



P-ISSN 2086-7603 E-ISSN 2089-5879

Official UB Gapura Prasetya

Terindeks:    
 

Anggota dari: 

HOME ABOUT LOGIN REGISTER SEARCH CURRENT ARCHIVES ANNOUNCEMENTS SITE MAP CONTACT ABSTRACTING AND INDEXING

Home > Vol 11, No 2 (2020)

## Jurnal Akuntansi Multiparadigma

Jurnal Akuntansi Multiparadigma or Journal of Multiparadigm Accounting (JAMAL) has been published since April 2010 by Universitas Brawijaya, and since 2014 has been collaborating with Masyarakat Akuntansi Multiparadigma Indonesia. JAMAL publishes scientific articles and highly appreciates creative and challenging thought to trigger the birth of accounting innovation as well as practices. JAMAL is quarterly issued on April-July, August-November, and December-March. JAMAL also uses LOCKSS system to ensure a secure and permanent archive for the journal. Today, JAMAL is indexed in ASEAN Citation Index (ACI), Directory of Open Access Journal (DOAJ), Google Scholar, Sinta, and under evaluation of Scopus. Since 2015, JAMAL is member of CrossRef, therefore each article will own a DOI (Digital Object Identifier) number. To increase publicity JAMAL can also be found in Mendeley and Academia.Edu. JAMAL is also associated with ALJEBI (Aliansi Pengelola Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia) to continuously improve its quality.

e-ISSN: 2089-5879 and p-ISSN: 2086-7603

### Announcements

#### New DOI Prefixs

Journal of Multiparadigm Accounting officially uses a new DOI prefix 10.21776. This has been started since volume 10 number 3 (2019).

Posted: 2020-01-04

#### ULUNG JAMAL 2020

Menulis suatu artikel ilmiah, khususnya untuk dipublikasikan pada jurnal, bukanlah perkara yang mudah. Banyak proses yang harus dialami oleh para penulis, mulai dari review tim editor, plagiasi, mitra bebestari, dan penyuntingan artikel sampai dipublikasikan dalam bentuk cetak dan daring. Mereka yang berhasil melalui proses publikasi artikel patut bangga.

Posted: 2020-01-01 [More...](#)

#### News: Submission to Scopus

Jurnal Akuntansi Multiparadigma has been submit for Scopus evaluation since April 23, 2019. For futher information please follow this link.

Posted: 2019-04-22 [More...](#)

[More Announcements...](#)

#### About JAMAL

- Aim and Scope
- Editorial Team
- Peer Reviewers
- Management Team
- Publication Ethics
- Copyright Notice
- Visitor Statistic
- History
- Reviewers Acknowledgement

#### User

Username

Password

Remember me

[Login](#)

#### Information for Author

- Author Guidelines
- Author Guidelines (PDF Version)
- Submissions Guidelines
- Template
- Author Fees
- Index of Authors

#### Language

Select Language

[Submit](#)

#### Tools

 **MENDELEY**

- Mendeley User Guide
- Insert Citation using Mendeley

 **grammarly**

THOMSON REUTERS  
**ENDNOTE**

## Editorial Team

### Editor in Chief

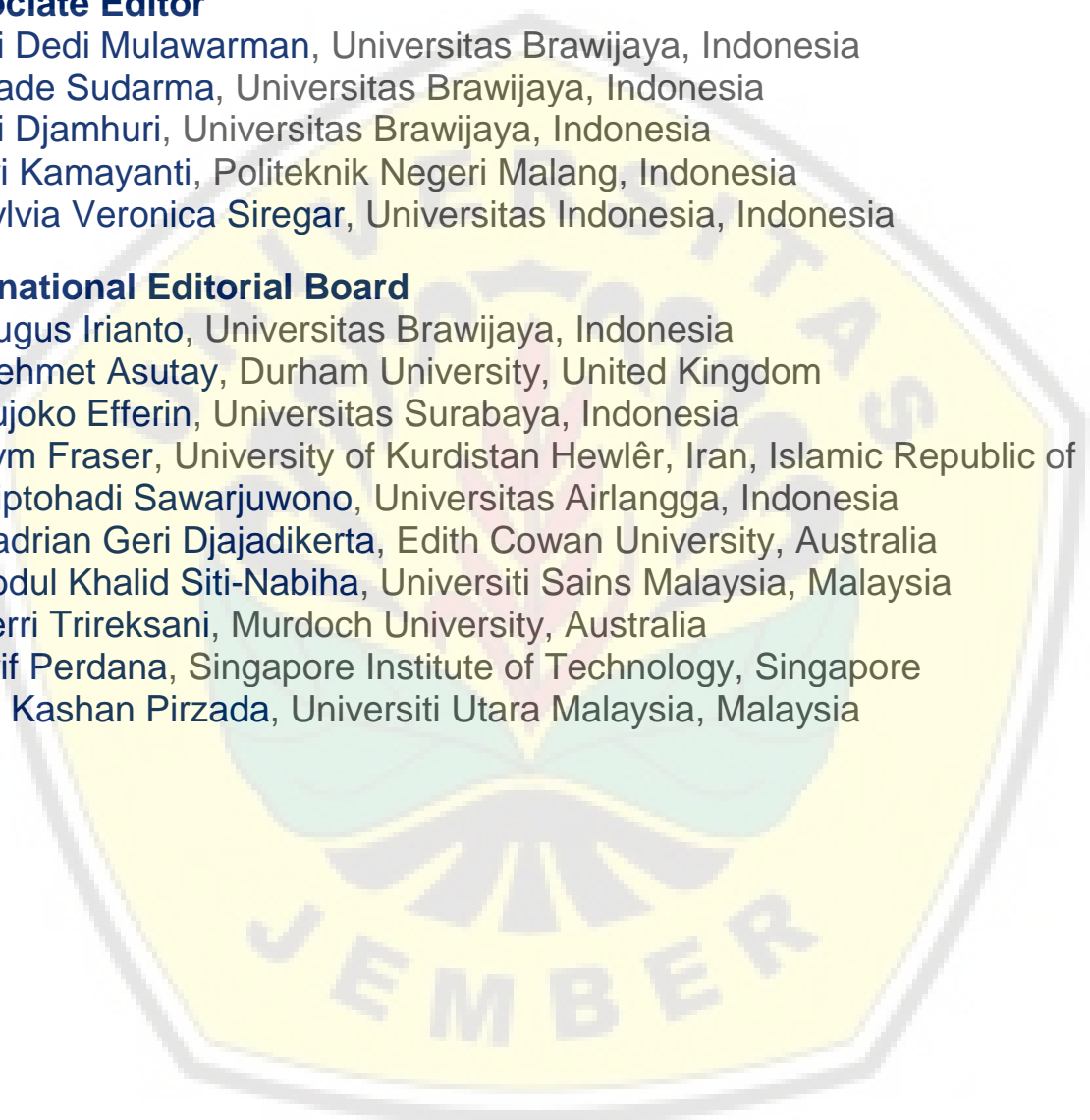
1. Iwan Triyuwono, Universitas Brawijaya, Indonesia

### Associate Editor

1. Aji Dedi Mulawarman, Universitas Brawijaya, Indonesia
2. Made Sudarma, Universitas Brawijaya, Indonesia
3. Ali Djamhuri, Universitas Brawijaya, Indonesia
4. Ari Kamayanti, Politeknik Negeri Malang, Indonesia
5. Sylvia Veronica Siregar, Universitas Indonesia, Indonesia

### International Editorial Board

1. Gugus Irianto, Universitas Brawijaya, Indonesia
2. Mehmet Asutay, Durham University, United Kingdom
3. Sujoko Efferin, Universitas Surabaya, Indonesia
4. Kym Fraser, University of Kurdistan Hewlêr, Iran, Islamic Republic of
5. Tjiptohadi Sawarjuwono, Universitas Airlangga, Indonesia
6. Hadrian Geri Djajadikerta, Edith Cowan University, Australia
7. Abdul Khalid Siti-Nabiha, Universiti Sains Malaysia, Malaysia
8. Terri Trireksani, Murdoch University, Australia
9. Arif Perdana, Singapore Institute of Technology, Singapore
10. Kashan Pirzada, Universiti Utara Malaysia, Malaysia



## Peer Reviewers

[Indra Bastian](#), Universitas Gajah Mada, Indonesia

[Krismiaji Krismiaji](#), Akademi Akuntansi YKPN, Indonesia

[Hanif Hanif](#), Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

[Astrie Krisnawati](#), Universitas Telkom, Indonesia

[Jamal Roudaki](#), Lincoln University, New Zealand

[Eka Siskawati](#), Politeknik Negeri Padang

[Syarifuddin Syarifuddin](#), Universitas Hasanuddin, Indonesia

[Ratna Ayu Damayanti](#), Universitas Hasanuddin, Indonesia

[Fivi Anggraini](#), Universitas Bung Hatta, Indonesia

[Sugiyarti Fatma Laela](#), Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Tazkia, Indonesia

