

**Determinan Terhadap Struktur Modal Dengan
Non Debt Tax Shield Sebagai Moderasi
(Studi Pada Perusahaan Properti, Real Estate Dan Konstruksi Bangunan Yang
Terdaftar Di BEI Periode 2015-2018)**

Ana Wijandari
Ana.wijandari@gmail.com
Universitas Pancasila

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of profitability, firm size, business risk, likuidity, and growth opportunity on capital structure and non debt tax shield as moderator. The objects of this study were property, real estate, and construction company sectors listed on the stock exchanges in Indonesia during 2015-2018, with a total of 72 companies. Sampling method used in this research is purposive sampling. The data collected were analyzed by descriptive analysis and statistical analysis using WarpPLS 5.0. The result of the research shows that profitability, business risk, likuidity, growth opportunity, and non debt tax shield have an effect on capital structure, while the firm size is not. Non debt tax shield found not able to moderate the effect of profitability and growth opportunity on capital structure. Non debt tax shield are found as pure to moderate effect of firm size on capital structure and be a quasi to moderate effect of business risk and likuidity on capital structure.

Keywords : Profitability; Firm Size; Business Risk; Likuidity; Growth Opportunity; Non Debt Tax Shield, Capital Structure

ABSTRAK

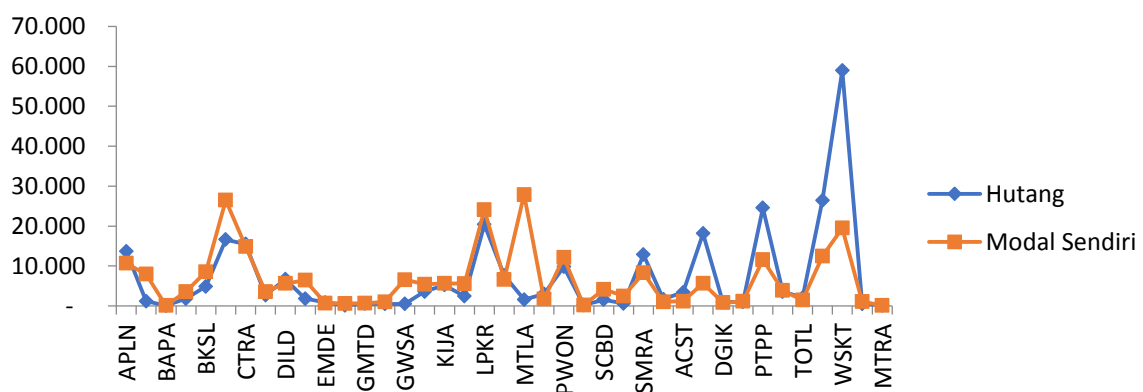
Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, resiko bisnis, likuiditas, dan *growth opportunity* terhadap struktur modal dengan *non debt tax shield* sebagai moderasi. Objek pada penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam sektor properti, real estate, dan konstruksi bangunan yang terdaftar pada bursa efek Indonesia selama tahun 2015-2018, dengan jumlah 72 perusahaan. Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Data yang terkumpul dianalisis dengan teknik analisis deskriptif dan analisis statistik, dengan menggunakan program WarpPLS 5.0. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas, resiko bisnis, likuiditas, *growth opportunity*, dan *non debt tax shield* berpengaruh terhadap struktur modal, sedangkan ukuran perusahaan tidak. *Non debt tax shield* ditemukan tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas dan *growth opportunity* terhadap struktur modal. *Non debt tax shield* ditemukan sebagai variabel *pure moderator* untuk pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal, dan sebagai *quasi moderator* untuk pengaruh resiko bisnis dan likuiditas terhadap struktur modal.

Kata Kunci : Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Resiko Bisnis, Likuiditas, *Growth Opportunity*, *Non Debt Tax Shield*, Struktur Modal

PENDAHULUAN

Salah satu faktor penentu kemajuan perekonomian sebuah negara adalah faktor infrastruktur yang memadai. Jika infrastruktur di sebuah negara lambat, mengartikan bahwa perekonomian di negara tersebut tidak efisien. Pemerintahan saat ini sangat menyadari keteringgalan Infrastruktur di Indonesia dan dampaknya terhadap perekonomian, sehingga dalam beberapa tahun terakhir terjadi pembangunan yang pesat pada infrastruktur baik darat, laut maupun udara. Pemerintah menunjuk sejumlah perusahaan milik negara (BUMN) sebagai pengembang proyek infrastruktur utama. Sebagian sektor swasta juga mengambil komitmen pada proyek yang berjangka panjang dan padat modal, namun sulitnya birokrasi dan minimnya anggaran ini menjadi sorotan publik terutama investor yang akan meginvestasikan dananya pada pasar modal. Hal ini menjadi tantangan bagi pihak manajemen perusahaan untuk meyakinkan investor agar mau mengalokasikan dananya untuk membeli saham-saham perusahaan.

Untuk meyakinkan investor, manajemen harus cermat dan tepat dalam menentukan struktur modalnya. Keputusan untuk menentukan struktur modal adalah keputusan mengenai seberapa besar penggunaan hutang dibandingkan dengan modal sendiri dalam membiayai operasional perusahaan. Tujuan dari penentuan struktur modal adalah untuk memastikan biaya modal (*cost of capital*) yang paling rendah dan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Jadi struktur modal bertujuan mencari kombinasi yang optimal dari unsur modal yang harus ada untuk mencapai pengembalian (*return*) yang maksimal bagi pemegang saham.



