

ANALISIS STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MAKANAN DAN MINUMAN MELALUI PERTUMBUHAN PENJUALAN DAN TARIF PAJAK

Marlindawaty

Program Studi Manajemen STIE Madani Balikpapan

marlinda@stiemadani.ac.id

ABSTRAK

Struktur modal merupakan suatu hal yang sangat penting bagi suatu perusahaan terutama untuk keuangan dan nilai perusahaan sehingga manajer keuangan harus memahami faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal agar dapat memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham perusahaan. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana pengaruh pertumbuhan penjualan dan tarif pajak terhadap struktur modal pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2017. Penelitian ini menggunakan leverage sebagai proksi dari struktur modal. Analisis regresi yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda. Berdasarkan pembahasan hasil penelitian, pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dan tarif pajak tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan makanan dan minuman.

Kata Kunci : Struktur Modal, Pertumbuhan Penjualan, Tarif Pajak

ABSTRACT

Capital structure is a very important for a company, especially for finance and company value, so that financial managers must understand the factors that influence the capital structure in order to maximize the prosperity of the company's shareholders. The purpose of this research was to find out how the effect of sales growth and tax rate on the capital structure of food and beverages companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2013-2017. This research uses leverage as a proxy of the capital structure. The regression analysis used is multiple linear regression analysis. Based on the discussion of the results of the research, the sales growth has a significant effect on the capital structure and the tax rate has no effect on the capital structure of the food and beverages companies.

Keywords : *Capital Structure, Sales Growth, Tax Rate*

PENDAHULUAN

Perusahaan di Indonesia cukup gencar dalam mencari pendanaan modal yang berasal dari utang. Salah satu contohnya yaitu utang luar negeri (ULN). Hal ini menyebabkan utang luar negeri sektor swasta di Indonesia mengalami peningkatan. Data Bank

Indonesia (BI) menunjukkan, total ULN sektor swasta per September 2017 sebesar US\$ 167,22 miliar, naik 1,03% dibanding bulan sebelumnya. Kenaikan ini terjadi pada semua kelompok sektor swasta, baik bank maupun non bank, hingga perusahaan di luar lembaga keuangan mencatatkan kenaikan utang (Cicilia, 2017). Pada periode November 2017, jumlah utang luar negeri swasta kembali naik 4,2 persen mencapai 170,6 miliar dollar AS, setara 2.303 triliun rupiah (Sandy, 2018).

Struktur modal merupakan hal yang sangat penting bagi perusahaan terutama terhadap keuangan serta nilai perusahaan, sehingga manajer keuangan harus memahami faktor yang mempengaruhi struktur modal agar dapat memaksimalkan kemakmuran pemegang saham perusahaan. Seorang manajer keuangan diharapkan mampu mengambil keputusan dalam memilih sumber dana yang didapatkan serta seberapa besar dana itu digunakan oleh perusahaan agar nantinya dana yang diperoleh perusahaan tidak akan memberatkan perusahaan. Seorang manajer keuangan juga harus mampu mengetahui bagaimana dana tersebut harus digunakan dengan efisien sehingga keputusan yang diambilnya dapat meningkatkan profitabilitas dari perusahaan. Dengan kata lain, keputusan penganggaran modal perusahaan dianggap penting karena keputusan ini menentukan tingkat pengembalian perusahaan. Selain itu, kombinasi yang baik antara utang dan ekuitas dapat memaksimalkan harga saham.

Dengan mengetahui bahwa saat ini perusahaan-perusahaan di Indonesia termasuk perusahaan makanan dan minuman dalam struktur modalnya gencar mencari pendanaan modal yang berasal dari utang, salah satunya yaitu utang luar negeri sehingga peneliti tertarik untuk meneliti bidang usaha tersebut dengan alasan bahwa tingginya perkembangan perusahaan makanan dan minuman di Indonesia yang terlihat dari jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari periode ke periode semakin banyak serta dukungan data yang diperoleh dari GAPMMI (Gabungan Pengusaha Makanan dan Minuman Indonesia) dimana terdapat sekitar 14 investor asing asal tiga negara yaitu Jepang, Korea Selatan dan Amerika Serikat juga berencana masuk ke industri makanan dan minuman di Indonesia.