[Fidiana Fidiana](#), Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia Surabaya, Indonesia

[Tri Jatmiko Wahyu Prabowo](#), Universitas Diponegoro, Indonesia

[Mohd Shukri Hanapi](#), Universiti Sains Malaysia, Malaysia

[Salim Darmadi](#), Otoritas Jasa Keuangan, Indonesia

[Harun Harun](#), University of Canberra, Australia

[Sylvia Sylvia](#), Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Nobel Indonesia, Indonesia

[Agus Fredy Maradona](#), Universitas Pendidikan Nasional, Indonesia

[Anis Chariri](#), Universitas Diponegoro, Indonesia

[Hidayatul Ihsan](#), Politeknik Negeri Padang, Indonesia

[Fitra Roman Cahaya](#), Universitas Islam Indonesia, Indonesia

[Ani Wilujeng Suryani](#), Universitas Negeri Malang, Indonesia

[Zulkarim Salampessy](#), Politeknik Negeri Ambon, Indonesia

[Novi Puspitasari](#), Universitas Jember, Indonesia

[Nur Indah Riwajanti](#), Politeknik Negeri Malang, Indonesia

[Muhammad Nur Abdullah Birton](#), Universitas Muhammadiyah Jakarta, Indonesia

# Digital Repository Universitas Jember

[Muhammad Akhyar Adnan](#), Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, Indonesia

[Arie Pratama](#), Universitas Padjadjaran, Indonesia

[Bety Nur Achadiyah](#), Universitas Negeri Malang, Indonesia

[Rangga Handika](#), Tokyo International University, Japan

[Kurnia Ekasari](#), Politeknik Negeri Malang, Indonesia

[Parulian Silaen](#), University of Wollongong, Australia

[Novrida Qudsi Iutfillah](#), Universitas Wijaya Putra, Indonesia

[Masiyah Kholmi](#), Universitas Muhammadiyah Malang, Indonesia

[Yuni Yuningsih](#), Curtin University, Australia

[Nurafni Eltivia](#), Politeknik Negeri Malang, Indonesia

[Dian Purnama Sari](#), Universitas Katolik Widaya Mandala, Indonesia

[Intiyas Utami](#), Universitas Kristen Satya Wacana, Indonesia

[Ang Swat Lin Lindawati](#), Universitas Bina Nusantara, Indonesia

[Rohmawati Kusumaningtias](#), Universitas Negeri Surabaya, Indonesia





P-ISSN 2086-7603 E-ISSN 2089-5879

Official UB Gapura Prasetya

Terindeks:    
 

Anggota dari: 

**Jurnal Akuntansi Multiparadigma**

Terakreditasi SK Kemristekdikti No. 21/E/KPT/2018

HOME ABOUT LOGIN REGISTER SEARCH CURRENT ARCHIVES ANNOUNCEMENTS SITE MAP CONTACT ABSTRACTING AND INDEXING


Home > Archives > Vol 11, No 2 (2020)

## Vol 11, No 2 (2020)

### Jurnal Akuntansi Multiparadigma (Agustus 2020 - Desember 2020)

#### Table of Contents

##### Articles

 <b>TUAH SEBAGAI SARANA PENGEMBANGAN ETIKA PENGELOLA KEUANGAN NEGARA</b> Bobby Briando, Muhamad Ali Embi, Iwan Triyuwono, Gugus Irianto	Viewed: 507 times
 <b>HOW IS THE REAL SECTOR INDEX USED FOR PRICING?</b> Any Setianingrum, Suhirman Madjid, Perdana Wahyu Santosa	Viewed: 235 times
 <b>INTERAKSI KOMITMEN DALAM DINAMIKA KEPATUHAN PAJAK</b> Yenni Mangoting, Christopher Christopher, Natasya Kiriwango, Winda Adriyani	Viewed: 247 times
 <b>AKUNTANSI LINGKUNGAN DALAM PITUTUR LUHUR KEJAWEN</b> Ria Anindita, Hamidah Hamidah	Viewed: 486 times
 <b>PANGGUNG DRAMA PENDAPATAN NARAPIDANA</b> Whedy Prasetyo	Viewed: 218 times
 <b>PERAN ENTRENCHMENT EFFECT DARI KONSENTRASI KEPEMILIKAN UNTUK PENINGKATAN KUALITAS LABA</b> Yessy Aryanti Lestari, Zahroh Naimah	Viewed: 272 times
 <b>SISI GELAP PEMIMPIN DALAM MEMOTIVASI TINDAKAN KORUPSI</b> Wirawan Hardinto, Dekar Urumsah, Aditya Pandu Wicaksono, Fitra Roman Cahaya	Viewed: 226 times
 <b>KEARIFAN LOKAL SEBAGAI SIMBOL DALAM KEPUTUSAN KEBIJAKAN PENGANGGARAN DAERAH</b> Sity Utami Makalalag, Eko Ganis Sukoharsono, Ali Djahuri	Viewed: 250 times
 <b>RELEVANKAH TEORI STRUKTUR MODAL DI INDONESIA?</b> Sumani Sumani, Ahmad Roziq, Daniel T H Manurung	Viewed: 137 times
 <b>BUDAYA SIPALLAMBI' DALAM PRAKTIK BAGI HASIL</b> Rahmawati Rahmawati, Marwah Yusuf	Viewed: 340 times
 <b>REFLEKSI NILAI DI BALIK PENETAPAN HARGA UMOONU</b> Tri Handayani Amaliah, Mattoasi Mattoasi	Viewed: 133 times
 <b>APAKAH PENGETAHUAN PAJAK DAN TINGKAT PENDIDIKAN MENINGKATKAN KEPATUHAN MEMBAYAR PAJAK?</b> Susanti Susanti, Joni Susilowibowo, Han Tantri Hardini	Viewed: 436 times
 <b>KRITIK ATAS PELAKSANAAN STANDAR AKUNTANSI RUMAH SAKIT SYARIAH</b> Abd Rohman Taufiq, Aglis Andhita Hatmawan	Viewed: 257 times

##### About JAMAL

- Aim and Scope
- Editorial Team
- Peer Reviewers
- Management Team
- Publication Ethics
- Copyright Notice
- Visitor Statistic
- History
- Reviewers Acknowledgement

##### User

Username

Password

Remember me

##### Information for Author

- Author Guidelines
- Author Guidelines (PDF Version)
- Submissions Guidelines
- Submissions Guidelines
- Template
- Author Fees
- Index of Authors

##### Language

Select Language

##### Tools

-  **MENDELEY**
  - Mendeley User Guide
  - Insert Citation using Mendeley
- 
- 
- 

##### Index

- 
- 

## RELEVANKAH TEORI STRUKTUR MODAL DI INDONESIA?

Sumani\*  
Ahmad Roziq  
Daniel Togi Manurung

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember

Jl. Kalimantan 37 – Kampus Bumi Tegal Boto, Kotak Pos 159 Jember 68121

\*) Surel: [sumani@unej.ac.id](mailto:sumani@unej.ac.id)

**Abstrak:** Tujuan penelitian untuk mengetahui relevansi teori struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia, dengan konsep *trade-off theory*, *pecking order theory* dan *agency theory*. Jumlah sampel sebanyak 102 perusahaan dengan 918 data pengamatan selama 9 tahun. Metode analisis dengan regresi data panel. Hasil pengujian menunjukkan bahwa teori struktur modal masih relevan dalam penentuan posisi keuangan perusahaan terbukti beberapa variabel penjelas yang digunakan, sebagian besar memiliki pengaruh yang bermakna dan arah korelasi yang sesuai dengan konsep teori struktur modal.

**Abstract:** The research objective is to determine the relevance of capital structure theory in manufacturing companies in Indonesia, with the concept of trade-off theory, pecking order theory and agency theory. The total sample of 102 companies with 918 observational data for nine years. The method of analysis is panel data regression. The test results show that the capital structure theory is still relevant in determining the financial position of the company proven several explanatory variables used, most of which have a significant influence and the direction of the correlation by the concept of capital structure theory.