Gambar 1. Grafik Rata-rata Struktur Modal Perusahaan Property, Real Estate Dan Konstruksi di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2018 (dalam milyar rupiah)

Berdasarkan gambar 1, dapat dilihat bahwa modal sendiri pada sebagian besar perusahaan properti, real estate dan konstruksi bangunan di BEI pada periode 2015-2018 lebih kecil dibandingkan jumlah hutangnya. Hal tersebut berarti bahwa perusahaan properti, real estate dan konstruksi bangunan pada periode 2015-2018 lebih memilih untuk menggunakan hutang daripada modal sendiri dalam struktur modal yang digunakan untuk operasional perusahaannya.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui seberapa besar pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, resiko bisnis, likuiditas, dan growth opportunity mempengaruhi struktur modal dengan dimoderasi oleh non debt tax shield pada perusahaan properti, real estate dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI periode 2015-2018.

TINJAUAN PUSTAKA

Terori *Trade-Off* (*Trade-Off Theory*) dan Hubungan Antar Variabel

Model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat penggunaan hutang tersebut. Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Menurut *trade off model*, struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan utang dengan biaya kesulitan keuangan akibat penggunaan utang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain (*trade-off*). Tingkat utang optimal tercapai ketika pengaruh *interest tax-shield* mencapai jumlah yang maksimal terhadap ekspektasi *cost of financial distress*

1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Menurut Kusri (2012) profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikan. Penelitian Margaretha (2015) membuktikan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan profitabilitas terhadap struktur modal. Hubungan negatif terjadi karena perusahaan yang memiliki profitabilitas makin tinggi, lebih memilih untuk melakukan pembiayaan yang didanai oleh laba ditahan terlebih dulu, dilanjutkan dengan hutang, dan langkah terakhir jika diperlukan adalah menerbitkan ekuitas. Penelitian Abraham (2016) menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan profitabilitas terhadap struktur modal. Dalam penelitiannya perusahaan yang mempunyai profitabilitas dalam hal ini ROA yang tinggi justru akan menghasilkan struktur modal yang tinggi pula. Dengan demikian maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini :

H1 : Likuiditas berpengaruh terhadap Struktur Modal.

2. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan merupakan suatu indikator yang menunjukkan kekuatan finansial perusahaan. Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal dan memiliki fleksibilitas dan kemampuan lebih untuk mendapatkan dana (Wahidahwati, 2002). Perusahaan besar dapat memberikan jaminan dalam hal pelunasan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang kecil. Perusahaan yang besar juga memiliki kecenderungan untuk menggunakan sumber pendanaan eksternal daripada perusahaan yang berukuran kecil karena *accessibility* perusahaan ke pasar modal. Konsisten dengan teori tersebut yaitu penelitian yang dilakukan oleh Indrajaya (2011) yang menunjukkan hasil bahwa usia perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Dengan demikian maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H2 : Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap Struktur Modal.

3. Pengaruh Resiko Bisnis terhadap Struktur Modal

Risiko bisnis adalah suatu penyebaran penyimpangan hasil aktual dari hasil yang diharapkan dalam menjalankan sebuah bisnis (Ardhianto, 2014). Tujuan risiko bisnis ini adalah untuk mengetahui potensi *upside* (menguntungkan) dan *downside* (merugikan) dari semua faktor yang dapat memberikan dampak bagi organisasi. Manajemen risiko meningkatkan kemungkinan berhasil, mengurangi kemungkinan kegagalan dan ketidakpastian dalam aktivitas keseluruhan organisasi. Risiko bisnis terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal yang didukung dalam penelitian Ferdiansyah dan Isnurhadi (2013). Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan Teddy Chandra (2012) yang menyatakan risiko bisnis berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Dengan demikian maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini :

H3 : Resiko bisnis berpengaruh terhadap Struktur Modal.

4. Pengaruh likuiditas Terhadap Struktur Modal

Menurut *Packing 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 (hutang). Penelitian Bhawa & Dewi (2015) menyatakan bahwa terdapat pengaruh

positif dan signifikan antara likuiditas terhadap struktur modal. Hal tersebut ditunjukkan dengan semakin besarnya likuiditas maka semakin besar pula struktur modalnya dan semakin kecil likuiditas maka semakin kecil pula struktur modalnya. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutang-hutang jangka pendeknya maka semakin liquid perusahaan tersebut sehingga kepercayaan dari kreditur meningkat dan perusahaan mudah untuk memperoleh hutang. Dengan demikian maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini :

H4 : Likuiditas berpengaruh terhadap Struktur Modal.

5. Pengaruh Growth Opportunity terhadap Struktur Modal

Growth opportunity merupakan kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi pada hal-hal yang menguntungkan perusahaan (Setyawan, 2016). Menurut Brigham (2011), perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan tinggi lebih cenderung menggunakan sumber dana dari luar. Namun, menurut Dimitri (2004), perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi akan cenderung menahan labanya untuk kepentingan reinvestasi dan mengurangi pembayaran dividen. Menurut Margaretha (2010) perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi akan lebih menguntungkan jika memakai utang. Maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H5 : Growth Opportunity berpengaruh terhadap Struktur Modal.