Hal ini membuktikan bahwa sektor makanan dan minuman dapat menarik minat para pemegang saham untuk melakukan investasi pada sektor ini, dikarenakan saham pada bidang tersebut merupakan yang paling tahan terhadap krisis ekonomi di banding sektor lain. Dengan kata lain meskipun kondisi perekonomian membaik ataupun memburuk sebagian besar produk makanan dan minuman tetap dibutuhkan masyarakat. Selain itu tingkat konsumsi juga dipengaruhi oleh jumlah penduduk, melihat fenomena jumlah penduduk Indonesia yang bertambah setiap tahunnya maka pertumbuhan jumlah penduduk tersebut terhadap penjualan yang akan dihasilkan juga akan bertambah.

Kajian penelitian ini dibatasi hanya pada pertumbuhan penjualan dan tarif pajak terhadap struktur modal dengan menggunakan leverage sebagai proksi dari struktur modal untuk mengetahui bagaimana pengaruh pertumbuhan penjualan dan tarif pajak terhadap struktur modal pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2017.

LANDASAN TEORI

Peluang pertumbuhan (*growth opportunities*) didefinisikan sebagai nilai pasar dari total aset yang lebih dari nilai buku dari total aset. Terdapat dua proksi untuk peluang pertumbuhan; pertama yaitu *sales growth* yang merupakan tingkat pertumbuhan rata-rata dari penjualan perusahaan; kedua yaitu nilai investasi dalam penelitian dan pengembangan (*R&D*) diperkecil oleh total aset perusahaan (*R&D to asset*) (Alves et al., 2015). Menurut pendekatan *pecking order*, pertumbuhan penjualan perusahaan yang tinggi memiliki kebutuhan dana yang lebih besar dan oleh karena itu, diharapkan perusahaan dapat memilih lebih banyak pendanaan yang berasal dari utang (Mazur, 2007). Hatta (2012:19) menyatakan bahwa bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi maka ada kecenderungan perusahaan membagikan dividen lebih konsisten dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah karena perusahaan tersebut mampu meningkatkan laba perusahaan. Peningkatan pertumbuhan penjualan menyebabkan perusahaan memerlukan peningkatan modal untuk mendorong pengembangan perusahaan.

Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan penjualan yang meningkat setiap tahunnya dikarenakan perputaran pendapatan yang tinggi, hal inilah yang dapat mempengaruhi perusahaan mampu menggunakan dana internal untuk kegiatan operasional (Mahardhika dan Aisjah, 2014:8). Pertumbuhan penjualan (*sales growth*) adalah ukuran mengenai besarnya pendapatan per saham perusahaan yang di perbesar oleh *leverage* (Weston & Thomas, 1997). Penelitian ini sendiri menggunakan *sales growth* sebagai bagian dari peluang pertumbuhan. *Sales growth* diukur berdasarkan tingkat pertumbuhan rata-rata pendapatan usaha perusahaan selama periode sampel (Alves et al., 2015) dengan menggunakan rumus : $SG = \frac{SG - SG_{-1}}{SG_{-1}} \times 100\%$.

Tax rate adalah rata-rata tingkat pajak tahunan perusahaan. Dampak pajak terhadap struktur modal merupakan tema utama studi yang dilakukan oleh Modigliani dan Miller (1958). Hampir semua peneliti sekarang percaya bahwa pajak pasti penting untuk struktur modal perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pajak marginal efektif yang lebih tinggi sebaiknya menggunakan lebih banyak utang untuk mendapatkan keuntungan dari *tax shield* (Huang dan Song, 2006). Salah satu manajemen pajak yang berkaitan dengan penggunaan utang adalah adanya beban bunga atas utang yang termasuk biaya usaha yang dapat menjadi pengurang penghasilan sehingga menyebabkan laba kena pajak perusahaan menjadi berkurang yang pada akhirnya akan mengurangi jumlah pajak yang harus dibayar perusahaan. Oleh karena itu, bagi perusahaan beban bunga (*interest expense*) disebut juga sebagai manfaat pajak atas bunga (*interest tax shield*).

