

**Pengaruh Tingkat Profitabilitas, Likuiditas, *Growth on Sales*, dan
Capital Expenditure terhadap Struktur Modal pada Perusahaan
Manufaktur yang Aktif di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-
2015 Berdasarkan Perspektif *Trade-Off Theory***



Oleh:

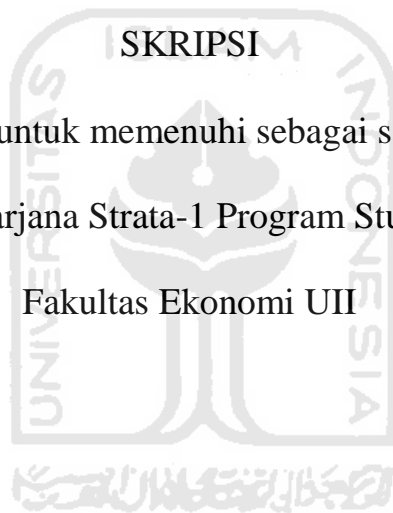
Nama : Ismunandar Diapari Lubis

NIM : 13312185

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2016**

**Pengaruh Tingkat Profitabilitas, Likuiditas, *Growth on Sales*, dan
Capital Expenditure terhadap Struktur Modal pada Perusahaan
Manufaktur yang Aktif di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-
2015 Berdasarkan Perspektif *Trade-Off Theory***

Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk
mencapai derajat Sarjana Strata-1 Program Studi Akuntansi pada
Fakultas Ekonomi UII



Oleh:

Nama : Ismunandar Diapari Lubis

NIM : 13312185

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2016**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“ Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”



Yogyakarta, Desember 2016

Penulis,



(Ismunandar Diapari Lubis)

**Pengaruh Tingkat Profitabilitas, Likuiditas, *Growth on Sales*, dan
Capital Expenditure terhadap Struktur Modal pada Perusahaan
Manufaktur yang Aktif di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-
2015 Berdasarkan Perspektif *Trade-Off Theory***

SKRIPSI




Diajukan Oleh:

Nama : Ismunandar Diapari Lubis

NIM : 13312185

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing
Pada Tanggal ~~21 Desember 2016~~
Dosen Pembimbing,


(Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA., DBA.)

SKRIPSI BERJUDUL

**PENGARUH TINGKAT PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, *GROWTH ON SALES*, DAN
CAPITAL EXPENDITURE TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG AKTIF DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2006 - 2015
BERDASARKAN PERSPEKTIF *TRADE-OFF THEORY***

Disusun Oleh : **ISMUNANDAR DIAPARI LUBIS**

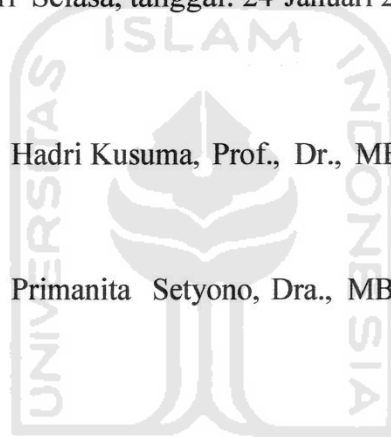
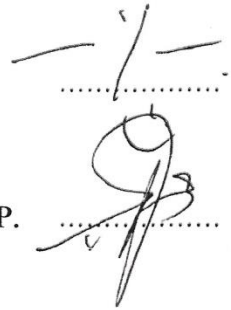
Nomor Mahasiswa : **13312185**

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**

Pada hari Selasa, tanggal: 24 Januari 2017

Penguji/Pembimbing Skripsi : Hadri Kusuma, Prof., Dr., MBA.

Penguji : Primanita Setyono, Dra., MBA, Ak, Cert. SAP.



UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

Mengetahui

Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Agus Harjito, M.Si.

KATA PENGANTAR



Syukur Alhamdulillah penulis panjatkan kehadirat Allah SWT., yang telah memberikan berkah, nikmat sehat, rahmat, dan hidayahnya-Nya serta kekuatan dan kesabaran kepada penulis sehingga skripsi yang berjudul **Pengaruh Tingkat Profitabilitas, Likuiditas, *Growth on Sales*, dan *Capital Expenditure* terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Aktif di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2015 Berdasarkan Perspektif *Trade-Off Theory*** telah terselesaikan dengan lancar.

Adapun tujuan dari penulisan skripsi ini adalah untuk memenuhi salah satu syarat untuk mencapai derajat Sarjana Strata-1 Program Studi Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta. Selanjutnya atas keberhasilan tersebut, penulis tidak lupa mengucapkan terima kasih setinggi-tingginya dan tulus kepada:

1. Allah SWT., atas segala rahmat dan hidayah-Nya sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
2. Dosen Pembimbing; Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA., DBA.; atas dukungan, kesabaran, masukan, dan bimbingannya selama proses pengerjaan skripsi ini.

3. Kedua orang tua, Oloan Diapari Lubis dan Fatimah Syam, serta adik saya, Helmi Diapari Lubis, atas dukungan penuh, doa, dan semangat yang diberikan kepada penulis untuk penyelesaian skripsi ini.
4. Teman-teman bimbingan bapak Hadri, atas masukan, saran, dan semangat yang diberikan kepada penulis.
5. Teman-teman dalam grup, Brothers Over Form, yaitu Ade Erik, Alan, Arief, Sahab, Aziz, Azmi, Dandy, Dena, Dwi, Eka, Fauzi, Fhadlan, Husaini, Icing, Imam, Ismail, Julio, Aji, Raka, Romi, Said, dan Ganda, atas dukungan dan semangat yang telah diberikan kepada penulis sejak awal masa kuliah hingga saat ini.
6. Segenap saudara dan teman yang lain, atas dukungannya.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih memiliki keterbatasan dan kelemahan lainnya. Penulis berharap hasil penelitian pada skripsi ini dapat bermanfaat bagi perkembangan ilmu pengetahuan.

Akhir kata, penulis sekali lagi mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada pihak-pihak tersebut di atas yang telah memberikan bantuan, dukungan, semangat kepada penulis, semoga mendapat imbalan yang setimpal dari Allah SWT., Amin.