6. Pengaruh Non Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal

Non-debt tax shield (NDTS) atau penghematan pajak yang bukan bersumber dari utang merupakan penghematan pajak yang bukan berasal dari bunga pinjaman yang dibayarkan. Menurut Qudriah dan Muid (2014), *non-debt tax shield* tersebut berupa depresiasi aktiva tetap. Semakin tinggi depresiasi suatu perusahaan, maka semakin tinggi aktiva tetap yang dimiliki perusahaan, sehingga perusahaan akan lebih mudah mendapatkan utang dari pihak luar dengan menjaminkan aset dari perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Lim (2012), menemukan bahwa variabel *non-debt tax shield* (penghematan pajak) berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Jahfer (2019) menemukan bahwa variabel *non-debt tax shield* memiliki hubungan positif signifikan terhadap struktur modal. Maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini :

H6 : *Non debt tax shield* berpengaruh terhadap Struktur Modal.

7. Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Variabel Moderasi, Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Variabel Moderasi, Pengaruh Resiko Bisnis terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt*

Tax Shield sebagai Variabel Moderasi, Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Variabel Moderasi, Pengaruh Growth Opportunity terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Variabel Moderasi.

Sesuai yang dikemukakan Van Horne dan Wachowicz (1998:484) , Bradley et al. (1984), dan Liem (2012) meneliti tentang struktur modal menyimpulkan bahwa *non debt tax shield* berpengaruh terhadap struktur modal. Penelitian yang dilakukan Suratno, dkk (2017) pada industri farmasi di Indonesia membuktikan bahwa *non debt tax shield* tidak mampu memoderasi pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal. Dimana perusahaan melakukan penghematan pajak menggunakan utang tambahan yang diinvestasikan pada aset tetap ketika tingkat resiko bisnis rendah dan tidak menggunakan hutang tambahan ketika bisnis perusahaan beresiko tinggi. Berdasarkan uraian tersebut diatas pengembangan hipotesis penelitian, sebagai berikut :

H7 : Profitabilitas berpengaruh terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Moderasi.

H8 : Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Moderasi.

H9 : Resiko Bisnis berpengaruh terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Moderasi

H10 : Likuiditas berpengaruh terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Moderasi.

H11 : Growth Opportunity berpengaruh terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Moderasi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif. Populasi yang digunakan dalam penelitian yaitu perusahaan Properti, Real Estate dan Konstruksi Bangunan yang terdaftar di BEI tahun 2015-2018. Pengambilan sampel menggunakan teknik purposive sampling. Data yang digunakan yaitu data sekunder yang berasal dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) yang diperoleh dari website yaitu idx.co.id

Operasional Variabel Penelitian

Variabel Dependen (variable terkait)

1. Struktur Modal

Struktur modal merupakan komposisi antara modal sendiri dengan jangka panjang dalam pembiayaan permanen Dewi (2014). Keseimbangan proporsi antara asset yang didanai oleh kreditor dan yang didanai oleh pemilik perusahaan diukur dengan rasio DER. Rasio ini dapat memberikan gambaran mengenai struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan, sehingga dapat dilihat tingkat resiko tak tertagihnya suatu utang (Prastowo & Juliaty, 2008: 89). DER dirumuskan dalam bentuk sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Utang}}{\text{Modal sendiri}} \times 100\%$$

Variabel Independen (variable bebas)

1. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikan Kusri (2012). Indikator profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return on assets* (ROA). *Return on assets* merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan asset-asetnya untuk menghasilkan laba (Gibson, 2013). Profitabilitas dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$ROA = \frac{\text{Earning After Taxes}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$$

2. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan suatu sarana pengklasifikasian besar kecilnya perusahaan dengan berbagai cara. Sidhu (2016) dan Prasetia, et al. (2014) menggunakan data total assets perusahaan yang dipergunakan untuk kegiatan operasi perusahaan baik current maupun non-current assets sebagai indikator perusahaan. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan menggunakan data hasil dari log natural atas *total assets* masing-masing perusahaan. Dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Total Assets} = \ln \text{Total Assets}$$

3. Resiko Bisnis

Risiko bisnis adalah risiko dari perusahaan yang tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya Ardhiansya (2013). Chandra (2012) menjelaskan bahwa dalam *trade off theory* menyatakan perusahaan yang memiliki utang yang besar cenderung memiliki volatilitas pendapatan yang tinggi. Tingkat volatilitas yang tinggi akan meningkatkan business risk perusahaan. Peningkatan business risk perusahaan ini akan

mengakibatkan meningkatnya *cost of fund*. Peningkatan *cost of fund* ini akan mendorong perusahaan untuk mengurangi penggunaan utang. Resiko bisnis dalam penelitian ini diukur menghitung *logaritma natural* dari standar deviasi EBIT sehingga didapatkan rumus sebagai berikut :
:Risiko Bisnis = $\ln(\sigma\text{EBIT})$

4. Likuiditas

Rasio likuiditas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa jauh tingkat kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya yang akan jatuh tempo (Hery, 2015 : 175). Likuiditas pada penelitian ini diukur menggunakan *Current Ratio*. *Current ratio* merupakan ukuran yang paling umum digunakan untuk mengetahui kesanggupan memenuhi kewajiban jangka pendek (Sawir, 2005:8). *Current Ratio* dirumuskan dalam bentuk sebagai berikut :