Untuk menghitung besarnya pajak yang terutang diperlukan dua unsur, yaitu tarif pajak dan dasar pengenaan pajak (tarif pajak dapat berupa angka atau persentase tertentu). *Tax rate* diukur dengan total pajak penghasilan badan yang dibayarkan dibagi dengan laba sebelum pajak. Pajak yang dibayar di hitung dengan mengurangi laba setelah pajak dari laba sebelum pajak (Alves et al., 2015) dengan menggunakan rumus : **[TR = Total Pajak Penghasilan : Laba Sebelum Pajak]**

Struktur modal dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity Ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara total *debt* (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). Total *debt* merupakan *total liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang) sedangkan total *shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan perbandingan utang dan modal. Rasio ini merupakan salah satu rasio yang penting karena berkaitan dengan masalah *trading on equity* yang dapat memberikan pengaruh positif dan negatif terhadap rentabilitas modal sendiri dari perusahaan tersebut (Sugiono, 2009:71). Cara menghitung *Debt to Equity Ratio* (DER) yaitu total hutang dibagi total modal (Brigham dan Houston, 2010:37) dengan menggunakan rumus : [DER = Total Hutang: Total Modal]

Dalam penelitian yang dilakukan Mahardhika dan Aisjah (2014:8) membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan penjualan yang meningkat setiap tahunnya dikarenakan perputaran pendapatan yang tinggi dapat mempengaruhi perusahaan dalam menggunakan dana internal untuk kegiatan operasional. Kajian empiris lainnya dari penelitian yang dilakukan Modigliani dan Miller (1958) serta Huang dan Song (2006) mengungkapkan bahwa hampir semua peneliti sekarang percaya bahwa pajak pasti penting untuk struktur modal perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pajak marginal efektif yang lebih tinggi akan menggunakan lebih banyak utang untuk mendapatkan keuntungan dari *tax shield*.

Dari beberapa kajian empiris diatas memiliki persamaan konsep dengan peneliti, dimana peneliti mengedepankan keingintahuan seberapa jauh pengaruh pertumbuhan penjualan dan tarif pajak terhadap struktur modal suatu perusahaan. Artinya, struktur modal ini memiliki arti penting dalam menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang.

Berdasarkan kerangka konseptual penelitian dimana peneliti memusatkan dasar pengamatannya pada variabel struktur modal (*capital structure*) yang diukur dari *Debt to Equity Ratio* (DER) melalui pertumbuhan penjualan (*sales growth*) dan tarif pajak (*tax rate*) yang diyakini peneliti memiliki kontribusi dan keterkaitan yang erat dalam praktiknya. Kerangka konseptual penelitian ini didukung oleh kajian teori yang dikemukakan oleh Hatta (2012:19) dimana perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi cenderung membagikan dividen lebih konsisten dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah karena perusahaan tersebut mampu meningkatkan laba perusahaan.

Peningkatan pertumbuhan penjualan menyebabkan perusahaan memerlukan peningkatan modal untuk mendorong pengembangan perusahaan. Alves et.al. (2015) mengemukakan bahwa salah satu manajemen pajak yang berkaitan dengan penggunaan utang adalah adanya beban bunga atas utang yang termasuk biaya usaha yang dapat menjadi pengurang penghasilan yang menyebabkan laba kena pajak perusahaan menjadi berkurang yang pada akhirnya akan mengurangi jumlah pajak yang harus dibayar perusahaan. Sedangkan struktur modal yang diukur dari *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan perbandingan utang dan modal. Rasio ini merupakan salah satu rasio yang penting karena berkaitan dengan masalah *trading on equity* yang dapat memberikan

pengaruh positif dan negatif terhadap rentabilitas modal sendiri dari perusahaan tersebut (Sugiono, 2009:71).