Yogyakarta, Desember 2016

Penulis,



(Ismunandar Diapari Lubis)



DAFTAR ISI

Halaman Sampul	i
Halaman Judul.....	ii
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme	iii
Halaman Pengesahan	iv
Halaman Berita Acara Ujian Skripsi.....	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Isi.....	ix
Daftar Tabel	xiii
Daftar Gambar.....	xiii
Daftar Lampiran	xiii
Abstrak	xv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	12
1.3 Tujuan Penelitian	12
1.4 Manfaat Penelitian	12
BAB II KERANGKA TEORITIS	
2.1 Studi Literatur	14
2.2 Landasan Teori	29
2.2.1 Teori <i>Trade-Off</i>	29
2.3 Kerangka Penelitian	30

2.4 Hipotesis.....	31
2.4.1 Likuiditas.....	31
2.4.2 Profitabilitas	32
2.4.3 <i>Growth On Sales</i>	33
2.4.4 <i>Capital Expenditure</i>	34

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel Penelitian	36
3.2 Definisi Operasional.....	38
3.2.1 Variabel Dependen.....	38
3.2.2 Variabel Independen	39
3.2.2.1 Likuiditas.....	39
3.2.2.2 Profitabilitas.....	39
3.2.2.3 <i>Growth On Sales</i>	40
3.2.2.4 <i>Capital Expenditure</i>	40
3.2.3 Variabel Kontrol.....	41
3.2.3.1 <i>Dividend Payout Ratio</i>	41
3.3 Alat dan Metode Analisis Data	41
3.3.1 Uji Regresi Data Panel	42
3.3.2 Hipotesa Operasional	45
3.3.2.1 Likuiditas	45
3.3.2.2 Profitabilitas.....	45
3.3.2.3 <i>Growth On Sales</i>	46
3.3.2.4 <i>Capital Expenditure</i>	46

BAB IV ANALISIS DATA DAN HASIL PENELITIAN

4.1 Hasil Pengumpulan Data.....	47
4.2 Statistik Deskriptif.....	48
4.3 Analisis Korelasi	50
4.4 Analisis Regresi Data Panel	53
4.4.1 Uji Pemilihan Model.....	53
4.4.2 Regresi Data Panel dan Pengujian Hipotesis.....	55
4.4.2.1 Pengujian Hipotesis <i>Current Ratio</i> Terhadap Struktur Modal.....	56
4.4.2.2 Pengujian Hipotesis <i>Return On Asset</i> Terhadap Struktur Modal.....	57
4.4.2.3 Pengujian Hipotesis <i>Growth On Asset</i> Terhadap Struktur Modal.....	59
4.4.2.4 Pengujian Hipotesis <i>Capital Expenditure</i> Terhadap Struktur Moda.....	61
4.4.2.5 Pengujian Variabel Kontrol, <i>Dividend Payout Ratio</i> , Terhadap Struktur Modal.....	62
4.5 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis	65

BAB V PENUTUP

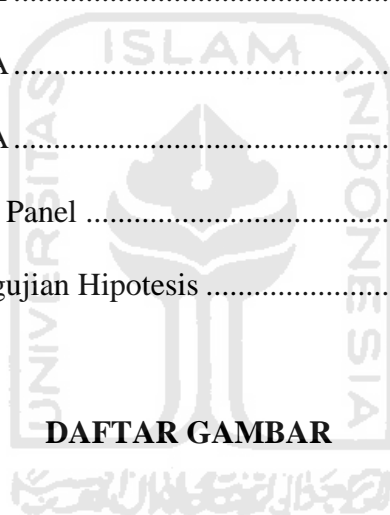
5.1 Kesimpulan.....	66
5.2 Implikasi Penelitian.....	67
5.3 Keterbatasan Penelitian dan Saran	70

DAFTAR PUSTAKA	72
LAMPIRAN.....	75



DAFTAR TABEL

4.1 Pemilihan sampel penelitian	47
4.2 Statistik deskriptif	48
4.3 Korelasi Model SDA.....	50
4.4 Korelasi Model LDA.....	51
4.5 Korelasi Model TDA.....	52
4.6 <i>Chow Test</i> Model SDA	53
4.7 <i>Chow Test</i> Model LDA.....	54
4.8 <i>Chow Test</i> Model TDA.....	54
4.9 Hasil Uji Regresi Data Panel	55
4.10 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis	65



2.1 Kerangka Penelitian	30
-------------------------------	----

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 : Daftar Perusahaan Sampel

Lampiran 2 : Data *Short-Term Debt To Asset* Perusahaan Sampel

Lampiran 3 : Data *Long-Term Debt To Asset* Perusahaan Sampel

Lampiran 4 : Data *Total Debt To Asset* Perusahaan Sampel

Lampiran 5 : Data *Current Ratio* Perusahaan Sampel

Lampiran 6 : Data *Return On Asset* Perusahaan Sampel

Lampiran 7 : Data *Growth On Sales* Perusahaan Sampel

Lampiran 8 : Data *Capital Expenditure* Perusahaan Sampel

Lampiran 9 : Data *Dividend Payout Ratio* Perusahaan Sampel



ABSTRACT

The purposes of this research are to analyze the influence of liquidity, profitability, growth on sales, capital expenditure toward capital structure discretion tailored in trade-off theory approach. The population in this research are manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange in period of 2006-2015. The sampling technique is a purposive sampling method which results for 45 samples. Data are collected using secondary data from manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange. The data analysis method uses descriptive statistic analysis and panel data regression. The result of this study shows that liquidity, profitability, and growth on sales significantly affect toward capital structure but only growth on sales supports the trade-off theory. Capital expenditure does not affect toward capital structure and does not support the trade-off theory.

Keyword: liquidity, profitability, growth on sales, capital expenditure, capital structure, trade-off theory.



ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh likuiditas, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan belanja modal terhadap struktur modal dalam perspektif teori *trade-off*. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2015. Teknik pengambilan sampel adalah metode *purposive sampling* yang menghasilkan sampel sebanyak 45 perusahaan. Data dikumpulkan dengan menggunakan data sekunder dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Metode analisis data menggunakan analisis statistik deskriptif dan analisis regresi data panel. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa likuiditas, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal tetapi hanya pertumbuhan penjualan yang mendukung teori *trade-off*. Variabel belanja modal tidak berpengaruh terhadap struktur modal serta tidak mendukung teori *trade-off*.

Kata kunci: likuiditas, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, belanja modal, struktur modal, teori *trade-off*.

Bab 1

Pendahuluan

1.1. Latar Belakang

Dalam penelitian Lusangaji (2011) mengutip dari Bambang Riyanto (2001:22), struktur modal adalah pembelanjaan permanen dimana mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Sedangkan dalam penelitian Sutejo, Murhadi, & Liem (2013) mengutip Murhadi (2011), struktur modal itu penting bagi perusahaan karena jika struktur modal suatu perusahaan mengalami *error*, hal ini dapat menimbulkan biaya bagi perusahaan serta dapat menyebabkan suatu perusahaan tidak efisien. Sedangkan struktur modal yang baik dapat meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan yang dicerminkan dalam harga saham suatu perusahaan serta kesejahteraan pemegang saham.

