Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 11(2), pp: 148-16.

Jono dan Lina. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(2), pp: 81-96.

Kemendag. 2016. Perkembangan Ekspor Non Migas (Sektor) Periode : 2011-2016. Publikasi <http://kemendag.go.id>. Diakses Pada Tanggal 17 Februari 2016.

- Kemenperin. 2013. Kinerja Manufaktur Melambat. Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. Jn manakarta. Publikasi <http://kemenperin.go.id/>. Diakses pada tanggal 15 Februari 2016.
- Kemenperin. 2016. Manufaktur Ditopang Sektor Barang Konsumsi. Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. Jakarta. Publikasi <http://kemenperin.go.id/>. Diakses pada tanggal 9 Oktober 2016.
- Liem, Jemmi, Halim., Warner, Ria, Murhadi., dan Bertha, Silvia, Sutejo. 2013. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Industri *Consumer Good* Yang Terdaftar di BEI Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2 (1), pp: 1-11.
- Li-Ju Chen., dan Shun-Yu Chen. 2011. How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure. *Journal of International Management Studies*, 6 (2), pp: 1-9.
- Masidonda, Jaelani, La., MS, Idrus., Ubud, Salim., dan Djumahir. 2013. Determinants of Capital Structure and Impact Capital Structure on Firm Value. *IOSR Journal of Business and Management*, 7 (3), pp: 23-30.
- Masnoon, Maryam., dan Abiha, Saeed. 2014. Capital Structure Determinants Of Kse Listed Automobile Companies. *European Scientific Journal*, 10 (13), pp: 451-461.
- Munawar, Aang. 2009. Pengaruh Analisis Aset Tetap, Likuiditas, Ukuran dan Profitabilitas Terhadap Struktur Kapital Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Reanggagading*, 9 (1), pp: 24-23.
- Murhadi, Werner, Ria. 2011. Determinant Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 13 (2), pp: 91-98.
- Ramlall, Indranarain. 2009. Determinant of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory. *International Research Journal of Finance and Economics*, 31 (31), pp: 83-92.
- Rasoolpur, Gurnam, Singh. 2012. An Empirical Analysis Of Capital Structure Determinants: Evidence From The Indian Corporate Sektor. *International Journal of Management & Information Technology*, 1 (3), pp: 1-12.
- Sarda, Sultan. 2009. Studi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2008. *Jurnal Ekonomi Balance*, 5 (1), pp: 52-68
- Sari, Dessy, Handa., Atim, Djazuli., dan Siti, Aisjah. 2013. Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 11 (1), pp: 77-84.

- Sarlija, Natasa., and Harc, Martina. 2012. The Impact of The Liquidity on The Capital Structure: a Case Study of Croation Firms. *Business System Research*, 3 (1), pp: 30-36.
- Seftianne dan Ratih, Handayani. 2011. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13 (1), pp: 39-56
- Setiawan, rahmat. 2006. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dalam persfektif packing order theory studi pada industri makanan dan minuman pada industri makanan dan minuman di BEJ. *Majalah ekonomi*, 15 (3), pp: 318-331.
- Sheikh, Nadeem Ahmed., dan Zongjun, Wang. 2011. Determinant of Capital Structure An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industri of Pakistan. *Managerial Finance*, 37 (2), pp: 117-133.
- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D)*, Bandung: Alfabeta
- Tirsono. 2008. Analisis Faktor Pajak Dan Faktor-Faktor Lain Yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Utang Pada Perusahaan- Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta. *Tesis Program Studi Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang*.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. 2014. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Cetakan Pertama. Denpasar: Udayana University Press.
- Widayanti, Triaryati, Abundanti. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Tingkat Pertumbuhan Perusahaan, Likuiditas, Dan Pajak Terhadap Struktur Modal Pada Sektor Pariwisata. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5 (6) 2016: 3761-3793.
- Wijaya, M. S. V. dan Hadiano, B. 2008. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran, Likuiditas, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel di Bursa Efek Indonesia: Sebuah Pengujian hipotesis *Pecking Order*. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 7 (1), pp: 71-84.
- Wildani, Anastasia, Rizka. 2012. Pengaruh Perubahan Tarif Pajak Penghasilan Wajib Pajak Badan Dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Struktur Modal pada perusahaan listing di BEI 2006-2010. *Skripsi Sarjana Program Studi Ekstensi Akuntansi Universitas Indonesia, Depok*.
- Yadav, Chette, Srinivas. 2014. Determinants Of The Capital Structure And Financial Leverage: Evidence Of Selected Indian Companies. *Asia Pacific Journal of Research*, 1 (12), pp: 121-130.
- Yahdi dan Puji. 2014. Pengaruh Growth Opportunity, Profitabilitas, Fixed Asset Ratio Dan Risiko Pasar Terhadap Struktur Modal. *Diponegoro Journal Of Accounting* , 03(02), pp:1-12.