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah deskriptif kuantitatif. Data penelitian yang digunakan berupa angka-angka yang kemudian dilakukan pengujian statistik. Setelah dilakukan uji statistik, angka-angka hasil pengujian akan diberikan pembahasan. Pengujian dilakukan pada masing-masing variabel independen dan variabel dependen. Tujuan dilakukannya pengujian statistik adalah untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen yaitu pertumbuhan penjualan (sales growth) dan tarif pajak (tax rate) terhadap variabel dependen yaitu struktur modal (capital structure). Data penelitian berupa data sekunder yang diperoleh dari situs resmi Indonesian Capital Market Electronic Library (www.icamel.id) dan Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

Populasi didefinisikan sebagai keseluruhan unit atau individu dalam ruang lingkup yang akan diteliti. Sedangkan sampel adalah sebagai anggota populasi yang dipilih dengan menggunakan prosedur tertentu sehingga diharapkan dapat mewakili populasi. Jumlah populasi dalam penelitian ini sebanyak 24 perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2013-2017. Penyaringan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik purposive sampling dan diperoleh sebanyak 75 sampel dari 15 perusahaan makanan dan minuman yang memenuhi kriteria sampel yaitu perusahaan makanan dan minuman yang memiliki laporan/data keuangan yang lengkap berturut-turut selama 5 (lima) tahun dari periode 2013-2017.

Metode analisis data pada penelitian ini di uji dengan menggunakan program SPSS versi 22.0 melalui uji autokorelasi dan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen digunakan uji regresi linier berganda, koefisien korelasi(R) , koefisien determinasi (R^2), uji F (uji simultan) serta uji t (uji parsial).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan dengan membandingkan nilai Durbin Watson dengan nilai Durbin Up dan Durbin Low. Hasil uji autokorelasi diperoleh nilai $DU < DW < 4-DU$, ($1,709 < 2,195 < 2,291$) dengan demikian data yang di analisis dinyatakan terbebas dari autokorelasi.

Analisis Regresi Linier Berganda

Tabel 1
Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	110023.648	56781.299		2.220	.030
Sales Growth	-.344	.223	-.293	2.314	.025
Tax Rate	.326	.914	.044	-1.448	.152

Sumber : Olah Data SPSS 22.0

Berdasarkan tabel 1, dari hasil uji regresi linier berganda diketahui persamaan regresi linier berganda $Y = 110023,648 + (0,344)X_1 + 0,326X_2$

1. $a = 110023,648$ merupakan nilai konstanta pada model regresi linier yang menunjukkan bahwa apabila pertumbuhan penjualan (sales growth) dan tarif pajak (tax rate) bernilai 0, maka struktur modal (capital structure) nilainya sebesar 110023,648.
2. Koefisien regresi pertumbuhan penjualan (sales growth) = -0,344. Apabila pertumbuhan penjualan (sales growth) mengalami penurunan satu satuan, maka pertumbuhan penjualan (sales growth) akan mengalami penurunan sebesar -0,344 satuan dengan asumsi variabel lainnya bernilai tetap.
3. Koefisien regresi tarif pajak (tax rate) = 0,326. Apabila tarif pajak (tax rate) mengalami kenaikan satu satuan, maka tarif pajak (tax rate) akan mengalami kenaikan sebesar 0,326 satuan dengan asumsi variabel lainnya bernilai tetap.