Turan & Hasanaj (2014) menyatakan struktur modal merupakan salah satu hal yang paling banyak diperdebatkan dan merupakan poin penting dalam manajemen keuangan. Struktur modal terdiri dari keuangan proyek, kebijakan dividen, penerbitan hutang jangka panjang, *buyouts*, pendanaan dalam *merger*, dan sebagainya. Struktur modal yang optimal diperoleh ketika *cost of capital* dalam keadaan seminimal mungkin dan memaksimalkan dividen kepada *shareholders* (nilai perusahaan). Sumber modal tersedia dalam dua bentuk yaitu, modal hutang dan modal ekuitas. Determinan struktur modal untuk setiap tipe

bisnis atau perusahaan berbeda-beda satu sama lain. Oleh karena itu, penelitian ini akan berfokus untuk melihat karakteristik struktur modal pada perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia yang berbeda-beda dengan melihat beberapa faktor yang mempengaruhi aktivitas bisnisnya.

Dalam penelitian Indriani & Widyarti (2013) mengutip dari Schmukler dan Vesperoni (2006) disebutkan bahwa semakin tinggi DER (*Debt to Equity Ratio*), maka semakin tinggi risiko perusahaan, karena pendanaan (*financing*) dari hutang semakin besar. Dikutip juga dari Safavian dan Sharma (2007) bahwa investor cenderung lebih tertarik pada tingkat DER tertentu yang besarnya kurang dari satu, karena jika lebih besar dari satu menunjukkan risiko perusahaan yang tinggi.

Banyak kasus terkait struktur modal yang terjadi di Indonesia baik dari perusahaan privat atau swasta, BUMN, sampai perusahaan yang sudah *go public*. Setiap perusahaan mengalami permasalahan yang berbeda-beda terkait struktur modalnya karena kebijakan atas struktur modal yang kerap kali berbeda antar satu perusahaan dengan perusahaan yang lain walaupun berada dalam satu industri. Dalam penelitian ini, peneliti ingin menekankan pada karakteristik komposisi struktur modal yang biasa diukur dengan melihat tingkat *debt-to-asset ratio* atau *debt-to-equity ratio*. Permasalahan komposisi struktur modal dapat dilihat pada kasus AISA yang dilaporkan oleh Taqiyah (2016) dimana AISA berencana untuk menjual secara *cash* (atau divestasi saham) anak perusahaannya GOLL karena anak perusahaannya tersebut memberikan kontribusi berupa tekanan tingkat DER yang tinggi terhadap AISA karena memikul rasio hutang yang besar yaitu hampir

50% dari total hutang AISA tanpa diikuti dengan performa yang baik. Keputusan tersebut dilakukan untuk mencari ruang pendanaan yang lebih luas.

Kasus lain yaitu pemangkasan porsi *dividend payout ratio* kepada negara bagi bank-bank BUMN untuk menunjang performa mereka di tengah perekonomian yang sedang lesu seperti yang dilaporkan oleh Gunawan (2016). Perusahaan besar seperti bank-bank BUMN pun belum tentu sudah efisien struktur permodalannya. Kasus-kasus tersebut merupakan bukti bahwa perusahaan-perusahaan memerlukan strategi khusus untuk menentukan komposisi permodalan mereka untuk efisiensi biaya.

Beberapa penelitian terdahulu telah membahas terkait faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi struktur modal yang berguna bagi pengambilan keputusan oleh manajer keuangan perusahaan terkait struktur modal yang efisien. Peneliti menggunakan sumber literatur berupa jurnal ilmiah baik penelitian dari luar negeri maupun penelitian di Indonesia. Adapun penelitian dari luar negeri seperti yang ditulis oleh Turan & Hasanaj (2014); Kariuki & Kamau (2014); Tarazi (2013); Neghabi & Rafiee (2013); Hijazi & Yasir (2006); Rafiq, Iqbal, & Atiq (2008); dan Forte, Barros, & Nakamura (2013).

Penelitian di Indonesia terdiri dari penelitian Laksana & Widyawati (2016); Wijaya & Hadianto (2008); Amirya & Atmini (2008); Hidayat (2013); Larasati (2011); Lusangaji (2011); Supriyanto & Falikhatun (2008); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); Nuswandari (2013); Hadianto (2006); Margaretha & Ramadhan (2010); dan Indriani & Widyarti (2013). Variabel-variabel yang

dipakai sebagian besar yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, *growth*, struktur aktiva, *dividend payout ratio*, likuiditas, dan sebagainya. Variabel dependen yang digunakan menggunakan beberapa *proxy* seperti *debt to equity ratio*, dan *debt to asset ratio*. Adapun variabel *debt-to-asset* menjadi variabel intervening terhadap variabel nilai perusahaan pada penelitian Amirya & Atmini (2008).

Variabel profitabilitas yang secara umum didukung oleh teori *pecking order* mempengaruhi struktur modal secara tidak konsisten. Hasil signifikan didapat dari penelitian Laksana & Widyawati (2016); Wijaya & Hadianto (2008); Amirya & Atmini (2008); Lusangaji (2011); Forte et al. (2013); Indriani & Widyarti (2013); Neghabi & Rafiee (2013); Nuswandari (2013); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); Turan & Hasanaj (2014); Hijazi & Yasir (2006); Rafiq et al. (2008); dan Tarazi (2013) sedangkan hasil tidak signifikan ada pada penelitian Kariuki & Kamau (2014). Ketidakkonsistenan juga dapat dilihat dari pengaruh variabel yaitu pada penelitian Tarazi (2013) yang berpengaruh positif terhadap struktur modal karena didukung atas asumsi bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas maka semakin tinggi minat kreditur untuk memberikan pinjaman yang berujung pada preferensi penggunaan hutang oleh perusahaan.

Variabel pertumbuhan penjualan (*growth on sales*) diperoleh hasil yang belum konsisten. Hasil signifikan ada pada penelitian Hidayat (2013); Lusangaji (2011); Supriyanto & Falikhatun (2008) dengan arah hubungan yang positif. Hasil tidak signifikan terdapat dalam penelitian Indriani & Widyarti (2013) dan Amirya & Atmini (2008) tetapi menghasilkan arah hubungan yang berbeda yaitu masing-masing, positif dan negatif. Hasil tidak signifikan dikarenakan manajer

perusahaan kurang memperhatikan variabel ini dalam pengambilan keputusan terkait kebijakan struktur modal perusahaan. Hubungan signifikan seperti pada penelitian Supriyanto & Falikhatun (2008) menyatakan bahwa hasil positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat penjualan, maka akan semakin tinggi pula penggunaan hutang oleh perusahaan. Hal tersebut sesuai dengan teori Sartono (2001:248) dalam penelitian Supriyanto & Falikhatun (2008), yaitu perusahaan dengan penjualan relatif stabil berarti memiliki aliran kas yang relatif stabil, maka dapat menggunakan hutang lebih besar.