**Kata kunci:** *agency theory*; *pecking order theory*; struktur modal; *trade-off theory*

Indonesia memiliki peran penting diantara negara-negara Asia Tenggara. Peran Indonesia tersebut ditunjukkan dengan kemajuan dan perkembangan industri manufaktur (Kontan.co.id., 2012). Sektor manufaktur merupakan suatu skala nasional yang telah memberikan kontribusi di dalam peningkatan perekonomian di Indonesia yaitu 20,27 persen sehingga peran *commodity based* dapat merubah ke arah *manufacture based* sehingga Indonesia menjadi bagian dari perusahaan manufaktur terbesar se-Asia Tenggara (<https://www.knic.co.id/>, 2019). Pertumbuhan perusahaan manufaktur (<https://kemenperin.go.id>, 2019) tentunya tidak lepas dari pengelolaan struktur modal yang tepat, karena tinggi rendahnya struktur modal akan menentukan posisi keuangan perusahaan. Ketepatan pengelolaan tersebut tentunya harus dibarengi dengan penerapan konsep teori struktur modal yang relevan. Isu struktur modal menjadi pembahasan yang sangat menarik dan relevan hingga saat sekarang, semenjak teori ini dikembangkan (Modigliani & Miller 1958). Lebih dari 50 tahun, berbagai studi berupaya mencari jawaban tentang bagaimana teori struktur dapat memengaruhi kinerja dan jumlah modal yang dibutuhkan, tentunya dengan memperhatikan *cost* and *utility* yang berasal dari pinjaman. Utang tidak stabil dan relative murah untuk diadakan, sehingga seringkali terkadang merupakan bagian yang sangat penting dalam struktur modal bagi perusahaan. Namun, kreditor tidak akan selalu memberikan pendanaan, terutama ketika resiko kredit terlalu tinggi untuk suatu perusahaan (Coyle, 2000). Penelitian (Myers & Majluf, 1984) mengelompokkan dua teori yang menjelaskan struktur modal yaitu *balance theory/trade-off theory* dan *pecking order theory*. Brigham & Houston, (2006) menambahkan dengan *agency theory*. Namun, selama ini permasalahan penelitian tentang teori struktur modal, didekati secara terpisah dan memberikan hasil yang berbeda-beda (Acaravci, 2015; Al-Maghzom et al., 2016; Brigham & Ehrhardt, 2013; Cuong, 2016; Kyissima et al., 2019; Sharma, 2018; Siromi & Chandrapala, 2017). Kebaruan dari penelitian ini adalah menelaah relevansi tiga teori struktur modal secara bersama-sama dengan variabel penjelas yang lebih banyak.

Dalam hal ini, *Pecking order theory* (POT) menganalisis apabila suatu perusahaan memiliki kemampuan memperoleh laba yang besar biasanya menggunakan utang yang sedikit ataupun sebaliknya. Ini bukan semata-mata memiliki target utang yang rendah, tetapi karena memang tidak memerlukan pendanaan eksternal sebab dana dari dalam sudah dianggap cukup (Brealey & Myers, 2002). Menurut Keown et al., (1996), Myers telah memperluas pandangan Donaldson, bahwa teori struktur modal dengan menerapkan penerapan deviden terhadap peluang investasi dan mendanai kesempatan investasi dengan terlebih dahulu mendanai dengan dana internal. Selain itu semakin meningkat struktur aset, maka dapat menunjukkan jaminan aset yang

dimiliki perusahaan semakin banyak, dan apabila perusahaan membutuhkan tambahan pendanaan maka dana internal tidak mencukupi, sehingga potensi perusahaan untuk menggunakan utang akan semakin besar, hal ini dikarenakan perusahaan punya jaminan aset yang cukup (Yau et al., 2008). Dalam penelitian ini mencoba menguji relevansi teori struktur modal dengan konsep POT, dimana proksi yang digunakan meliputi kebijakan dividen, profitabilitas dan struktur aset. Berdasarkan beberapa hasil penelitian sebelumnya proksi tersebut relevan menjelaskan teori struktur modal dengan konsep POT (Ahmed Sheikh & Wang, 2011; Brealey & Myers, 2002; Bundala, 2012; Fama & French, 2002; Fumey & Doku, 2013; Kim et al., 2006; Kyissima et al., 2019; Moh'd et al., 1998; Nuswandari, 2013; Serraqueiro, 2011; Sharma, 2018; Titman & Wessels, 1988).

Trade off theory (TOT), perusahaan akan menggali sumber pendanaan dari utang dengan cara menyeimbangkan terhadap tingkat tertentu, dimana sumber pajak yang berasal dari utang sama dengan biaya *financial distress* (Marcus, 2006). TOT memiliki dampak bahwasanya manajer berpikir tentang konsep kerangka *trade off* termasuk perlindungan pajak dan *financial distress* dalam menentukan struktur modal. Brigham & Ehrhardt, (2013) menjelaskan bagaimana *trade off theory* bagi perusahaan dapat menyelaraskan fungsi perlindungan pajak dan utang, sebab hal tersebut ada potensi kehancuran. Perusahaan yang mengalami kehancuran akan tetap memiliki kewajiban terhadap pertanggungjawaban, baik dari aspek pelaporan maupun kepatuhan pada perundang-undangan dan pada akhirnya perusahaan tersebut juga akan ditinggalkan para pembeli, supplier dan karyawan yang loyal (Brigham & Houston, 2006). Dalam penelitian ini menguji relevansi teori struktur modal dengan konsep TOT, bahwa tax shield berpengaruh terhadap struktur modal (Djumahir, 2005; Eisdorfer & O'Brien, 2012; Malenya et al., 2017; Modigliani & Miller, 1963; Moh'd et al., 1998; Sharma, 2018).

Teori Keagenan menunjukkan perusahaan merupakan kumpulan kontrak antara *principal* dengan *agent* (Jensen & Meckling, 1976). Kontrak tersebut dimaksudkan untuk menyelaraskan kepentingan terjadinya konflik (Scott, 2000). Menurut Brealey et al., (2007), hubungan keagenan dapat menimbulkan dua masalah, adanya asimetri informasi dan konflik kepentingan. Dalam mencegah atau mengurangi terjadinya masalah keagenan, tentunya akan memunculkan konsekuensi baru yaitu *agency cost* yang nantinya ditanggung oleh *principal* maupun *agent*. Penelitian yang dilakukan (Jensen & Meckling, 1976) menjelaskan biaya keagenan mencakup biaya pengawasan, biaya bonding dan biaya akibat turunnya kesejahteraan prinsipel, sedangkan Macey & O'Hara, (2003) menunjukkan satu cara untuk meminimalkan permasalahan keagenan dengan melakukan tata kelola perusahaan dengan baik (GCG). Penelitian dilakukan menguji relevansi teori struktur modal dengan konsep *agency theory*, bahwa *corporate governance* berdampak terhadap struktur modal (Josopandojo, 2019; Kajiananthan, 2012; Nuswandari, 2013; Reza & Tularam, 2017; Shyu, 2013; Su, 2010; Tariq & Rasheed, 2018).

Pengujian teori struktur modal pada perusahaan manufaktur menjadi bagian penting untuk meningkatkan efisiensi dalam kebijakan struktur modal, mengingat Indonesia menjadi basis manufaktur terbesar di Asia Tenggara. Penelitian struktur modal terkait dengan konsep POT, TOT dan *Agency Theory* masih belum banyak dilakukan terutama menganalisis tiga teori secara simultan dengan melihat relevansi teori tersebut dalam menentukan posisi keuangan perusahaan manufaktur. Fokus penelitian ini yaitu membandingkan kesesuaian kebermaknaan dan arah korelasi dengan konsep teori struktur modal. Berdasarkan hal tersebut tujuan dari penelitian menelaah relevansi teori struktur modal dalam prespektif POT, TOT dan *agency theory*. Dimana apabila hasil penelitian memiliki kebermaknaan dan arah korelasi yang sama dengan konsep teori struktur modal, maka kondisi ini mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur dalam menentukan posisi keuangan relevan dan sebaliknya.

## **METODE**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini perusahaan sektor manufaktur (menghasilkan barang berwujud) dan *listed* BEI mulai 2010 sampai dengan 2018. Teknik pengambilan sampel dengan menggunakan kriteria-kriteria tertentu yang relevan dengan tujuan penelitian (*purposive sampling*), maka jumlah sampel sebanyak 102 perusahaan. Selanjutnya periode pengamatan selama sembilan tahun (mulai tahun 2010 – 2018), alasannya tahun 2010 sebagai tahun dasar penelitian, sebab berdasarkan Pusat Komunikasi Publik Kementerian Perindustrian, bahwa pada tahun 2010 pertumbuhan sektor industri manufaktur melampaui target. Tahun 2010, perusahaan manufaktur tumbuh 5,12%, sedangkan tahun 2009, hanya tumbuh 2,56% (Kontan.co.id, 2012). Dengan menggunakan panel data, maka jumlah pengamatan sebanyak 918 pengamatan. Dalam metode estimasi model regresi dengan menggunakan data panel dapat dilakukan *Random Effect Model*. Tabel berikut menunjukkan identifikasi dan pengukuran variable penelitian.