Koefisien Korelasi (R)

Tabel 2
Hasil Uji Koefisien Korelasi (R)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the estimate
1	.965 ^a	.928	.936	158019.139

Sumber : Olah Data SPSS 22.0

Korelasi merupakan uji statistik yang digunakan untuk mengetahui apakah dua variabel memiliki hubungan atau tidak. Nilai koefisien korelasi berkisar antara 0 sampai 1. Jika nilai koefisien korelasi semakin mendekati 1 atau -1 maka hubungan antar variabel semakin kuat dan jika nilai koefisien korelasi mendekati 0 maka hubungan antar variabel semakin lemah. Hasil uji koefisien korelasi (R) pada tabel 2, diperoleh nilai sebesar 0,965 artinya, antara pertumbuhan penjualan (sales growth) dan tarif pajak (tax rate) terhadap struktur modal (capital structure) terdapat hubungan yang kuat karena nilai R semakin mendekati 1.

Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien korelasi (R²) digunakan untuk mengukur kontribusi dari variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama (simultan). Untuk mengetahui koefisien determinasi dapat dilihat pada output Model Summary. Hasil perhitungan dengan menggunakan program SPSS 22.0 pada tabel 2, nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,936 artinya, kontribusi yang diberikan variabel independen terhadap variabel

dependen sebesar 0,936. Dengan demikian, kontribusi pertumbuhan penjualan (*sales growth*) dan tarif pajak (*tax rate*) terhadap struktur modal (*capital structure*) secara bersama-sama (*simultan*) sebesar 93,6% sedangkan sisanya 6,4% merupakan kontribusi dari variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Uji F (Uji Simultan)

Tabel 3, hasil uji F pada variabel independen pertumbuhan penjualan (*sales growth*) dan tarif pajak (*tax rate*) diperoleh nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ ($268,522 > 3,126$) dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari taraf signifikan 0,05 ($0,000 < 0,05$) maka H_a diterima. Dengan demikian, pertumbuhan penjualan (*sales growth*) dan tarif pajak (*tax rate*) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (*capital structure*) pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2017.

Tabel 3
Hasil Uji F (Simultan)

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Regression	13410016513689.986	2	6705008256844.993	268.522	.000
Residual	1048742030564.596	75	24970048346.776		
Total	14458758544254.582	77			

Sumber : Olah Data SPSS 22.0

Uji t (Uji Parsial)

Tabel 4
Hasil Uji t (Parsial)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 Constant	110023.648	56781.299		2.220	.030
Sales Growth	-.344	.223	-.293	2.314	.025
Tax Rate	.326	.914	.044	-1.448	.152

Sumber : Olah Data SPSS 22.0

Pada tabel 4, hasil uji parsial variabel independen pertumbuhan penjualan (*sales growth*) memperoleh nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($2,314 > 1,994$) dengan nilai signifikansi sebesar 0,025 lebih kecil dari taraf signifikan 0,05 ($0,025 < 0,05$) maka H_a diterima. Dengan demikian, pertumbuhan penjualan (*sales growth*) secara parsial berpengaruh terhadap struktur modal (*capital structure*) pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2017 sedangkan hasil uji parsial variabel independen tarif pajak (*tax rate*) memperoleh nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ ($-1,448 < 1,994$) dengan nilai signifikansi 0,152 lebih besar dari taraf signifikan 0,05 ($0,152 > 0,05$) maka H_a ditolak. Dengan demikian, tarif pajak (*tax rate*) secara parsial tidak berpengaruh terhadap struktur modal (*capital structure*) pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2017.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan penelitian, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa secara simultan variabel independen yang diwakili oleh variabel pertumbuhan penjualan (sales growth) dan tarif pajak (tax rate) mampu mempengaruhi struktur modal (capital structure) pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2017. Dengan demikian, hipotesis pertama pada penelitian ini dapat diterima. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mahardhika dan Aisjah (2014:8) yang membuktikan bahwa pertumbuhan penjualan yang meningkat setiap tahunnya dapat mempengaruhi perusahaan dalam menggunakan dana internal untuk kegiatan operasionalnya. Dan sejalan dengan hasil penelitian lainnya yang dilakukan Modigliani dan Miller (1958) serta Huang dan Song (2006) yang membuktikan bahwa pajak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Secara parsial, variabel independen yang diwakili oleh variabel pertumbuhan penjualan (sales growth) membuktikan berpengaruh terhadap struktur modal. Dengan demikian, hipotesis kedua pada penelitian ini dapat diterima. Hal ini sejalan dengan pendapat yang dikemukakan oleh Hatta (2012:19), dimana perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi cenderung membagikan dividen lebih konsisten dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah karena perusahaan tersebut mampu meningkatkan laba perusahaan. Peningkatan pertumbuhan penjualan menyebabkan perusahaan memerlukan peningkatan modal untuk mendorong pengembangan perusahaan.