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}} \times 100\%$$

5. Growth opportunity

Growth opportunity merupakan kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi pada hal-hal yang menguntungkan perusahaan (Setyawan, 2016). *Growth Opportunity* dalam penelitian ini adalah tingkat pertumbuhan perusahaan yang diukur dari perubahan total aset perusahaan dari tahun tertentu dengan tahun sebelumnya. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi sering membutuhkan tambahan aset untuk mendukung pertumbuhan penjualan sehingga perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan utang (Heriyani, 2011). Menurut Brigham (2011), perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan tinggi lebih cenderung menggunakan sumber dana dari luar. *Growth Opportunity* dirumuskan dalam bentuk sebagai berikut :

$$\text{Pertumbuhan Aktiva} = \frac{\text{TAt} - \text{TAt-1}}{\text{TAt-1}}$$

Variabel Moderasi

1. Non debt tax shield

Non debt tax shield adalah penentu struktur modal yang bukan dari hutang, berupa pembebanan biaya depresiasi dan amortisasi terhadap laba dan rugi Krisnanda (2015). Menurut Sari dkk., (2013) perusahaan yang memiliki *non debt tax shield* (penghematan pajak sebagai akibat dari

pembebanan depresiasi aktiva berwujud) tinggi tidak perlu menggunakan hutang dalam jumlah yang besar. Alasannya, beban depresiasi dapat digunakan sebagai substitusi perlindungan pajak yang berasal dari beban bunga hutang sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan banyak hutang untuk mendapatkan perlindungan pajak. Non Debt Tax Shield dalam penelitian ini diukur dengan annual depreciation dibagi dengan total aktiva, sehingga dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{NDTS} = \frac{\text{Annual Depreciation}}{\text{Total Aktiva}}$$

Model Regresi

Penelitian ini menggunakan Structural Equation Modeling-Partial Least Squares (SEM-PLS) versi WarpPLS 5.0. Berdasarkan kerangka pemikiran dan pengembangan hipotesis, persamaan analisis moderasi yang akan diuji yaitu:

$$\text{DER} = \alpha + \beta_1\text{Profit} + \beta_2\text{Size} + \beta_3\text{Res.Bis} + \beta_4\text{Likuid} + \beta_5\text{Growth} + \beta_6\text{NDTS} + \beta_7\text{Profit*NDTS} + \beta_8\text{Size*NDTS} + \beta_9\text{Res.Bis*NDTS} + \beta_{10}\text{Likuid*NDTS} + \beta_{11}\text{Growth*NDTS} + \varepsilon$$

Keterangan:

- DER = Debt o Equity Ratio
- α = konstanta
- β_1 = koefisien Profitabilitas
- β_2 = koefisien Firm Size
- β_3 = koefisien Resiko Bisnis
- β_4 = koefisien Likuiditas
- β_5 = koefisien Growth Opportunity
- β_6 = koefisien Non Debt Tax Shield
- β_7 = koefisien Profitabilitas dan Non Debt Tax Shield
- β_8 = koefisien Firm Size dan Non Debt Tax Shield
- β_9 = koefisien Resiko Bisnis dan Non Debt Tax Shield
- β_{10} = koefisien Likuiditas dan Non Debt Tax Shield
- β_{11} = koefisien Growth Opportunity dan Non Debt Tax Shield
- Profit = Profitabilitas
- Size = Firm Size
- Res.Bis = Resiko Bisnis
- Likuid = Likuiditas
- Growth= Growth Opportunity
- NDTS= Non Debt Tax Shield
- ε = error term

HASIL DAN PEMBAHASAN

Populasi dalam penelitian ini yaitu perusahaan Properti, Real Estate dan Konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI pada tahun 2015-2018 sebanyak 72 perusahaan. Pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu purposive sampling dengan kriteria yang telah ditentukan, yaitu (1) perusahaan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2015-2018; (2) Laporan keuangan perusahaan yang telah diaudit, dipublish di BEI dan berada pada tahun pengamatan 2015-2018; (3) Laporan keuangan perusahaan telah memenuhi komponen laporan keuangan yang diperlukan dalam penelitian ini, terdiri atas data ROA, *Total Asset*, *EBIT*, *Return on Assets*, Annual Depresiasi, dan *Debt to Equity Ratio*. Sehingga didapatkan 156 sampel selama periode penelitian.

Hasil Penelitian

Tabel 1. Deskriptif Statistik Penelitian

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
DER	156	0.001	5.263	1.049	0.872
ROA	156	0.001	0.385	0.058	0.059
SIZE	156	12.057	18.639	15.616	1.439
Res.Bis	156	6.740	14.492	11.778	1.608
CR	156	0.394	8.801	3.283	2.233
GROWTH	156	-0.896	1.417	0.265	0.411
NDTS	156	0.001	0.639	0.091	0.108

Berdasarkan tabel diatas Variabel struktur modal (DER) nilai minimum 0,001 nilai maksimum 5,263 nilai rata-rata 1,049 dan nilai standar deviasi adalah 0,872. Variabel profitabilitas (ROA) dapat nilai minimum 0,001 nilai maksimum 0,385 nilai rata-rata 0,058 dan nilai standar deviasi adalah 0,059. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) dapat nilai minimum 12,057 nilai maksimum 18,639 nilai rata-rata 15,616 dan nilai standar deviasi adalah 1,439. Variabel resiko bisnis (Res.Bis) dapat nilai minimum 6,740 nilai maksimum 14,492 nilai rata-rata 11,778 dan nilai standar deviasi adalah 1,608. Variabel likuiditas (CR) dapat nilai minimum 0,394 nilai maksimum 8,801 nilai rata-rata 3,283 dan nilai standar deviasi adalah 2,233. Variabel growth opportunity (GROWTH) dapat nilai minimum -0,896 nilai maksimum 1,417 nilai rata-rata 0,265 dan nilai standar deviasi adalah 0,411. Variabel non debt tax shield (NDTS) dapat nilai minimum 0,001 nilai maksimum 0,639 nilai rata-rata 0,091 dan nilai standar deviasi adalah 0,108.