Tabel 1. Identifikasi dan Pengukuran Variabel Penelitian

No.	Variabel Penelitian	Pengukuran Variabel	Sumber
1.	Kebijakan Dividen (DPR) ( $X_1$ )	proporsi antara deviden per lembar dengan laba per lembar	(Ding et al., 2018)
2.	Profitabilitas (ROE) ( $X_2$ )	proporsi laba bersih dengan modal sendiri	(Brealey et al., 2007)
3.	Struktur Asset (SA) ( $X_3$ )	proporsi antara aktiva tetap dengan total aktiva	(Titman & Wessels, 1988; Kyissima et al., 2019)
4.	Debt Tax Shield (DTS) ( $X_4$ )	proporsi pembayaran bunga dengan laba sebelum bunga dan pajak	(Moh'd et al., 1998; Djumahir, 2005)
5.	Non-Debt Tax Shield (NDTS) ( $X_5$ )	proporsi penyusutan ditambah amortisasi dengan asset total	(Titman & Wessels, 1988; Moh'd et al., 1998)
6.	Kepemilikan Manajerial (KM) ( $X_6$ )	proporsi kepemilikan pihak internal dengan jumlah keseluruhan saham yang beredar	(Mollah et al., 2012)
7.	Kepemilikan Institusional (KI) ( $X_7$ )	proporsi jumlah saham yang dimiliki institusi dibagi dengan total saham perusahaan	(Yang et al., 2009; Reza & Tularam, 2017)
8.	Komisaris Independen (KOI) ( $X_8$ )	proporsi jumlah <i>independent commissioners</i> yang duduk <i>di board of commissioners</i>	(Ganiyu & Abiodun, 2012; Siromi & Chandrapala, 2017)
9.	Komite Audit (KA) ( $X_9$ )	jumlah komite audit diperusahaan	(Maghzom et al., 2016)
10.	Struktur Modal (DER) ( $Y$ )	proporsi utang dengan modal sendiri	(Brealey et al., 2007; Andrés et al., 2018)

Penelitian eksplanatori adalah untuk menentukan arah hubungan antar variabel. Dalam analisis regresi, normalitas data menjadi syarat utama. Pengujiannya melalui uji *kolmogorov-smirnov*. Apabila data yang dihasilkan tidak normal sehingga persyaratan belum dipenuhi, maka langkah selanjutnya melakukan penyesuaian data, dengan cara merubah data dalam *Z-Score* (Ghozali, 2016). Model persamaan regresi berganda sebagai berikut:

Model (1): Teori struktur modal dengan konsep POT

$$DER_{it} = a_1 + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 SA_{it} + \varepsilon_{1it}$$

Model (2): Teori struktur modal dengan konsep TOT

$$DER_{it} = a_2 + \beta_4 DTS_{it} + \beta_5 NDTS_{it} + \varepsilon_{2it}$$

Model (3): Teori struktur modal dengan konsep *Agency Theory*

$$DER_{it} = a_3 + \beta_6 KM_{it} + \beta_7 KI_{it} + \beta_8 KOI_{it} + \beta_9 KA_{it} + \varepsilon_{3it}$$

Pengujian asumsi klasik, dimulai dengan melakukan pengujian normalitas model, bermaksud menganalisa apakah dalam model regresi (persamaan 1, 2 dan 3) akan berdistribusi normal atau mendekati normal. Selanjutnya ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan uji glejser (Gujarati, 2004). Selain itu uji multikolinearitas, mengetahui antar variabel independen saling terjadi korelasi atau tidak, apabila nilai tolerance lebih 0,10 dan nilai VIF kurang 10, maka tidak terdapat multikolineritas antar variabel independen. Uji autokorelasi yaitu ukuran untuk menentukan ada dan tidaknya masalah autokolerasi dengan uji Durbin-Watson (DW), yaitu jika  $d_U < DW < 4 - d_L$ , maka tidak terdapat outokolerasi dalam model regresi (Ghozali, 2016).

Dalam menguji relevansi teori struktur modal menggunakan uji statistik (Ghozali 2016). Uji yang digunakan adalah uji satu sisi dan kriteria pengujian, jika *p-value* > 0,05 maka struktur modal pada perusahaan manufaktur tidak relevan dengan konsep POT, TOT dan *Agency Theory* dan apabila *p-value* < 0,05 maka struktur modal perusahaan manufaktur relevan dengan konsep POT, TOT dan *Agency Theory*.



## HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam melakukan pengujian normalitas yaitu untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal maupun diluar itu (Ghozali, 2016). Pelaksanaan pengujian dalam penelitian ini dengan menetapkan derajat keyakinan sebesar 5% atau 0,05.

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas Data

Model	Asymp Sig (2 tailed)	Sig. (α)	Keterangan
1	.930	0.05	Berdistribusi Normal
2	.418	0.05	Berdistribusi Normal
3	.670	0.05	Berdistribusi Normal

Berdasar Tabel tersebut di atas, bahwa hasil pemeriksaan normalitas data, menunjukkan bahwa nilai *Asymp.Sig* persamaan 1 adalah sebesar 0,930, persamaan 2 sebesar 0,418, dan persamaan 3 sebesar 0,670. Hasil uji normalitas ketiga model menunjukkan lebih tinggi dari derajat keyakinan  $\alpha=0,05$ . Dengan demikian, ketiga model pendekatan teori pada struktur modal dapat dinyatakan berdistribusi normal.

Persamaan model regresi yang ditunjukkan Tabel 4, 5 dan Tabel 6, sebagai berikut:

Model (1): Teori struktur modal dengan konsep POT

$$DER = 0.552 + 0.284DPR - 0.218ROE + 0.197SA.$$

Model (2): Teori struktur modal dengan konsep TOT

$$DER = 0,356 + 0,277DTS - 0.048NDTS$$

Model (3): Teori struktur modal dengan konsep *agency theory*

$$DER = 0,321 - 0,253KM - 0.075KI + 0.142KOI - 0.218KA$$

Selanjutnya dilakukan pengujian asumsi klasik untuk mengetahui ketiga persamaan model tersebut adalah BLUE (*Best Linear Unbias Estimator*)

Tabel 3. Hasil Uji Asumsi Klasik

Coefficients <sup>a</sup>				Collinearity Statistics		Durbin-Watson
Model 1	B	t	Sig	Tolerance	VIF	
Constant	.361					2.107
DPR	.072	.812	.418	.407	2.456	
ROE	-.006	-.062	.950	.421	2.376	
SA	.075	1.502	.136	.462	2.167	
Coefficients <sup>a</sup>				Collinearity Statistics		Durbin-Watson
Model 2	B	t	Sig	Tolerance	VIF	
Constant	1.262					2.115
DTS	.005	.131	.896	.331	3.019	
NDTS	.015	.363	.717	.331	3.019	
Coefficients <sup>a</sup>				Collinearity Statistics		Durbin-Watson
Model 3	B	t	Sig	Tolerance	VIF	
Constant	.038					2.210
KM	-.036	-1.093	.277	.610	1.639	
KI	-.040	-.978	.330	.590	1.695	
KOI	.038	.793	.429	.694	1.442	
KA	-.010	-.337	.737	.998	1.002	

a. Dependent Variable: Abs\_RES

Berdasar tabel 3, Selain terpenuhi normalitas model, ketiga persamaan teori struktur modal tersebut juga tidak terjadi gejala heteroskedastisitas, yang ditandai dengan semua koefisien variabel dengan tingkat signifikansi lebih 0,05. Analisis pengujian multikolinieritas dinyatakan bahwa masing-masing variabel bebas pada semua persamaan regresi (1, 2 dan 3) dengan nilai tolerance lebih 0,10 dan nilai VIF kurang 10, sehingga menunjukkan bebas dari multikolinieritas pada semua persamaan regresi. Ketiga model tersebut juga tidak terjadi gejala autokolerasi yang dibuktikan  $d_U < DW < 4 - d_L$ , dimana model (1) yaitu  $1,789 < 2,107 < 2,540$ ; model (2) menunjukkan  $1,661 < 2,115 < 2,412$  dan model (3), yaitu  $1,832 < 2,210 < 2,538$ .