Sedangkan variabel independen lainnya yang diwakili oleh variabel tarif pajak (tax rate) secara parsial tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Dengan demikian, hipotesis ketiga pada penelitian ini ditolak. Hal ini dapat terjadi dikarenakan tarif pajak (tax rate) dapat dipengaruhi oleh peraturan Negara yang sewaktu-waktu dapat berubah. Dari hasil keseluruhan pembahasan penelitian, saran yang dapat diberikan peneliti bagi perusahaan-perusahaan makanan dan minuman yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan diharapkan mampu membuat keputusan yang baik mengenai struktur modal secara optimal agar dapat memberikan pengembalian yang baik bagi perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. 2015. Board of Directors' Composition and Capital Structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1–32. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.005>.
- Alves, P. F. P., & Ferreira, M. A. 2011. Capital Structure and Law Around The World. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(3), 119–150. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2011.02.001>.
- Ambarwati, Ari Dwi Sri. 2010. *Manajemen Keuangan Lanjut*. Edisi Pertama. Graha Ilmu. Yogyakarta.

- Antonczyk, R. C., & Salzmann, A. J. 2014. Over confidence and Optimism: The Effect of National Culture on Capital Structure. *Research in International Business and Finance*, 31, 132–151. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.06.005>.
- Baxter, N. 1967. Leverage, Risk of Gain and The Cost of Capital. *Journal of Finance*. Vol.1, No 22 pp.356-403.
- Baysinger, B., & Butler, H. 1985. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 101-124. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/764908>.
- Bradley, M., G. A. Jarrell, E. H. Kim. 1984. On The Existence of An Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*. Vol. 39, No. 3,p.857-878.
- Brigham, Eugene F. & Michael C. Enhardt. 2008. *Financial Management: Theory and Practice*. Thomson Learning Inc. United States of America.
- Brigham, Eugene dan Joel F. Houston. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi kesepuluh. Salemba Empat. Jakarta.
- Brigham, Eugene dan Joel F. Houston. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi kesebelas. Salemba Empat. Jakarta.
- Brigham, Eugene dan Joel F. Houston. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keduabelas. Salemba Empat. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. 2018. Laporan Keuangan & Tahunan. www.idx.co.id.
- Cicilia, Sanny. 2017. Swasta Gencar Utang Luar Negeri. <http://nasional.kontan.co.id/news/swasta-gencar-utang-ke-luar-negeri>. Diakses pada 28 Oktober 2018.
- Fan, J., Titman, S. and Twite, G. 2010. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*,47, 23-56.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang. Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang. Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang. Universitas Diponegoro.