Tabel 2. Model Fit Penelitian

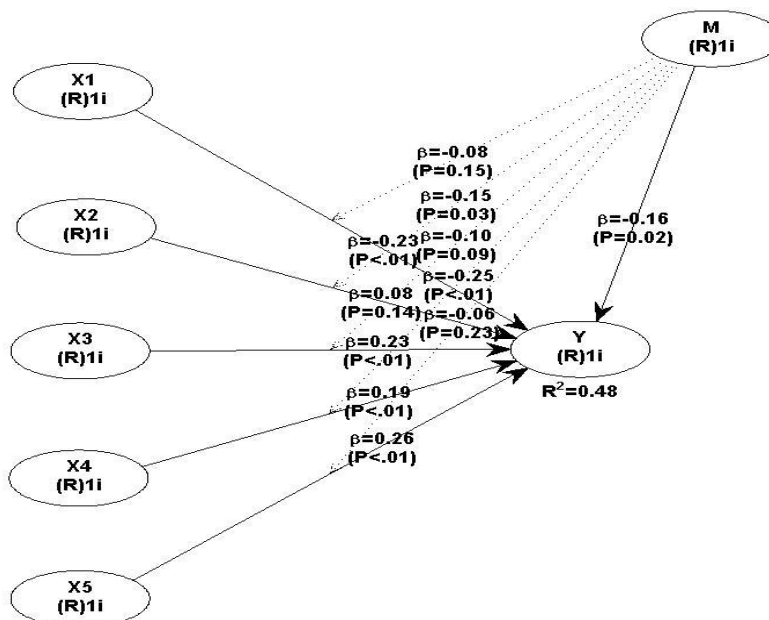
Komponen	Nilai
Average path coefficient	0.164, P=0.009
Average adjusted R-squared	0.441, P<0.001

Average blok VIF (AVIF) 1.758, acceptable if ≤ 5 , ideally ≤ 3.3

Sumber: Data diolah (2019)

Hasil output diatas, menjelaskan bahwa nilai APC memiliki indeks sebesar 0.164 dengan nilai p-value 0.009. Sedangkan ARS memiliki indeks sebesar 0.441 dengan p-value < 0.001 . Nilai P-value dari kedua indeks menunjukkan hasil dibawah 0.1 (pada alpha 10%) yang berarti memenuhi kriteria APC dan ARS. Nilai AVIF yang dihasilkan juga menunjukkan indeks dibawah 5 yaitu sebesar 1.758. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya (Ghozali, 2011).

Koefisien determinasi (R^2) bertujuan mengukur seberapa jauh kemampuan variabel independen (Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Resiko Bisnis, Likuiditas, Growth Opportunity) dalam menjelaskan variasi variabel dependen (Debt to Equity Ratio) dengan menggunakan variabel moderasi (Non Debt Tax Shield). Berdasarkan tabel 2 terlihat nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.441. Kemampuan variable-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen yaitu sebesar 44%, sisanya sebesar 56% dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini.



Gambar 2. Model Struktural dengan Single Moderator

Penjelasan mengenai pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen dengan menggunakan konservatisme akuntansi sebagai variabel moderasi berdasarkan table 4 diuraikan sebagai berikut:

1. Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil uji hipotesis pertama (H1) pada tabel 4.5 didapatkan bahwa nilai koefisien sebesar -0.226 dengan tingkat signifikansi (P-value) sebesar 0.002, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal dikarenakan nilai P-value < 10%, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama (H1) diterima.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Glenn Indrajaya (2011), dan memberikan bukti bahwa semakin profitable perusahaan, maka perusahaan cenderung mengurangi proporsi utangnya. Semakin besar profit perusahaan, maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membiayai kebutuhan investasinya dari sumber internal (seperti laba ditahan). Menurut Yoshendy (2015) perusahaan yang memiliki profitabilitas makin tinggi, lebih memilih untuk melakukan pembiayaan yang didanai oleh laba ditahan terlebih dulu, dilanjutkan dengan hutang, dan langkah terakhir jika diperlukan adalah menerbitkan ekuitas.

2. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil uji hipotesis kedua (H2) pada tabel 4.5 didapatkan bahwa nilai koefisien sebesar 0.084 dengan tingkat signifikansi (P-value) sebesar 0.144, dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal namun tidak signifikan dikarenakan nilai P-value >10%, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kedua (H2) ditolak.

Pada penelitian yang dilakukan Wiagustini dan Pertamawati (2011), Teddi Chandra (2012), Setiawan, dkk (2016) menemukan hal yang sama, apabila ukuran perusahaan mengalami peningkatan, maka struktur modal perusahaan juga akan meningkat. Sebaliknya, apabila ukuran perusahaan mengalami penurunan, maka struktur modal perusahaan juga akan mengalami penurunan. Perusahaan yang berukuran besar lebih mudah memperoleh pinjaman apabila dibandingkan dengan perusahaan kecil karena memiliki kemudahan akses sehingga fleksibilitas yang dimiliki perusahaan juga lebih besar.