Hasil pengujian teori struktur modal dengan konsep POT (model1) ditunjukkan tabel 4 berikut:

Tabel 4. Uji Teori Struktur Modal Persamaan 1

Model	B	t	Sig	Keterangan
Constant	.552			
DPR	.284	6.678	.000	Signifikan (+)
ROE	-.218	2.283	.039	Signifikan (-)
SA	.197	2.124	.046	Signifikan (+)

Tabel 4 menunjukkan kebijakan dividen dan struktur aset berdampak dan bermakna positif terhadap struktur modal, namun profitabilitas bermakna negatif bagi struktur modal. Hasil ini mengindikasikan komposisi permodalan yang dijelaskan dengan kebijakan dividen, profitabilitas dan struktur aset terbukti relevan dengan konsep POT.

Kebijakan dividen memiliki dampak bagi struktur modal, besarnya hasil dividen yang diberikan pada periode sebelumnya, akan semakin besar posisi utang pada struktur modal. Dengan demikian pembagian dividen secara tunai akan berdampak pada kecilnya sumber dana dari dalam perusahaan untuk membiayai pertumbuhan, sehingga apabila ada kesempatan tumbuh yang lebih menguntungkan, maka perusahaan akan menggali sumber dana dari luar terutama dari utang (Fumey & Doku, 2013). Dalam praktiknya, sebenarnya perusahaan akan cukup kurang aman apabila melakukan pembagian dividen tunai yang tinggi, namun disatu sisi secara umum pemegang saham mengharapkan prosentase dividen yang besar, khususnya pada saat perusahaan mampu menghasilkan kenaikan laba bersih secara kontinyu. Sebenarnya untuk mensikapi dividen tunai dapat diganti dengan dividen saham, namun dividen saham akan dapat menarik para pemegang saham apabila kinerja perusahaan betul betul baik, tetapi jika kinerja tidak baik justru dividen saham akan menurunkan harga saham. Hal ini disebabkan jumlah saham yang beredar semakin banyak dan jumlah permintaan atas saham tersebut relative tetap.

Profitabilitas berdampak signifikan dan arah korelasi negatif terhadap perubahan struktur modal, maksudnya perusahaan manufaktur dalam menentukan kebijakan utang akan mempertimbangkan tinggi rendahnya profitabilitas, apabila profitabilitas tinggi maka utang akan berkurang dan sebaliknya. Hasil temuan ini menyatakan semakin besar laba dihasilkan perusahaan akan semakin kecil penggalan dana dari utang. Tingginya keuntungan bersih perusahaan manufaktur akan mendorong perusahaan menggunakan sumber dana internal (laba ditahan) guna membiayai pertumbuhan, namun apabila tidak cukup baru menggali sumber dana eksternal sehingga dapat meminimalisir pendanaan dari utang, hal ini sejalan terhadap POT (Myers & Majluf, 1984).

Struktur aset berdampak secara bermakna dan arah korelasi positif terhadap struktur modal, apabila aktiva tetap perusahaan meningkat, maka potensi perusahaan manufaktur untuk menggunakan utang semakin tinggi apabila sumber dana internal tidak mencukupi atau sebaliknya. Menurut (Sharma, 2018) bahwa struktur aktiva mempengaruhi pembelanjaan dalam bentuk utang, disebabkan tingginya aset berwujud yang dimiliki perusahaan manufaktur dapat digunakan sebagai jaminan untuk menambah utang. Artinya apabila perusahaan memiliki jaminan tinggi tentunya peluang untuk mendapatkan pinjaman akan semakin besar.

Hasil pengujian teori struktur modal dengan konsep TOT (model 2) ditunjukkan tabel 5 berikut:

Tabel 5. Uji Teori Struktur Modal Persamaan 2

Model	B	T	Sig	Keterangan
Constant	.356			
DTS	.277	3.671	.001	Signifikan (+)
NDTS	.048	1.037	.196	Tidak signifikan (+)

Tabel 5, DTS berkorelasi dan bermakna, namun NDTS tidak bermakna terhadap DER. Hasil ini menunjukkan struktur modal yang dijelaskan dengan debt tax shields relevan dengan konsep TOT, namun struktur modal yang dijelaskan dengan *non-debt tax shields* tidak relevan dengan konsep TOT.

*Debt tax shields* memiliki dampak yang bermakna dan dengan arah korelasi searah terhadap struktur modal perusahaan manufaktur. Maksudnya *debt tax shields* menganjurkan perusahaan untuk lebih banyak menerima pinjaman, dikarenakan bunga pinjaman yang dibebankan sebagai biaya terhadap perhitungan laba dapat mengurangi pajak penghasilan perusahaan. Dampak Pengurangan pajak dilakukan sebagai akibat dari pembayaran bunga (*debt tax shields*). Malenya et al., (2017) juga menegaskan bahwa tingginya *debt tax shields* akan menyebabkan meningkatnya utang perusahaan. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa jika perusahaan memerlukan tambahan sumber dana eksternal, maka perusahaan akan mengutamakan utang daripada *equity* karena manfaat perlindungan pajak. Dengan kata lain semakin tinggi utang perusahaan, tentunya proporsi pembayaran bunga dengan laba sebelum bunga dan pajak juga

akan semakin besar, pada akhirnya pendapatan kena pajak akan semakin kecil. Namun juga ada hal yang tidak kalah pentingnya untuk diperhatikan bahwa manfaat perlindungan pajak melalui penambahan utang apabila tidak dibatasi dan dikelola dengan baik justru akan memunculkan masalah yang lebih besar yaitu potensi perusahaan untuk bangkrut. Apabila perusahaan tersebut sudah mengarah pada bangkrut tentunya sangat sulit untuk recovery dan berkelanjutan lagi, sebab bebannya sudah terlalu besar dan dana untuk inovasi melalui R&D sangat terbatas bahkan tidak ada sehingga pada akhirnya produk perusahaan tersebut ditinggalkan oleh pasar dan ujung-ujungnya dilikuidasi.

NDTS tidak memiliki dampak terhadap DER. Hasil ini mengindikasikan sumber pendanaan yang berasal dari depresiasi dan amortisasi aktiva tetap dibandingkan dengan rata-rata kebutuhan dana setiap tahun tidak sepadan, sehingga dana tersebut tidak memberikan dampak sebagai sumber pendanaan internal untuk membiayai investasi. (Djumahir, 2005; Salawu & Agboola, 2008). Bahkan pengurangan nilai aktiva tidak berwujud seperti merek dagang, hak cipta dalam jangka waktu tertentu pada setiap periode relative kecil. Selain itu juga ditunjukkan dari beberapa informasi hasil analisis deskriptif bahwa aktiva tetap pada perusahaan manufaktur banyak yang mengalami penambahan serta pembaharuan secara terus menerus, sehingga sebagian besar dana dari depresiasi sudah digunakan sesuai dengan fungsi yang sebenarnya. Pada akhirnya keberadaan NDTS betul-betul tidak dapat sebagai sumber pendanaan jangka panjang.

Hasil pengujian teori struktur modal dengan konsep *agency theory* (model 3) ditunjukkan dalam tabel 6 berikut:

Tabel 6. Uji Teori Struktur Modal Persamaan 3

Model	B	t	Sig	Keterangan
Constant	.321			
KM	-.253	-3.671	.001	Signifikan (-)
KI	-.075	-1.037	.196	Tidak signifikan (-)
KOI	.142	1.525	.117	Tidak signifikan (+)
KA	-.218	-2.980	.038	Signifikan (-)

Tabel 6, kepemilikan manajerial (KM), komite audit (KA) berkorelasi dan bermakna, namun kepemilikan Institusional (KI) dan komisaris independen (KOI) tidak berdampak dengan komposisi permodalan. Kondisi ini mengisyaratkan bahwa komposisi permodalan yang dijelaskan KM dan KA relevan dengan konsep *agency theory*, namun determinasi struktur modal dengan kepemilikan institusional dan komisaris independen tidak relevan dengan konsep *agency theory*.

Kepemilikan manajerial memiliki korelasi bermakna dan dengan arah korelasi berlawanan terhadap struktur modal. Sejalan dengan konsep *agency theory* bahwa salah satu cara untuk meminimalkan atau bahkan menghilangkan terjadinya konflik keagenan, yaitu dengan menambahkan jumlah kepemilikan manajerial secara proporsional. Bertambahnya komposisi kepemilikan manajerial, maka pihak manajemen akan lebih leluasa dalam mengendalikan perusahaan, dengan demikian pertumbuhan perusahaan akan semakin cepat dan semakin berinovasi. Selain itu pihak manajemen akan cenderung mengurangi pendanaan dari utang, sebab penambahan utang akan menyebabkan peningkatan risiko dan meningkatkan peluang untuk bangkrut dan juga penambahan utang pada umumnya merupakan keputusan yang kurang diminati oleh para pemegang saham. Kepemilikan manajemen diketahui bisa menyelaraskan terjadinya kesenjangan kepentingan antara pemegang saham internal dengan pemegang saham eksternal, sehingga kondisi ini dapat menurunkan biaya keagenan. Manajer akan mendapatkan manfaat secara langsung dari setiap tindakan yang dibuat, namun apabila salah tentunya akan memikul beban dan konsekuensi lainnya (Nuswandari, 2013).