Variabel likuiditas diperoleh hasil tidak konsisten yaitu positif-tidak signifikan pada penelitian Indriani & Widyarti (2013) dan penelitian Margaretha & Ramadhan (2010), yaitu positif-signifikan. Hasil penelitian Wijaya & Hadianto (2008) yang tidak konsisten karena signifikan bertentangan dengan hasil Indriani & Widyarti (2013) yang tidak signifikan. Penelitian Wijaya & Hadianto (2008) konsisten dengan penelitian Margaretha & Ramadhan (2010) karena mempengaruhi struktur modal secara signifikan walaupun arah hubungannya berbeda. Hasil positif berarti *current ratio* (sebagai *proxy* dan alat ukur likuiditas) yang tinggi akan menciptakan kepercayaan kreditur untuk memberikan hutang yang besar karena perusahaan dianggap mampu untuk melunasi hutang-hutangnya karena posisi kas yang besar. Sedangkan pada hasil yang negatif memiliki sudut pandang yang berbeda terkait *current ratio* yaitu semakin tinggi *current ratio* maka ketersediaan dana internal dalam keadaan yang banyak sehingga perusahaan cenderung untuk menggunakannya dibanding dengan hutang sehingga memiliki

arah negatif pada hasil penelitiannya. Hasil negatif ini juga mendukung teori *pecking order*.

Variabel *dividend payout ratio* terdapat pada penelitian Laksana & Widyawati (2016); Amirya & Atmini (2008); Hidayat (2013); Larasati (2011) dimana menghasilkan hasil yang konsisten yaitu negatif signifikan. Hasil negatif mengindikasikan bahwa hasil tersebut sejalan dengan teori *pecking order* (Larasati, 2011). Teori *pecking order* menyatakan bahwa pendanaan investasi dengan menggunakan sumber dana dari emisi saham baru (*right issue*) akan merupakan kabar buruk bagi investor dan pemegang saham, karena penerbitan saham baru akan menambah jumlah lembar saham dan tidak adanya penghematan pajak dari hutang serta *agency cost of equity* akan meningkat sehingga laba per lembar saham akan menurun. Laksana & Widyawati (2016) menyatakan bahwa semakin rendah tingkat pembayaran dividen maka tingkat struktur modal akan tinggi. Penurunan kebijakan dividen diakibatkan karena adanya penurunan profitabilitas, sehingga perusahaan membutuhkan asupan dana eksternal berupa hutang untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya, demikian pula sebaliknya.

Variabel lain menunjukkan hasil yang tidak konsisten berdasarkan dari tingkat signifikansi. Variabel lain yang sudah signifikan seperti ukuran perusahaan oleh Laksana & Widyawati (2016); Kariuki & Kamau (2014); Neghabi & Rafiee (2013); Turan & Hasanaj (2014); Hadianto (2006); Margaretha & Ramadhan (2010); Rafiq et al. (2008); Indriani & Widyarti (2013); Nuswandari (2013); Tarazi (2013); Lusangaji (2011); dan Supriyanto & Falikhatun (2008) tidak konsisten dengan hasil penelitian pada Wijaya & Hadianto (2008); Hijazi &

Yasir (2006); Forte et al. (2013); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); dan Hidayat (2013) yang menunjukkan hasil yang tidak signifikan.

Struktur aktiva mempengaruhi struktur modal secara signifikan oleh Laksana & Widayawati (2016); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); Tarazi (2013); Hadianto (2006); Hijazi & Yasir (2006); Margaretha & Ramadhan (2010); Hidayat (2013); Supriyanto & Falikhatun (2008); dan Turan & Hasanaj (2014). Hasil tidak konsisten yaitu tidak signifikan pada penelitian Wijaya & Hadianto (2008); Lusangaji (2011); Kariuki & Kamau (2014) dan Rafiq et al. (2008). Resiko bisnis oleh Nuswandari (2013) memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal tetapi tidak berpengaruh dalam penelitian Forte et al. (2013); dan Neghabi & Rafiee (2013)

Pertumbuhan diukur dengan *proxy growth opportunity* oleh Kariuki & Kamau (2014); Hijazi & Yasir (2006); Margaretha & Ramadhan (2010); Rafiq et al. (2008) mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil tidak konsisten ditemukan pada penelitian Tarazi (2013) bahwa pertumbuhan yang diukur dengan *proxy growth opportunity* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Umur perusahaan oleh Forte et al. (2013) mempunyai pengaruh tidak signifikan. Hasil tidak konsisten terdapat pada penelitian Margaretha & Ramadhan (2010) yaitu signifikan berpengaruh terhadap struktur modal.

Signifikan tetapi hanya dilakukan oleh satu peneliti dan tidak ada pembandingnya adalah tingkat pajak oleh Neghabi & Rafiee (2013). Hasil

tersebut dinilai tidak konsisten karena tidak ada acuan pembandingan dengan penelitian lainnya. Tidak signifikan dengan arah positif dan hanya dilakukan oleh satu peneliti (tidak ada pembandingnya) adalah *capital adequacy* oleh Turan & Hasanaj (2014), *cost of financial distress* oleh Tarazi (2013), Variabel aset tetap oleh Neghabi & Rafiee (2013) dan Investasi oleh Margaretha & Ramadhan (2010). Kepemilikan institusional oleh Laksana & Widyawati (2016) dan Larasati (2011) berhasil mempengaruhi struktur modal dengan arah positif. Hasil dari variabel-variabel tersebut dinilai tidak konsisten karena tidak ada acuan pembandingan dengan penelitian lainnya.

Adapun variabel yang sudah konsisten dari signifikansinya yaitu variabel pertumbuhan dengan *proxy* lainnya yaitu *firms' growth* oleh Neghabi & Rafiee (2013) dan Sutejo, Murhadi, & Liem (2013) berpengaruh signifikan, pertumbuhan aset diteliti oleh Amirya & Atmini (2008); Forte et al. (2013); dan Indriani & Widyarti (2013) berpengaruh signifikan, *non-debt tax shields* oleh Margaretha & Ramadhan (2010); Rafiq et al. (2008); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); dan Tarazi (2013) berpengaruh signifikan. Kepemilikan manajerial oleh Laksana & Widyawati (2016); Hidayat (2013); dan Larasati (2011) tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap struktur modal.

Kelemahan-kelemahan pada penelitian sebelumnya juga banyak dipaparkan yaitu pada pemilihan determinan-determinan yang mempengaruhi variabel dependen yang secara umum kurang menjelaskan struktur modal. Hal ini dapat dilihat dari nilai *adjusted R-squared* yang sebagian besar dibawah 50% seperti pada penelitian Amirya & Atmini (2008); Hidayat (2013); Laksana &

Widyawati (2016); Larasati (2011); Lusangaji (2011); Supriyanto & Falikhatun (2008); Wijaya & Hadianto (2008); Indriani & Widyarti (2013); Kariuki & Kamau (2014); Nuswandari (2013); dan Sutejo et al. (2013). Secara umum, kelemahan lainnya seperti periode penelitian yang digunakan relatif singkat, kurangnya akses data, kebutuhan untuk perbandingan antar-lintas tipe bisnis, dan lain-lain. Kelemahan utama adalah masih banyaknya variabel yang tidak konsisten baik pada level signifikansi ataupun pada level arah pengaruh variabel terhadap hipotesa yang telah dibuat.