- Hackbarth, D. 2008. Managerial Traits and Capital Structure Decisions. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 43(04), 843-881.
- Harahap, Yahya. 2015. *Hukum Perseroan Terbatas*. Sinar Grafika. Jakarta.
- Hartono, Jogiyanto. 2013. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*. Edisi Keenam. Cetakan ketiga. BPFE. Yogyakarta.
- Hatta, A.J. 2012. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder*. JAAI6.
- Huang, G., & Song, F. M. 2006. The determinants of Capital Structure: Evidence From China. *China Economic Review*, 17(1), 14–36. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2005.02.007>.
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keenam. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Indonesia Finance Today. 2015. “Investasi Sektor Makanan Topang Pertumbuhan Industri pada 2015”. <http://Kemenperin Investasi Sektor Makanan Topang Pertumbuhan Industri pada 2015.html>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*3, 305–360.
- Kaaro, Hermeindito. 2002. Financing Decision Relevancy: An Empirical Evidence of Balancing Theory, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* -Universitas Katolik Atmajaya Jakarta 2 (1), Februari,13-20.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. 1973. Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 911–922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>.
- Kuncoro, Mudrajad. (2009). *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi (Edisi 3)*. Erlangga. Jakarta.
- Mahardhika, B.P., dan Aisjah, S. 2014. Pengujian Pecking Order Theory dan Trade Off Theory pada Struktur Modal Perusahaan (Studi pada Perusahaan Consumer Goods di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*.
- Mazur, K. 2007. The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence From Polish Companies. *International Advances in Economic Research*, 13(4), 495–514. <https://doi.org/10.1007/s11294-007-9114-y>.
- Modigliani, F.Rand Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review* 48: 261-297.

- Myers, C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economic*, 5, 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0).
- Peiró, Grenando N., dan Gracia Lopez, J. 2017. Corporate Governance and Capital Structure: A Spanish Study. *European Management Review*, 14(1), 33–45. <https://doi.org/10.1111/emre.12088>.
- Pinegar, J.M. & Wilbricht, L. 1989. Survey Managers Theory: A Survey What Manager Think of Capital Structure. *Journal Management*. pp 82–91
- Pinegar, J.M. & Wilbricht, L. 2012. Survey Managers Theory: A Survey What Manager Think of Capital Structure, 18(4), 82–91. Retrieved From http://www.jstor.org/stable/3665800?seq=1#page_scan_tab_contents.
- Rahadian, Andhika., dan Paulus Basuki Hadiprajitno. 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* Volume 03 Nomor 02 Tahun 2014, Halaman 1-12 2337-3806. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>
- Rahayu, Kurnia Siti. 2017. *Perpajakan (Konsep dan Aspek Formal)*. Rekayasa Sains: Bandung.
- Resmi, Siti. 2009. *Perpajakan: Teori dan Kasus*. Edisi Kelima. Salemba Empat. Jakarta.
- Sandy, Kunthi Fahmar (2018). BI Catat Utang Luar Negeri Swasta Naik 4,2%. <https://ekbis.sindonews.com/read/1274000/33/bi-catat-utang-luar-negeri-swasta-naik-42-1516078086>.
- Sugiyono. 2008. *Metode Penelitian Kombinasi*. Alfabeta. Bandung.
- Sugiyono. 2009. *Metode Penelitian Kombinasi*. Alfabeta. Bandung.
- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Kombinasi*. Alfabeta. Bandung.
- Sugiyono. 2011. *Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D)*. Alfabeta. Bandung.
- Sugiyono. 2012. *Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D)*. Alfabeta. Bandung.
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta: Bandung.
- Sulistiyanto, Sri. 2008. *Manajemen Laba: Teori Dan Model Empiris*. Grasindo. Jakarta.

- Tarus, D. K. & Ezekiel Ayabei (2016). Board composition and Capital Structure: Evidence From Kenya. *Management Research Review*, Vol. 39 Iss 9 pp. <http://dx.doi.org/10.1108/MRR-01-2015-0019>.
- Utami, N.S. Luh., dan Anak Agung Gede Putu Widanaputra. 2017. Pengaruh Tarif Pajak, Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di BEI. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* Vol.20.1. Juli (2017): 352-379
- Weston, B. Fred dan Thomas E. Copeland. 2010. *Manajemen Keuangan*. Erlangga. Jakarta.
- Weston, J. Fred, dan Thomas E. Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid 2. Binarupa Aksara. Jakarta.
- Widarjono, Agus. 2009. *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*. Edisi Ketiga. Ekonisia. Yogyakarta.
- Widarjo, Wahyu dan Setiawan, Doddy. 2009. Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Kondisi Financial Distress Perusahaan Otomotif. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 11 (2) : 107-119.
- www.icamel.co.id diakses pada tanggal 28 oktober 2018.