Kepemilikan institusional memiliki hubungan tidak bermakna terhadap struktur modal. Kondisi tersebut menjelaskan proporsi kepemilikan institusional tidak berdampak pada komposisi utang dengan modal sendiri. Dengan demikian fungsi monitoring pemilik institusional secara keseluruhan tidak mampu memitigasi masalah *asymmetry information* dan konflik keagenan (Attig et al., 2012), hal ini disebabkan perusahaan manufaktur cenderung mendanai perusahaannya dengan modal internal (Pirzada et al., 2015) atau kemungkinan kepemilikan saham institusional tidak menjadi pemilik mayoritas, sehingga tidak memiliki hak suara untuk mengontrol manajemen (Gillan & Starks, 2000). Selain itu, investor institusional pada perusahaan manufaktur tidak memiliki jumlah perwakilan yang cukup bagi jajaran direksi perusahaan untuk dapat melakukan pengawasan langsung (Sundaramurthy et al., 2005) Fenomena tersebut seperti juga ditegaskan oleh (Reza & Tularam, 2017; Yang et al., 2009). Dalam hal ini perusahaan (pihak internal) memiliki power yang kuat untuk menentukan kebijakan terkait dengan proporsi pendanaan, kondisi ini diperkuat dengan hasil analisis data diskriptif selama kurun waktu penelitian menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan saham institusional

yang cenderung tetap, namun disisi lain proporsi pendanaan mengalami perubahan secara terus menerus.

Komisaris independen tidak memiliki hubungan bermakna terhadap struktur modal. Hasil ini mengindikasikan bahwa tampaknya peran komisaris independen dalam perusahaan manufaktur belum optimal atau pihak manajemen tidak begitu mempertimbangkan saran dan hasil pengawasan dari komisaris independen, khususnya dalam setiap pengambilan keputusan yang penting terkait dengan penentuan posisi keuangan perusahaan. Kondisi ini terbukti walaupun adanya penambahan anggota komisaris independen, namun tambahan anggota tersebut diduga hanya sebatas untuk memenuhi ketentuan saja dan juga untuk meningkatkan persepsi positif pihak eksternal bahwa perusahaan memiliki pengawasan yang baik dan akuntabilitasnya tinggi. Tugas dewan komisaris independen, baik dalam fungsi pengawasan dalam setiap kebijakan yang dilakukan maupun pelaksanaan kebijakan yang dilakukan direksi dalam memberikan nasihat serta masukan belum maksimal sementara pemegang saham tertinggi masih memiliki peranan penting di dalam setiap pertimbangan yang akan ditentukan terhadap struktur modal perusahaan (Siromi & Chandrapala, 2017; Zabri et al., 2016). Namun, tugas dewan komisaris sebenarnya sangat penting, sebagai *business oversight*, komisaris selalu melakukan pemantauan terhadap pengelolaan akan kapabilitas perusahaan untuk dapat bertahan sehingga proses bisnis dapat tumbuh dan berkembang (Wallace & Zinkin, 2005).

Komite audit memiliki pengaruh bermakna dan dengan arah korelasi berlawanan (negatif) terhadap struktur modal. Bertambahnya komposisi komite audit pada perusahaan, maka potensi perusahaan manufaktur menggunakan utang semakin sedikit dan sebaliknya. Kondisi ini menunjukkan bahwa besarnya komite audit akan meningkatkan fungsi monitoring dan evaluasi internal terhadap kebijakan manajer, terutama kebijakan yang menimbulkan risiko keuangan (utang). Komite audit juga dapat merancang suatu pengendalian yang dapat membatasi manajer terhadap kebutuhan sendiri, sehingga diharapkan keputusan manajer dapat mengikat semua pihak yang berkepentingan dalam perusahaan. Maksud utamanya adalah mengurangi terjadinya *agency problem* dan membentuk keseimbangan struktur modal yang dapat mengurangi biaya modal perusahaan. Artinya, adanya komite audit akan berdampak pada keseimbangan modal perusahaan manufaktur yang terbentuk atas kepentingan bersama antara pemilik dan manajer. Dengan demikian akan menemukan komposisi yang dianggap wajar oleh manajer dan juga dianggap wajar oleh pemegang saham, sehingga akan mengurangi konflik kepentingan antar *principal* dan *agent*. Penelitian sebelumnya yang konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan (Kajananthan, 2012; Josopandojo 2019).

Hasil pengujian determinasi, untuk model regresi persamaan 1 menyatakan nilai 0,316, mengindikasikan variabel kebijakan dividen, profitabilitas dan struktur aset menjelaskan variabel struktur modal (DER) sebesar 31,6 persen dan 68,4 persen dihasilkan diluar model penelitian. Persamaan 2 menunjukkan angka sebesar 0,347, mengindikasikan DTS dan NDTs dapat menjelaskan variabel komposisi permodalan (DER) sebesar 34,7prosen sedangkan 65,3 persen dibangun yang tidak disebutkan dalam persamaan model. Model 3, menyatakan nilai koefisien determinasi sebesar 0,352, menjelaskan bahwa beberapa proksi *corporate governance* dapat menjelaskan variabel terikat (DER) sebesar 35,2 persen sedangkan 64,8 persen dibentuk diluar pengukuran. Pada umumnya kontribusi masing-masing variabel penelitian dalam setiap persamaan dalam membangun komposisi pendanaan secara rata-rata tidak melampau 50 persen, baik pada konsep *agency theory*, TOT maupun POT. Rendahnya ini disebabkan karena begitu banyak pertimbangan yang harus diperhatikan oleh pihak perusahaan dalam membuat kebijakan khususnya masalah pembiayaan dan harus dilakukan secara hati-hati terutama berhubungan dengan faktor eksternal (inflasi, kurs, suku bunga, kebijakan pemerintah, globalisasi dan lain-lain) yang sifatnya tidak dapat dikendalikan.

## SIMPULAN

Dengan menggunakan beberapa variabel penjelas terbukti bahwa teori struktur modal dengan konsep POT, TOT dan *agency theory* masih relevan dalam penentuan posisi keuangan pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Konsep teori struktur modal dengan variabel penjelas kebijakan dividen, profitabilitas dan struktur asset relevan dengan POT dan *debt tax shields* relevan dengan konsep TOT, juga kepemilikan manajerial dan komite audit terbukti relevan dengan konsep *agency theory*, namun *non debt tax shields* tidak relevan dengan TOT dan kepemilikan institusional serta komisaris independen juga tidak relevan dengan *agency theory*. Hasil penelitian menegaskan bahwa kebijakan dividen, struktur aset memiliki dampak bagi struktur modal, selain itu profitabilitas berdampak langsung (relevan dengan POT). Demikian juga dengan struktur modal yang dijelaskan dengan *debt tax shield* relevan dengan konsep TOT, sehingga variabel *non-debt tax shield* belum relevan, ditunjukkan adanya dampak positif antara

DTS terhadap tingkat komposisi utang dan modal sendiri, namun NDTS bukan menjadi determinannya. Struktur modal dijelaskan dengan kepemilikan manajerial dan komite audit relevan dengan konsep *agency theory*, namun kepemilikan institusional dan komisaris independen tidak relevan. Kondisi ini dibuktikan adanya pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dengan komite audit terhadap struktur modal, namun kepemilikan institusional dengan adanya keberadaan komisaris independen berpengaruh.