Saran dari penelitian sebelumnya terkait penambahan variabel untuk penelitian selanjutnya. Forte et al. (2013) menyarankan untuk memasukkan variabel *subsidized lending*. Indriani & Widyarti (2013) menyarankan untuk memasukkan determinan seperti *business risk*, *managerial ownership*, *dividend payout*, *asset earning volatility*, *stock volatility*, *operating leverage* sesuai penelitian sebelumnya Saidi (2004) dalam referensi penelitiannya. Indriani & Widyarti (2013) menyarankan penambahan variabel karena tiga variabel yang digunakan dalam penelitiannya yaitu ROA, ukuran perusahaan, dan likuiditas hanya menghasilkan *adjusted R²* sebesar 38,8% yang berarti sisanya, 61,2% dijelaskan oleh variabel-variabel yang lain. Hal ini juga menunjukkan bahwa pemilihan variabel cukup penting untuk memperoleh hasil penelitian yang baik. Sutejo, Murhadi, & Liem (2013) menyarankan untuk memasukkan variabel likuiditas, *capex*, dividen dan struktur kepemilikan kedua dikarenakan lima variabel yang digunakan memiliki koefisien determinasi yang lemah atau kurang mencerminkan pengaruh terhadap struktur modal. Tarazi (2013) menyarankan

salah satunya untuk memasukkan unsur *effective tax*. Supriyanto & Falikhatun (2008) menyarankan untuk menambah variabel stabilitas arus kas, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman. Wijaya & Hadianto (2008) menyarankan untuk menambah variabel IHSG, beta pasar, biaya agensi, dan lain-lain.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Penelitian ini didasarkan atas kelemahan, saran, serta penggunaan variabel-variabel yang telah dilakukan pada penelitian sebelumnya yang belum konsisten. Pemilihan variabel yang mampu menggambarkan secara baik terhadap objek penelitian dipertimbangkan atas dasar penelitian sebelumnya yaitu berupa koefisien determinasi yang dihasilkan. Variabel utama yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah variabel profitabilitas, likuiditas, dan *growth on sales*, serta *capital expenditure*.

Profitabilitas dipilih karena masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten yaitu memiliki pengaruh signifikan pada penelitian Laksana & Widyawati (2016); Wijaya & Hadianto (2008); Forte et al. (2013); Indriani & Widyarti (2013); Neghabi & Rafiee (2013); Nuswandari (2013); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); Turan & Hasanaj (2014); Hijazi & Yasir (2006); Rafiq et al. (2008); Amirya & Atmini (2008); Lusangaji (2011); dan Tarazi (2013) tetapi tidak signifikan pada penelitian Kariuki & Kamau (2014). Likuiditas dipilih karena masih tidak konsisten pada arah hubungan antar-variabelnya antara penelitian Indriani & Widyarti (2013), positif dengan Margaretha & Ramadhan (2010), negatif. Keduanya tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil tidak konsisten juga terjadi antara penelitian Wijaya & Hadianto (2008) yang

berhubungan signifikan dibandingkan pada penelitian Indriani & Widyarti (2013) dan Margaretha & Ramadhan (2010) yang tidak berhubungan signifikan.

Growth on sales dipilih karena belum konsisten. Hasil signifikan ada pada penelitian Hidayat (2013); Lusangaji (2011); Supriyanto & Falikhatun (2008) dengan arah hubungan yang positif. Hasil tidak signifikan terdapat dalam penelitian Indriani & Widyarti (2013) dan Amirya & Atmini (2008) tetapi menghasilkan arah hubungan yang berbeda yaitu masing-masing, positif dan negatif. *Capital expenditure* dipilih atas saran Sutejo, Murhadi, & Liem (2013) untuk mengatasi kelemahan penelitiannya yang menghasilkan koefisien determinasi yang lemah karena pemilihan variabel yang kurang mampu menjelaskan hubungan variabel dependen-independen.

Dalam penelitian ini, peneliti juga memasukkan *dividend payout ratio* yang sudah konsisten yaitu negatif signifikan pada penelitian Laksana & Widyawati (2016); Amirya & Atmini (2008); Hidayat (2013); dan Larasati (2011) sebagai variabel kontrol untuk melihat adakah hubungan konsisten yang sama dengan penelitian sebelumnya setelah pembauran variabel-variabel utama yang telah ditentukan dalam penelitian ini. Variabel dependen yang akan digunakan, diukur dengan rasio *debt-to-asset* seperti pada penelitian Forte et al. (2013); Hadianto (2006); Hijazi & Yasir (2006); Margaretha & Ramadhan (2010); Rafiq et al. (2008); Sutejo et al. (2013). *Proxy* yang digunakan untuk tingkat *leverage* pada *debt-to-asset ratio* dibagi menjadi 3 model yaitu *short-term debt*, *long-term debt*, dan *total debt* seperti pada penelitian Margaretha & Ramadhan (2010). Objek penelitian adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang aktif pada Bursa

Efek Indonesia selama periode 2006-2015. Teori untuk mendukung penelitian adalah teori *Trade-Off*.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian yang sudah dipaparkan di atas, rumusan masalah untuk penelitian terkait struktur modal ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah variabel likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal?
2. Apakah variabel profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal?
3. Apakah variabel *growth on sales* berpengaruh terhadap struktur modal?
4. Apakah variabel *capital expenditure* (CAPEX) berpengaruh terhadap struktur modal?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang yang sudah dipaparkan maka tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisa:

1. Pengaruh variabel likuiditas terhadap struktur modal.
2. Pengaruh variabel profitabilitas terhadap struktur modal.
3. Pengaruh variabel *growth on sales* terhadap struktur modal.
4. Pengaruh variabel *capital expenditure* (CAPEX) terhadap struktur modal.

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat yang dapat diperoleh dari penelitian ini :

1. Manfaat teoritis

- a. Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan pemikiran dalam pengembangan ilmu khususnya dalam bidang manajemen keuangan dan dapat digunakan untuk membantu memecahkan berbagai masalah yang ada serta pengambilan keputusan permodalan yang tepat.
- b. Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai tambahan referensi untuk penelitian berikutnya dengan topik yang sama.