3. Pengaruh Resiko Bisnis terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil uji hipotesis ketiga (H3) pada tabel 4.5 didapatkan bahwa nilai koefisien sebesar 0.231 dengan tingkat signifikansi (P-value) sebesar 0.001, dapat disimpulkan bahwa resiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap struktur modal ke arah positif dikarenakan nilai P-value < 10%, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis ketiga (H3) diterima.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Muhammad dan Isnurhadi (2013) dan Wardhana dan Sudiarta (2015) yang menemukan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara resiko bisnis terhadap struktur Modal. Hubungan positif tersebut menunjukkan bahwa jika risiko bisnis perusahaan meningkat maka struktur modal perusahaan juga akan meningkat begitu pula sebaliknya. Semakin besar risiko, semakin besar struktur modal. Investor yang memiliki sifat *risk seeker* tidak tertarik pada perusahaan yang memiliki risiko rendah, karena jika risiko tinggi maka keuntungan yang didapat akan semakin tinggi.

4. Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil uji hipotesis keempat (H4) pada tabel 4.5 didapatkan bahwa nilai koefisien sebesar 0.193 dengan tingkat signifikansi (P-value) sebesar 0.007, sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal dikarenakan nilai P-value < 10%, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis keempat (H4) diterima.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Kartika dan Dana (2015), Primatara dan Dewi (2016), dan Bhawa dan Dewi (2015) yang membuktikan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan likuiditas terhadap struktur modal. Semakin besar likuiditas maka semakin besar pula struktur modal dan jika semakin kecil likuiditas maka semakin kecil pula struktur modal. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam mengembalikan kewajiban-kewajiban jangka pendeknya maka semakin likuid perusahaan tersebut sehingga kepercayaan dari kreditur meningkat dan mempermudah perusahaan memperoleh hutang jangka panjangnya.

5. Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil uji hipotesis kelima (H5) pada tabel 4.5 didapatkan bahwa nilai koefisien sebesar 0.261 dengan tingkat signifikansi (P-value) sebesar <0.001, sehingga dapat disimpulkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal dikarenakan nilai P-value < 10%, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kelima (H5) diterima.

Hasil penelitian ini selaras dengan Kartika dan Dana (2015) dan Marghareta dan Ramadhan (2010) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh signifikan *growth opportunity* terhadap struktur modal. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi sering membutuhkan

tambahan aset untuk mendukung pertumbuhan penjualan sehingga perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan utang.

6. Pengaruh *Non Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil uji hipotesis keenam (H6) pada tabel 4.5 didapatkan bahwa nilai koefisien sebesar -0.165 dengan tingkat signifikansi (P-value) <0.017, dapat disimpulkan bahwa *non debt tax shield* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap struktur modal, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis keenam (H6) diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *non debt tax shield* tinggi tidak selalu menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki utang yang tinggi.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Febrian (2016) dan Liem (2013) yang membuktikan bahwa jika variabel non-debt tax shield mengalami kenaikan maka akan menyebabkan penurunan terhadap variabel utang dan begitu pula sebaliknya. Pengurangan pajak dari depresiasi akan mensubstitusi manfaat pajak dari pendanaan secara kredit. Sehingga perusahaan dengan *non debt tax shield* yang besar akan menggunakan sedikit utang.

7. Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Moderasi

Berdasarkan hasil uji hipotesis ketujuh (H7) pada tabel 4.5 didapatkan bahwa nilai koefisien sebesar -0.083 dengan tingkat signifikansi (P-value) sebesar 0.145, dikarenakan nilai P-value > 10%, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis ketujuh (H7) ditolak. *Non debt tax shield* berupa biaya depresiasi dan amortisasi yang dapat dijadikan cash flow perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal. Kenaikan atau penurunan persentase profitabilitas perusahaan tidak dipengaruhi oleh biaya depresiasi dan amortisasi yang dibebankan terhadap laba rugi.

8. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Moderasi

Berdasarkan hasil uji hipotesis kedelapan (H8) pada tabel 4.5 didapatkan bahwa nilai koefisien sebesar -0.147 dengan tingkat signifikansi (P-value) 0.030, dikarenakan nilai P-value < 10%, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kedelapan (H8) diterima. *Non debt tax shield* berupa pembebanan biaya depresiasi dan amortisasi terhadap laba rugi mampu memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Kenaikan atau penurunan ukuran perusahaan yang diprosikan dengan total asset dipengaruhi oleh biaya depresiasi dan amortisasi dimana akumulasi depresiasi yang diungkapkan untuk setiap aset dapat mengurangi nilai buku pada

neraca. Perusahaan dengan *non debt tax shield* tinggi menambah hutang untuk diinvestasikan pada aktiva tetap.

9. Pengaruh Resiko Bisnis terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Moderasi

Berdasarkan hasil uji hipotesis kesembilan (H9) pada tabel 4.5 didapatkan bahwa nilai koefisien sebesar -0.104 dengan tingkat signifikansi (P-value) 0.093, dikarenakan nilai P-value <10%, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kesembilan (H9) diterima. *Non debt tax shield* memoderasi pengaruh resiko bisnis terhadap struktur modal. Perusahaan dengan resiko bisnis rendah dan memiliki perlindungan pajak berupa biaya depresiasi dan amortisasi yang dibebankan terhadap struktur modal tidak akan menambah hutang untuk diinvestasikan pada aktiva tetap, dan akan menambah hutang ketika resiko perusahaan tinggi.

10. Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Moderasi

Berdasarkan hasil uji hipotesis kesepuluh (H10) pada tabel 4.5 didapatkan bahwa nilai koefisien sebesar -0.250 dengan tingkat signifikansi (P-value) <0.001, dikarenakan nilai P-value < 10%, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kesepuluh (H10) diterima. *Non debt tax shield* memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal. Sesuai dengan teori trade off bahwa semakin tinggi depresiasi yang artinya semakin tinggi keuntungan non-utang (*non-debt tax shield*) akan mengurangi potensi pemanfaatan utang sebagai pengurang pajak.

11. Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Struktur Modal dengan *Non Debt Tax Shield* sebagai Moderasi

Berdasarkan hasil uji hipotesis kesebelas (H11) pada tabel 4.5 didapatkan bahwa nilai koefisien sebesar -0.058 dengan tingkat signifikansi (P-value) 0.231, dikarenakan nilai P-value > 10%, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kesebelas (H11) ditolak. *Non debt tax shield* berupa biaya depresiasi dan amortisasi yang dapat dijadikan cash flow perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh growth opportunity terhadap struktur modal. Kenaikan atau penurunan growth opportunity perusahaan tidak dipengaruhi oleh biaya depresiasi dan amortisasi yang dibebankan terhadap laba rugi. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi mampu menghasilkan ketersediaan kas untuk operasional perusahaan tanpa membutuhkan dana eksternal.

Tabel 4. Path Coefficient dan P-Value

Hipotesis	Path	Coefficient	P-Value
H1	X1 → Y	-0.226	0.002
H2	X2 → Y	0.084	0.144
H3	X3 → Y	0.231	0.001

H4	$X4 \rightarrow Y$	0.193	0.007
H5	$X5 \rightarrow Y$	0.261	<0.001
H6	$M \rightarrow Y$	-0.165	0.017
H7	$X1 * M \rightarrow Y$	-0.083	0.145
H8	$X2 * M \rightarrow Y$	-0.147	0.030
H9	$X3 * M \rightarrow Y$	-0.104	0.093
H10	$X4 * M \rightarrow Y$	-0.250	<0.001
H11	$X5 * M \rightarrow Y$	-0.058	0.231

Sumber : Hasil WarpPLS (data diolah)

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil intepetasi dan pembahasan pada bab sebelumnya diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa semakin profitable perusahaan, maka perusahaan cenderung mengurangi proporsi utangnya. Semakin besar profit perusahaan, maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membiayai kebutuhan investasinya dari sumber internal (seperti laba ditahan), sehingga akan menghindari penggunaan hutang.
2. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa tidak adanya hubungan antara ukuran perusahaan terhadap struktur modal.
3. Resiko bisnis berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa semakin besar risiko, semakin besar struktur modal. Investor yang memiliki sifat risk seeker tidak tertarik pada perusahaan yang memiliki risiko rendah, karena jika risiko tinggi maka keuntungan yang didapat akan semakin tinggi.
4. Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam mengembalikan kewajiban-kewajiban jangka pendeknya maka semakin likuid perusahaan tersebut sehingga kepercayaan dari kreditur meningkat dan mempermudah perusahaan memperoleh hutang jangka panjangnya.
5. *Growth opportunity* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi membutuhkan tambahan aset untuk mendukung pertumbuhan penjualan sehingga perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan utang.
6. *Non debt tax shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa pengurangan pajak dari depresiasi akan mensubstitusi manfaat pajak

dari pendanaan secara kredit. Sehingga perusahaan dengan *non debt tax shield* yang besar akan menggunakan sedikit utang.

7. Tipe moderasi *non debt tax shield* atas pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal adalah *predictor moderator*. *Non debt tax shield* tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal, hanya mampu sebagai variabel eksogen.
8. Tipe moderasi *non debt tax shield* atas pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal adalah *pure moderator* yang bermakna *non debt tax shield* mampu memoderasi sempurna pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal.
9. Tipe moderasi *non debt tax shield* atas pengaruh resiko bisnis terhadap struktur modal adalah *quasi moderator*. *Non debt tax shield* memoderasi pengaruh resiko bisnis terhadap struktur modal sekaligus menjadi variabel independen yang mempengaruhi struktur modal.
10. Tipe moderasi *non debt tax shield* atas pengaruh likuiditas terhadap struktur modal adalah *quasi moderator*. *Non debt tax shield* memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal sekaligus menjadi variabel independen yang mempengaruhi struktur modal.
11. Tipe moderasi *non debt tax shield* atas pengaruh *growth opportunity* terhadap struktur modal adalah *predictor moderator*. *Non debt tax shield* tidak mampu memoderasi pengaruh *growth opportunity* terhadap struktur modal, hanya mampu sebagai variabel eksogen.

DAFTAR PUSTAKA

- Arylin, Erika Jimena. (2015). Pengaruh Rasio Keuangan, Karakteristik Perusahaan dan Tarif Pajak Terhadap Struktur modal Perusahaan otomotif yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 17(2), 143-148.
- Bayrakdaroglu, Ali., Ilhan Ege., 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), 131-140.
- Bhawa, I. B. M. D., & Dewi, Made Rasmala. (2015). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Profitabilitas, dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan Farmasi. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(7), 1949-1966.
- Brigham, Eugene F dan Joel F Houston, (2011). *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi 11. Jakarta: Salemba Empat.
- Chandra, Teddy. (2012). Faktor-faktor yang Memengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Property dan Reaal SEstate di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 18(4), 507-523.
- Dimitri, Michael., & Sumani. (2013). Analisis Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Ukuran, Usia, dan

- Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal. *Jurnal manajemen*, 1(1), 82-105.
- Ferdiansya, M. S., & Isnurhadi. (2013). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya*, 11(2), 133-148.
- Ghozali, Imam. (2006). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Horne, James C Van dan Wachowicz, John M Jr. (2005). *Fundamentals of Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall
- Indrajaya, Glenn., Herlina., & Setiadi, Rini. (2011). Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas dan Resiko Bisnis Terhadap Struktur Modal : Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007. *Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 6(2).
- Jahfer, A., & Madurasinghe, S.I. (2019). Liquidity and Capital Structure : Special Reference to Manufacturing Sector in The Colombo Stock Market. *Journal of Management*, 14(2), 69-77.
- Joni., & Lina. (2010). Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(2), 82-97.
- Joyo, M. A., Ahmad, Nawaz., & Syaikh, G. M. (2017). The Role of Bussines Risk and Non Debt Tax Shield on Capital Structure: A Study Based on Cement Sector in Pakistan. *Journal of Bussines Studies*, 13(2), 36-49.
- Juliantika, N. L. A. A. M., & Dewi, M. R. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Likuiditas, dan Resiko Bisnis Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan *Property dan Real Estate* . *E-jurnal Manajemen Unud*, 5(7), 4161-4192.
- Kartika, I. K. S., & Dana, Made. (2016). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan dan Tingkat Pertumbuhan Terhadap Struktur Modal Perusahaan *Food dan Beverages* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud* , 4(3), 606-625
- Kusrini, Hari. (2012). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Resiko Bisnis, Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang. Jakarta: Universitas Terbuka.
- Krisnanda, P.H., & Wiksuana, I. G. B. (2015). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, dan *Non Debt Tax Shield* Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(5), 1434-1451
- Lestari, Desi. (2014). Pengaruh *Blockholder Ownership*, Ukuran Perusahaan, Resiko Bisnis dan *Non Debt Tax Shield* Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan yang Masuk di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam*, 9(1), 42-56.
- Liem, J. H., Murhadi, W. R., & Sutejo, B. S. (2013). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur

- Modal pada Industri *Consumer Goods* yang Terdaftar di BEI periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*. 2(1), 1-11.
- Margaretha, Farah., & Ramadhan, A. R. (2010). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(2), 119-130.
- Maytariana, D., Suhadak., & Kertahadi. (2013). Faktor-faktor Fundamental yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan (Studi pada Perusahaan manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode tahun 2009-2011). *Jurnal Adminstrasi Bisnis*, 2(2), 93-101.
- Michael, A. G., & Sampurno, Djoko. (2018). Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi Kasus pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI Periode 2012-2016). *Diponegoro Journal of Management*. 7(2). 1-12.
- Nainggolan, Misco. V., Azlina, Nur., & Julita. (2017). Pengaruh Kebijakan Deviden, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Resiko Bisnis, *Cash Holding*, Kontrol Kepemilikan, dan *Non Debt Tax Shield* Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014. *JOM Fekon*, 4(1), 528-542.
- Nugroho, Nur Cahyo. (2014). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, dan Umur Perusahaan Terhadap Struktur Modal Usaha Mikro Kecil dan Menengah Kerajinan Kuningan di Kabupaten Pati. *Management Analysis Journal*, 3(2), 1-5.
- Primantara, A. A. N. A. D. Y., & Dewi, M. R. (2016). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Resiko Bisnis, Ukuran Perusahaan, dan Pajak Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(5), 2696-2726.
- Ramlall, Indranarain. (20019). Determinant of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Packing Order Theory. *International Research Journal of Finance and Economics*, 31(31), 83-92.
- Sari, M. D., Djumahir., & Djazuli, Atim. (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). *Jurnal Ekonopmi Bisnis*, 20(1), 1-52.
- Sari, Septi Diana. (2015). Pengaruh Risiko Bisnis, *Life Cycle*, dan Difersifikasi Terhadap Struktur Modal Serta Hubungannya Dengan Nilai Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal manajemen Teori dan Terapan*, 9(1), 58-77.
- Setyawan, A. I. W., Topowijoyo., & Nuzula, N. F. (2016). Pengaruh *Firm Size*, *Growth Opportunity*, *Profitability*, *Bussines Risk*, *Effective Tax Rate*, *Asset Tangibility*, *Firm Age*, dan *Likuidity* Terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi pada Perusahaan sektor *Property dan Real Estate* yang Terdaftar di BEI tahun 2009-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 31(1), 108-117.
- Suratno., Djaddang, Syahril., & Ghozali, Imam. (2017). The Role of BussinesRisk and Non Debt

Tax Shields to Debt to Equity Ratio on Pharmacy Listed Companies in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 73-80.

Wardana, I. P. A. D., & Sudhiatra, G. M. (2015). Pengaruh Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Resiko Bisnis, dan Usia Perusahaan Terhadap Struktur Modal pada Industri Pariwisata di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2013. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(6), 1701-1721.

Watung, A. K. S., Saerang, I. S., & Tasik, H. D. D. (2016). Pengaruh Rasio Likuiditas, Aktivitas, Profitabilitas, dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA*, 4(2), 726-737.

Widodo, M. W., Moeljadi., & Djawahir, A. H. (2014). Pengaruh *Tangibility*, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, *Non Debt Tax Shield*, *Cash Holding*, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang *Listing* di BEI tahun 2010-2012). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 12(1), 143-150.

Yoshendy, A., Achsani, N. A., & Maulana, TB. N. A. (2015). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Barang Konsumsi di BEI Tahun 2002-2011. *Jurnal Bisnis & Manajemen*, 16(1), 47-59.