Implikasi praktis, diharapkan perusahaan manufaktur di Indonesia dapat menekan biaya modal, peluang bangkrut dan biaya keagenan, melalui keseimbangan pendanaan antara yang diinginkan oleh agent maupun principal. Hal ini dapat terjadi apabila perusahaan manufaktur memahami dan melaksanakan kombinasi teori struktur modal dengan beberapa variabel penjelasnya. Perusahaan diharapkan mampu meningkatkan dan mengelola sistem pendanaan perusahaan sehingga dapat meningkatkan kepercayaan terhadap investor. Dalam konsep *Pecking Order Theory*, perusahaan sebaiknya lebih meningkatkan profitabilitas sehingga mengurangi dampak adanya utang terhadap pihak lain, *Trade of Theory* dengan DTS (perlindungan pajak atas utang) dan NDTS (perlindungan pajak diluar utang, yaitu penyusutan dan amortisasi), perusahaan sebaiknya juga lebih memprioritaskan NDTS walaupun yang signifikan DTS, dikarenakan perusahaan akan dapat meningkatkan sumber pendanaan internal sebagai sumber investasi. Selanjutnya *Agency Theory*, perusahaan disarankan untuk dapat meningkatkan tata kelola dan struktur kepemilikan secara optimal, sehingga fungsi monitoring dapat berjalan dengan baik terutama dalam penggunaan sumber-sumber pendanaan terutama utang maupun pengelolaan dana tersebut untuk berbagai macam rencana investasi dan pada akhirnya dapat menurunkan intensitas konflik kepentingan.

Keterbatasan penelitian adalah tidak mengelompokkan berdasarkan subsektor industri dan ukuran perusahaan, sehingga hasil penelitian relatif umum (homogen). Peneliti selanjutnya diharapkan dapat meneliti pada masing-masing subsektor perusahaan manufaktur dan juga mempertimbangkan ukuran perusahaan (misal, besar dan sedang). Selain itu, usulan penelitian dimasa yang akan mendatang diharapkan dapat menambah variabel penjelas teori struktur modal dan memperpanjang rentang waktu penelitian, agar hasil penelitian lebih akurat lagi. Variabel penjelas yang dimaksud khususnya variabel makroekonomi, sebab variabel tersebut pada akhir-akhir ini tampaknya cukup dominan mempengaruhi struktur modal perusahaan terutama perusahaan multinasional, sebab terdapat beberapa teori yang menjelaskan bahwa secara global banyak sekali faktor yang menyebabkan terjadinya kendala dalam menerapkan konsep POT bagi perusahaan manufaktur. Beberapa hal yang mendasari terhadap pentingnya teori struktur modal, yaitu dengan melakukan beberapa konsep diluar dari konsep POT (teori tentang urutan pembiayaan, TOT (teori tentang keseimbangan antara manfaat perlindungan pajak atas utang dengan timbulnya biaya kebangkrutan) dan Teori Keagenan (teori yang menjelaskan kepentingan antara agen dengan para principal). Hal ini diharapkan untuk dapat mengetahui konsep teori struktur modal pada perusahaan yang akan dilakukan penelitian.

## DAFTAR RUJUKAN

- Acaravci, S. K. (2015). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 158–171. <https://doi.org/10.1108/AJEMS-11-2012-0072>
- Adedeji, A. (1998). Does the pecking order hypothesis explain the dividend payout ratios of firms in the UK? *Journal of Business Finance and Accounting*, 25(9–10), 1127–1155. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00230>
- Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117–133. <https://doi.org/10.1108/03074351111103668>
- Al-Maghzom, A., Hussainey, K., & Aly, D. (2016). Corporate governance and risk disclosure: Evidence from Saudi Arabia. *Corporate Ownership and Control*, 13(2), 145–166. <https://doi.org/10.22495/cocv13i2p14>
- Allen, D. E. (1993). The pecking order hypothesis: Australian evidence. *Applied Financial Economics*, 3(2), 101–112. <https://doi.org/10.1080/758532828>
- Andrés, P. de, la Fuente, G. de, & San Martín, P. (2018). Capital structure decisions: What Spanish CFOs think. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 31(2), 306–325. <https://doi.org/10.1108/ARLA-10-2016-0267>
- Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2012). Institutional investment horizon and investment –cash flow sensitivity. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1164–1180. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.11.015>
- Baskin, J. (1989). Tests of Capital Structure Order Hypothesis Pecking. *Financial Management*,

18(1), 26–35.

- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2002). *Capital Structure and its Determinants in the United Kingdom — A Decompositional Analysis*. 12, 159–170.
- Boediono, G. S. . (2005). Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Dampak Manajemen Laba dengan Menggunakan Metode Analisis Jalur. *SNA VIII*.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2002). *Principles of Corporate Finance* (6th ed.). McGraw-Hill Companies, Inc.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2007). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill Companies, Inc.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial Management: Theory & Practice*. Mason OH: Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2006). *Fundamentals Of Financial Manajemen* (10 th). Thomson Soth Western.
- Bundala, N. N. (2012). Do Tanzanian companies practice pecking order theory, agency cost theory or trade-off theory? An empirical study in Tanzanian listed companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(4), 401–422. <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/286>.
- Chang, R. P., & Rhee, S. G. (1990). *The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital*. 19(2), 21–31.
- Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *Financial Review*, 34(1), 119–136. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1999.tb00448.x>
- Coyle, B. (2000). *Capital Structuring*. Glenlake Publishing Company, Ltd.
- Cuong, N. T. (2016). Threshold Effect of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Seafood Processing Enterprises in the South Central Region of Vietnam. *International Journal of Finance & Banking Studies* (2147-4486), 3(3), 14. <https://doi.org/10.20525/.v3i3.186>
- Dewi, N., & Dana, I. (2017). Pengaruh Growth Opportunity, Likuiditas, Non-Debt Tax Shield Dan Fixed Asset Ratio Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 6(2), 772–801. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/27266>
- Ding, S., Kim, M., & Zhang, X. (2018). Do firms care about investment opportunities? Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 52(January), 214–237. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.07.003>
- Djumahir. (2005). Pengaruh Variabel-Variabel Tax Shield dan Non-Tax Shield terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusafaan Go-Public di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Wacana*, 8(3), 302–321. <http://djumahirfeb.lecture.ub.ac.id/files/2012/02/Pengaruh-Variabel-variabel-Tax-Shield-dan-Non-Tax-Shield-Terhadap-Struktur-Modal-dan-Nilai-Perusahaan-Studi-Pada-Perusahaan-Go-Public-di-BEJ.pdf>
- Eisdorfer, A., & O'Brien, T. J. (2012). The firm-specific nature of debt tax shields and optimal corporate investment decisions. *Managerial Finance*, 38(6), 560–570. <https://doi.org/10.1108/03074351211226229>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Firdaus, Z. (2019). *Pengaruh Corporate Governance dan Firm Size terhadap Capital Structure dan Financial Performance (Sudi Pada Perusahaan BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2013 – 2016)*. Universitas Brawijaya Malang.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 67, Issue 2). [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Fumey, A., & Doku, I. (2013). Dividend Payout Ratio in Ghana: Does the Pecking Order Theory Hold Good? *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking*, 2(2). [https://www.semanticscholar.org/paper/Dividend-payout-ratio-in-Ghana%3A-Does-the-pecking-Fumey Doku/aeef2f29c93428f7c6425a31291381eb3e38cd9](https://www.semanticscholar.org/paper/Dividend-payout-ratio-in-Ghana%3A-Does-the-pecking-Fumey-Doku/aeef2f29c93428f7c6425a31291381eb3e38cd9)
- Ganiyu, Y. O., & Abiodun, B. Y. (2012). The Impact of Corporate Governance on Capital Structure Decision of Nigerian Firms. *Research Journal in Organizational Psychology & Educational Studies*, 1(2), 121–128. [https://www.academia.edu/4018022/THE\\_IMPACT\\_OF\\_CORPORATE\\_GOVERNANCE\\_ON\\_CAPITAL\\_STRUCTURE\\_DECISION\\_OF\\_NIGRIAN\\_FIRMS](https://www.academia.edu/4018022/THE_IMPACT_OF_CORPORATE_GOVERNANCE_ON_CAPITAL_STRUCTURE_DECISION_OF_NIGRIAN_FIRMS)
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23* (VIII). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275–305. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00058-1](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00058-1)
- Gujarati, D. (2004). *Basic Econometrics*. (3rd ed.). Mc-GrawHill.
- <https://kemenperin.go.id>. (2019). *Ringkasan Eksekutif Perkembangan Ekspor dan Impor*. <https://kemenperin.go.id>
- <https://www.knkc.co.id/>. (2019). *Perkembangan Industri Manufaktur Indonesia*. <https://www.knkc.co.id/perkembangan-industri-manufaktur-indonesia>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, Solberg, D. P., & Zorn, and T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies Author(s): Gerald R. Jensen, Donald P. Solberg and Thomas S. Zorn Published by: Cambridge University Press on behalf of the University of Washington School of Business. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247–263. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/2331370>
- Joni, & Lina. (2010). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 12(2), 81–96. doi: <https://doi.org/10.34208/jba.v12i2.187>
- Josopandojo, J. (2019). *Pengaruh Tata Kelola Perusahaan, Karakteristik Perusahaan, dan Struktur Kepemilikan terhadap Struktur Modal dan Kinerja Keuangan (Studi pada PT. Bursa Efek Indonesia-Sube Sektor Pertanian Periode 2014-2016)*. Universitas Brawijaya Malang.
- Kajanathan, R. (2012). Effect of Corporate Governance on Capital Structure: Case of the Sri Lanka Listed Manufacturing Companies. *Journal of Arts, Science & Commerce*, 3(4), 63–71. <https://www.semanticscholar.org/paper/Effect-of-Corporate-Governance-on-Capital-Case-of-Kajanathan/e0ee37df977fb852e01f9c6f363e9a304eed4160%0A%0A>
- Kaweny, S. P. (2007). *Studi Keterkaitan Antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order*. Univesitas Diponegoro Semarang.
- Keown, A., Scott, D. F., Martin, D. J., & Petty, J. W. (1996). *Basic financial manajemen* (7 th). Prentice-Hall Inc.
- Kim, H., Heshmati, A., & Aoun, D. (2006). Dynamics of capital structure: The case of Korean listed manufacturing companies. *Asian Economic Journal*, 20(3), 275–302. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8381.2006.00236.x>
- [Kontan.co.id](http://Kontan.co.id). (2012). *sektor-barang-konsumsi-dan-perbankan-bisa-jadi-andalan-di-2012*. [Http://Kontan.Co.Id/New](http://Kontan.Co.Id/New).
- Kurniawan, V. J., & Rahardjo, S. N. (2014). Pengaruh Antara Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance) Dengan Struktur Modal Perusahaan. *Pengaruh Antara Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance) Dengan Struktur Modal Perusahaan*, 3, 669–677.
- Kyissima, K., Xue, G., Yapatake Kosselle, T., & Abeid, A. (2019). Analysis Of Capital Structure Stability Of Listed Firms in China. *China Finance Review International*. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CFRI-05-2018-0044/full/html>
- Macey, J., & O'Hara, M. (2003). The Corporate Governance of Bank, Federal Reserve Bank of New York. *Economic Policy Review*, 9(1), 91–107.
- Malenya, A., Olweny, D. T., Mutua, D. M., & Mukanzi, D. C. (2017). Influence of Tax Shield on Capital Structure of Private Manufacturing Firms in Kenya. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 08(03), 47–53. <https://doi.org/10.9790/5933-0803044753>
- Marcus, B. M. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan* (5th ed.). Erlangga.
- Modigliani, F., & Miller, H. M. (1963). Corporate Income Taxes And The Cost Of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Moh'd, M. A., Perry, L. G., & Rimbey, J. N. (1998). The impact of ownership structure on corporate debt policy: A time-series cross-sectional analysis. *Financial Review*, 33(3), 85–98. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1998.tb01384.x>
- Mollah, A. S., Farooque, O. A., & Karim, W. (2012). Ownership Structure, corporate governance and firm performance: Evidence from an African emerging market. *Studies in Economics and Finance*, 29(4), 301–319. <https://doi.org/DOI:10.1108/10867371211266937>
- Muhammadinah. (2017). *Pengaruh Cost Of Financial Distress, Dan Non-Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal Perusahaan Sub Sektor Otomotif Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2016*. 1(1), 67–84. <http://jurnal.radenfatah.ac.id/index.php/I-Finance/article/view/1498>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