2. Manfaat praktis

- a. Bagi peneliti, dari penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan dan wawasan peneliti mengenai struktur modal suatu perusahaan ataupun suatu industri tertentu.
- b. Bagi obyek penelitian, perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia, dapat bermanfaat sebagai masukan dalam kebijakan yang tepat terkait pengambilan keputusan terhadap struktur modalnya.
- c. Bagi investor, penelitian diharapkan mampu dijadikan bahan pertimbangan dalam melakukan keputusan investasinya.
- d. Bagi pemerintah, penelitian ini diharapkan mampu menjadi masukan dalam menentukan regulasi yang tepat terkait kebijakan permodalan perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Bab 2

Kerangka Teoritis

2.1. Studi Literatur

Dalam penelitian Lusangaji (2011) mengutip dari Bambang Riyanto (2001:22), struktur modal adalah pembelanjaan permanen dimana mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Sedangkan dalam penelitian Sutejo, Murhadi, & Liem (2013) mengutip Murhadi (2011), struktur modal itu penting bagi perusahaan karena jika struktur modal suatu perusahaan mengalami *error*, hal ini dapat menimbulkan biaya bagi perusahaan serta dapat menyebabkan suatu perusahaan tidak efisien. Sedangkan struktur modal yang baik dapat meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan yang mencerminkan harga saham suatu perusahaan serta kesejahteraan pemegang saham.

Turan & Hasanaj (2014) menyatakan struktur modal merupakan salah satu hal yang paling banyak diperdebatkan dan merupakan poin penting dalam manajemen keuangan. Struktur modal terdiri dari keuangan proyek, kebijakan dividen, penerbitan hutang jangka panjang, *buyouts*, pendanaan dalam *merger*, dan sebagainya. Struktur modal yang optimal diperoleh ketika *cost of capital* dalam keadaan seminimal mungkin dan memaksimalkan dividen kepada *shareholders* (nilai perusahaan). Sumber modal tersedia dalam dua bentuk yaitu, modal hutang dan modal ekuitas. Determinan struktur modal untuk setiap tipe bisnis atau perusahaan berbeda-beda satu sama lain. Pada penelitian ini,

pembahasan akan berfokus untuk melihat karakteristik struktur modal pada perusahaan-perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia yang berbeda-beda dengan melihat beberapa faktor yang mempengaruhi aktivitas bisnisnya.

Dalam referensi penelitian, peneliti mengacu atau mendasarkan penelitian ini atas hasil, saran, dan kelemahan dari penelitian-penelitian yang sudah dilakukan sebelumnya mengenai struktur modal. *Setting* dan juga penggunaan variabel yang berbeda-beda antar penelitian sebelumnya memberikan hasil analisa yang berbeda-beda pula walaupun beberapa memiliki kesamaan.

Penelitian-penelitian sebelumnya berupa jurnal-jurnal pada penelitian dari luar negeri maupun penelitian di Indonesia. Adapun penelitian-penelitian dari luar negeri seperti penelitian dari Hijazi & Yasir (2006); Rafiq et al. (2008); Forte, Barros, & Nakamura (2013); Kariuki & Kamau (2014); Neghabi & Rafiee (2013); Tarazi (2013); Turan & Hasanaj (2014). Sedangkan, penelitian-penelitian di Indonesia seperti penelitian dari Laksana & Widyawati (2016); Wijaya & Hadianto (2008); Amirya & Atmini (2008); Hidayat (2013); Larasati (2011); Lusangaji (2011); Supriyanto & Falikhatun (2008); Indriani & Widyarti (2013); Nuswandari (2013); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); Hadianto (2006); Margaretha & Ramadhan (2010). Variabel-variabel yang dipakai sebagian besar yaitu seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, *growth*, struktur aktiva, *dividend payout ratio*, likuiditas, dan sebagainya. Variabel dependen yang digunakan menggunakan beberapa *proxy* seperti *debt to equity ratio*, dan *debt to asset ratio*.

Variabel profitabilitas terdiri dari beberapa *proxy* yaitu *return on asset*, *return on equity*, *profitability* (profitabilitas). Profitabilitas diukur untuk mengetahui adakah kesesuaian antara teori *pecking order* dengan realita atau kasus yang ada seperti dalam penelitian Kariuki & Kamau (2014); Nuswandari (2013); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); Tarazi (2013); Turan & Hasanaj (2014). Dalam *pecking order theory* dinyatakan bahwa setiap perusahaan cenderung untuk mengutamakan pendanaan internal sebelum pendanaan eksternal dengan meningkatkan profitabilitas (Nuswandari, 2013), sehingga ketika profitabilitas naik maka laba ditahan akan naik dan hutang (*leverage*) bisa diminimalkan. Teori tersebut lebih dikenal dengan sebutan hierarki pendanaan dalam perusahaan.

Hasil negatif pada variabel profitabilitas dapat ditemukan dalam penelitian Amiryah & Atmini (2008); Laksana & Widyawati (2016); Lusangaji (2011); Forte et al. (2013); Indriani & Widyarti (2013); Kariuki & Kamau (2014); Neghabi & Rafiee (2013); Nuswandari (2013); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); Turan & Hasanaj (2014); Rafiq et al. (2008); Hijazi & Yasir (2006). Hasil tidak signifikan dari penelitian-penelitian tersebut dari variabel profitabilitas adalah pada penelitian Kariuki & Kamau (2014). Hasil tidak konsisten diperoleh pada penelitian Wijaya & Hadianto (2008); Tarazi (2013); Hadianto (2006); dan Margaretha & Ramadhan (2010) dimana menghasilkan arah positif-signifikan terhadap struktur modal. Ketidakkonsistenan tersebut berkaitan dengan *setting* dari interpretasi teori *pecking order*. Sebagai contoh, pada penelitian Nuswandari (2013), *setting* sejalan dengan teori *pecking order* yaitu semakin tinggi profitabilitas maka perusahaan akan lebih banyak menggunakan *internal funds*

sehingga mengurangi tingkat penggunaan hutang (*leverage*). Pada penelitian Tarazi (2013), diasumsikan semakin tinggi tingkat profitabilitas maka daya tarik kreditur untuk memberikan hutang juga meningkat dengan demikian akses pendanaan hutang lebih mudah dan perusahaan akan menggunakan kemudahan tersebut untuk memperoleh hutang. Pada penelitian Hadianto (2006) profitabilitas menghasilkan arah yang positif dimana dugaan awal peneliti bahwa profitabilitas akan didukung dengan teori *pecking order* yang menghasilkan arah negatif tidak didukung. Hasil positif menurut Hadianto (2006) didukung oleh teori *static trade-off* dimana semakin *profitable* suatu perusahaan maka perusahaan tersebut akan menaikkan rasio hutangnya (struktur modal) untuk mendapatkan keuntungan dari penghematan pajak atas penggunaan hutang tersebut.