- Nguyen, T. D. K., & Ramachandran, N. (2006). Capital Structure in Small and Medium- sized Enterprises: The Case of Vietnam. *Asean Economic Bulletin*, 23(2), 192–211. <https://doi.org/10.1355/ae23-2d>
- Nieh, C. C., Yau, H. Y., & Liu, W. C. (2008). Investigation of target capital structure for electronic listed firms in Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 44(4), 75–87. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X440406>
- Noronha, G. M., Shome, D. K., & Morgan, G. E. (1996). The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions. *Journal of Banking and Finance*, 20(3), 439–454. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(95\)00010-0](https://doi.org/10.1016/0378-4266(95)00010-0)
- Nuswandari, C. (2013). Determinan struktur Modal dalam Prespektif Pecking Order Theory. *Dinamika Akuntansi Keuangan Dan Perbankan*, 2(1), 92=102. <https://www.unisbank.ac.id/ojs/index.php/fe9/issue/view/214>
- Pandey, I. M. (2001). *Capital Structure and The Firm Characteristics : Evidence from and Emerging Market*. <https://ideas.repec.org/p/iim/iimawp/wp01757.html>
- Pirzada, K., Mustapha, M. Z. B., & Wickramasinghe, D. (2015). Firm Performance, Institutional Ownership and Capital Structure: A Case of Malaysia. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 170–176. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.025>
- Rahadian, A., Hadiprajitno, P. B., Prof, J., & Sh, S. (2014). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2010-2012). *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(2), 87–98.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Reza, R., & Tularam, G. (2017). An Analysis of the Relationships between Ownership Structure and Capital Structure of the Global Water Industry. *22nd International Congress on Modelling and Simulation*. [mssanz.org.au/modsim2017](https://mssanz.org.au/modsim2017)
- Salawu, O. R., & Agboola, A. A. (2008). The determinants of Capital Structure of Listed Firms in Nigeria. *The International Journal of Business and Finance Research*, 2(10), 75–82.
- Sari, M. D., Djumahir, & Djazuli, A. (2015). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, Non-Debt Tax Shield Dan Usia Perusahaan Terhadap Struktur Modal (Studi Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Di BEI). *Ekonomi Bisnis*, 20(1), 22–32. <https://doi.org/10.17977/um042v20i1p22-32>
- Scott, W. R. (2000). *Financial Accounting Theory* (Second). Prentice Hall Canada Inc.
- Seftianne, & Handayani, R. (2011). FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN PUBLIK SEKTOR MANUFAKTUR SEFTIANNE Alumnus STIE Trisakti RATIH HANDAYANI. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, Volume 13(No. 1), 39–56.
- Serraqueiro, Z. (2011). Are Capital Structure Decisions of Service SMEs different? Empirical Evidence from Portugal. *Management Research Review*, 34(1), 34–57. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/01409171111096469>
- Sharma, R. K. (2018). Factors affecting financial leveraging for BSE listed real estate development companies in India. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 23(3), 274–294. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-01-2017-0002>
- Shyu, J. (2013). *Ownership Structure, Capital Structure, and Performance of Group Affiliation. Evidence From Taiwanese Group-Affiliated Firms*. 39(407), 404–420. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/03074351311306210> Permanent
- Siromi, B., & Chandrapala, P. (2017). The Effect of Corporate Governance on Firms' Capital Structure of Listed Companies in Sri Lanka. *Journal of Competitiveness*, 9(2), 19–33. <https://doi.org/10.7441/joc.2017.02.02>
- Su, L. D. (2010). Ownership structure, corporate diversification and capital structure: Evidence from China's publicly listed firms. *Management Decision*, 48(2), 314–339. <https://doi.org/10.1108/00251741011022644>
- Sundaramurthy, C., Rhoades, D. L., & Rechner, P. L. (2005). A Meta-analysis of the Effects of Executive and Institutional Ownership on Firm Performance. *Journal of Managerial Issues*, 17(4), 494–510.
- Tariq, R., & Rasheed, M. S. (2018). Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Countries having FPI in Pakistan. *Journal of Insurance and Financial Management*, 3(5), 18–23. <https://journal-of-insurance-and-financial-management.com/index.php/JIFM/article/view/104>
- Thesarani, N. J. (2017). Manajerial , Kepemilikan Institusional Dan Komite. *Jurnal Nominal*, VI(2), 1–12.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of*



- Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Wallace, P., & J.Zinkin. (2005). *Corporate Governance Mastering Business in Asia*. John Wiley & Sons.
- Welch, I. (2002). *The Real Determinant of Capital Structure* (No. 02–03). <http://papers.ssrn.com/abstract=298196>
- Yang, W. S., Chun, L. S., & Ramadili, S. M. (2009). The effect of board structure and institutional ownership structure on earnings management. *International Journal of Economics and Management*, 3(2), 332–353.
- Yau, J., Lau, E., & Liwan, A. (2008). Do Malaysia Firms Practice The Pecking Order Theory in Their Capital Structure? *Proceeding of The MFA Conference 2008*, 244–253.
- Zabri, S. M., Yusoff, W. F. W., Ramin, A. K., & Ling, K. S. S. (2016). Corporate governance practices and firm's capital structure. *International Business Management*, 10(17), 3973–3981. <https://doi.org/DOI: 10.36478/ibm.2016.3973.3981>