Pada variabel ukuran perusahaan (*size*) diperoleh hasil negatif pada penelitian Kariuki & Kamau (2014); Neghabi & Rafiee (2013); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); Turan & Hasanaj (2014), Hadianto (2006); Hijazi & Yasir (2006). Hasil tidak signifikan dari penelitian tersebut ada pada penelitian Forte et al. (2013); dan Sutejo, Murhadi, & Liem (2013) serta Hijazi & Yasir (2006). Hasil tidak konsisten, yaitu hasil positif ditunjukkan dalam penelitian Laksana & Widayawati (2016); Lusangaji (2011); Supriyanto & Falikhatun (2008); Wijaya & Hadianto (2008); Forte et al. (2013); Indriani & Widayarti (2013); Nuswandari (2013); Tarazi (2013); Rafiq et al. (2008), Margaretha & Ramadhan (2010). Hasil positif yang tidak signifikan terdapat pada penelitian Forte et al. (2013) dan Wijaya & Hadianto (2008). Hasil tidak konsisten terkait dengan arah pengaruh antar variabel, positif-negatif, dikarenakan adanya asumsi informasi asimetris

antar perusahaan besar dan kecil sehingga perusahaan besar cenderung lebih *leveraged* dibanding perusahaan kecil karena akses ke *credit market* yang mudah. Penelitian lainnya yang memberikan hasil bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal adalah penelitian Hidayat (2013). Ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal dikarenakan meskipun ukuran perusahaan besar belum tentu mempunyai prospek dan peluang di masa mendatang yang baik, sehingga perusahaan tidak tergantung atau tidak tertarik dengan penggunaan hutang (Hidayat, 2013).

Pada variabel likuiditas diperoleh hasil tidak konsisten yaitu positif-tidak signifikan pada penelitian Indriani & Widyarti (2013) dan negatif-signifikan pada penelitian Wijaya & Hadianto (2008) serta Margaretha & Ramadhan (2010) yang menghasilkan positif-signifikan. Kedua penelitian tersebut, Wijaya & Hadianto (2008) dan Margaretha & Ramadhan (2010) konsisten dalam tingkat signifikannya sedang pada tingkat arah pengaruh antar variabel yang berbeda satu sama lain. Hasil positif berarti *current ratio* (sebagai *proxy* dan alat ukur likuiditas) yang tinggi akan menciptakan kepercayaan kreditur untuk memberikan hutang yang besar karena perusahaan dianggap mampu untuk melunasi hutang-hutangnya karena posisi kas yang besar. Sedangkan pada hasil yang negatif memiliki sudut pandang yang berbeda terkait *current ratio* yaitu semakin tinggi *current ratio* maka ketersediaan dana internal dalam keadaan yang banyak sehingga perusahaan cenderung untuk menggunakannya dibanding dengan hutang sehingga memiliki arah negatif pada hasil penelitiannya. Hasil negatif ini juga mendukung teori *pecking order*. Wijaya & Hadianto (2008) menyatakan bahwa

semakin banyak ketersediaan kas dan aktiva lancar lainnya akan mampu membantu perusahaan dalam menutup hutang jangka pendeknya.

Pada variabel struktur aktiva ada beberapa penggunaan *proxy* seperti *tangibility* atau struktur aktiva. Penelitian dengan hasil positif ditunjukkan oleh Hidayat (2013); Kariuki & Kamau (2014); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); Tarazi (2013). Hasil tidak signifikan hanya terdapat pada penelitian Kariuki & Kamau (2014) yang menyebabkan masih adanya ketidakkonsistenan dalam penelitian atas variabel struktur aktiva yang hasilnya positif karena perbedaan tingkat signifikansinya. Kariuki & Kamau (2014) membuktikan bahwa semakin besar aktivanya yang *tangible* maka perusahaan akan cenderung untuk melakukan *borrowing decision*. Adapun hasil yang tidak konsisten pada penelitian Turan & Hasanaj (2014) yang berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Pada penelitian Lusangaji (2011) dan Wijaya & Hadianto (2008) diperoleh hasil negatif tidak signifikan. Variabel *tangibility of assets* terdapat pada penelitian Laksana & Widyawati (2016); Supriyanto & Falikhatun (2008); Hijazi & Yasir (2006); Margaretha & Ramadhan (2010); Rafiq et al. (2008) menghasilkan hasil yang tidak konsisten. Pada penelitian Lusangaji (2011) dan Wijaya & Hadianto (2008); Hijazi & Yasir (2006) dan Margaretha & Ramadhan (2010) menghasilkan positif signifikan sedangkan pada penelitian Rafiq et al. (2008) memberikan hasil positif tidak signifikan. Pada penelitian Hadianto (2006) memberikan hasil positif signifikan.

Variabel resiko bisnis terdiri dari *proxy* resiko bisnis dan resiko operasional. Penelitian Forte et al. (2013) dan Neghabi & Rafiee (2013)

membuktikan adanya hubungan negatif yang tidak signifikan sedangkan pada penelitian Nuswandari (2013) menghasilkan hubungan negatif yang signifikan menyebabkan adanya hubungan yang tidak konsisten dalam ketiga penelitian tersebut terkait tingkat signifikansinya. Pada penelitian Forte et al. (2013) pengukuran resiko diperoleh signifikan atas dasar pengukurannya yaitu volatilitas profit yang menyebabkan perusahaan tidak terlalu condong pada pendanaan melalui hutang sedangkan pada penelitian Nuswandari (2013), dasar resiko masih bersifat umum sehingga dapat disimpulkan bahwa secara umum resiko bisnis berpengaruh signifikan pada struktur modal karena semakin tinggi resiko maka perusahaan akan cenderung untuk menggunakan *internal funds*-nya dibanding menggunakan hutang yang akan menambah resiko gagal bayar (*default risk*).

Hubungan variabel *pertumbuhan* diukur dengan *proxy growth opportunity* yang berpengaruh positif-signifikan ditunjukkan dalam penelitian Kariuki & Kamau (2014); Hijazi & Yasir (2006); Margaretha & Ramadhan (2010); Rafiq et al. (2008) sedangkan pada penelitian Tarazi (2013) membuktikan hasil positif tetapi tidak signifikan membuat hasil yang tidak konsisten antar penelitian ketiganya. *Growth opportunity* dipandang oleh Titman dan Wessels (1988) dalam penelitian Kariuki & Kamau (2014) sebagai aset yang dapat menambah nilai bagi perusahaan tetapi tidak bisa digunakan sebagai suatu jaminan. Hasil *growth opportunity* positif signifikan mengindikasikan variabel tersebut sangat berpengaruh pada struktur modal dan juga perusahaan cenderung untuk membutuhkan dana yang banyak (hutang) untuk memenuhi kebutuhan investasinya dalam perkembangan atau ekspansi bisnis (*growth opportunity*).

Pada hasil positif-tidak signifikan didapat bahwa adanya unsur keengganan bank atau pihak luar penyedia dana untuk memberikan pendanaan yang besar dalam rangka investasi perusahaan-perusahaan yang sedang bertumbuh atau berencana untuk terus berekspansi sehingga hasil yang diperoleh adalah mempengaruhi secara lemah terhadap struktur modal (tingkat *leverage*). Berbeda halnya pada penelitian yang dilakukan oleh Nuswandari (2013) yang membuktikan hasil, yaitu negatif-signifikan dimana memiliki hubungan yang tidak konsisten dengan penelitian Kariuki & Kamau (2014) apabila dilihat dari sisi signifikansi yang sama. Hasil negatif pada penelitian Nuswandari (2013) dikarenakan kemungkinan pengukuran yang tidak sesuai terutama dengan asumsi bahwa peluang pertumbuhan memang sulit untuk diukur karena terkait dengan ketidakpastian masa depan.

Masih pada variabel *pertumbuhan* dengan *proxy* lainnya yaitu *firms' growth* yang diteliti oleh Neghabi & Rafiee (2013); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013) menghasilkan hasil yang konsisten yaitu positif-signifikan. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* dengan tingkat pertumbuhan sekarang dan yang lalu dapat dijadikan dasar penentuan kebutuhan investasi di masa mendatang dan terkait bagaimana cara memenuhi kebutuhan investasi tersebut yang cenderung untuk menggunakan pendanaan dari hutang.

Variabel *dividend payout ratio* terdapat pada penelitian Laksana & Widayawati (2016); Amirya & Atmini (2008); Hidayat (2013); dan Larasati (2011) dimana menghasilkan hasil yang konsisten yaitu negatif signifikan. Hasil negatif mengindikasikan bahwa hasil tersebut sejalan dengan teori *pecking order*

(Larasati, 2011). Teori *pecking order* menyatakan bahwa pendanaan investasi dengan menggunakan sumber dana dari emisi saham baru (*right issue*) akan merupakan kabar buruk bagi investor dan pemegang saham, karena penerbitan saham baru akan menambah jumlah lembar saham dan tidak adanya penghematan pajak dari hutang serta *agency cost of equity* akan meningkat sehingga laba per lembar saham akan menurun. Laksana & Widyawati (2016) menyatakan bahwa semakin rendah tingkat pembayaran dividen maka tingkat struktur modal akan tinggi. Penurunan kebijakan dividen diakibatkan karena adanya penurunan profitabilitas, sehingga perusahaan membutuhkan asupan dana eksternal berupa hutang untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya, demikian pula sebaliknya.

Teori sinyal menyatakan bahwa investor akan memandang perubahan dividen sebagai suatu sinyal peramalan laba oleh manajemen. Suatu penurunan dividen merupakan sinyal bahwa perusahaan meramalkan suatu laba yang kurang baik di masa mendatang Laksana & Widyawati (2016). Demikian pula apabila terjadi sebaliknya. Amiry & Atmini (2008) menyatakan hasil negatif mengindikasikan bahwa dividen dapat mensubstitusi fungsi tingkat hutang dalam mengurangi resiko perusahaan. Sesuai dengan teori *pecking order*, penggunaan dividen dalam urutan pendanaan bisa dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan pada perusahaan yang *profitable* dan *low-growth*. Dengan demikian, perusahaan masih mampu untuk membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang (*debt financing*).

Variabel *capital adequacy* didefinisikan oleh Turan & Hasanaj (2014) sebagai kekuatan atau stabilitas bank yang dilihat dari rasio modal terhadap asetnya yaitu pinjaman (*loans*) dan investasi (*investment*). Variabel ini menghasilkan hubungan positif-tidak signifikan. Variabel ini dinilai belum konsisten karena tidak ada penggunaan pembandingnya dengan penelitian lain.

Variabel *umur perusahaan* hanya diteliti oleh Forte et al. (2013) dan menghasilkan hubungan negatif-tidak signifikan. Dalam penelitian tersebut didefinisikan bahwa variabel umur perusahaan (*age*) merupakan variabel kontrol untuk melihat apakah ada perbedaan antara perusahaan yang sudah lama berdiri dengan yang baru saja berdiri terkait kepercayaan kreditur untuk memberikan pinjaman hutang yang besar serta sifat konservatisme diantara perusahaan-perusahaan tersebut. Hasil analisa membuktikan bahwa perusahaan yang sudah lama berdiri (*older firms*) cenderung lebih konservatif terkait pendanaan modal dengan lebih mengutamakan ekuitas dibanding hutang (*favoring equity financing*). Hasil yang tidak signifikan menunjukkan variabel ini tidak terlalu mempengaruhi variabel dependen penelitian yaitu struktur modal perusahaan. Variabel *umur* yang diteliti oleh Margaretha & Ramadhan (2010) memberikan hasil yaitu positif-signifikan. Hal ini menyebabkan ketidakkonsistenan pada variabel umur perusahaan.

Variabel *pertumbuhan aset* diteliti oleh Amirya & Atmini (2008); Forte et al. (2013); dan Indriani & Widyarti (2013). Tetapi, ketiga penelitian tersebut menunjukkan hubungan yang tidak konsisten dimana hubungan positif-signifikan terdapat pada penelitian Forte et al. (2013) dan Amirya & Atmini (2008).

Penelitian Indriani & Widyarti (2013) dibuktikan sebaliknya yaitu negatif-signifikan. Forte et al. (2013) berhasil membuktikan bahwa variabel pertumbuhan aset mendukung teori *pecking order* dimana perusahaan *SMEs* cenderung menggunakan pembiayaan besar dalam rangka ekspansi bisnisnya yaitu dengan menggunakan hutang setelah memaksimalkan penggunaan atas *internal funds*. Hasil signifikan menunjukkan bahwa variabel yang ditelitinya sangat mempengaruhi struktur modal perusahaan *SMEs*. Hasil yang berbeda pada penelitian Indriani & Widyarti (2013) dikarenakan manajer perusahaan kurang memperhatikan variabel tersebut dalam pengambilan keputusan terkait kebijakan struktur modal perusahaan.

Indriani & Widyarti (2013) mendefinisikan variabel *pertumbuhan penjualan (sales)* faktor penting dalam struktur modal perusahaan karena dengan meningkatnya penjualan akan meningkatkan laba bersih yang berujung pada laba ditahan. Semakin banyak dana internal yang diperoleh maka akan berdampak pada tingkat *leverage* (DER) yang kecil akibat pengurangan penggunaan hutang. Variabel ini diteliti oleh Amirya & Atmini (2008); Hidayat (2013); Lusangaji (2011); Supriyanto & Falikhatun (2008); dan Indriani & Widyarti (2013). Hasil tidak konsisten berdasarkan ada tidaknya pengaruh yang signifikan yaitu signifikan pada penelitian Lusangaji (2011); Supriyanto & Falikhatun (2008); Hidayat (2013) dan tidak signifikan pada Amirya & Atmini (2008) dan Indriani & Widyarti (2013). Semua penelitian sebelumnya memberikan hasil yang positif kecuali pada penelitian Amirya & Atmini (2008) yang negatif. Hasil tidak signifikan dikarenakan manajer perusahaan kurang memperhatikan variabel ini

dalam pengambilan keputusan terkait kebijakan struktur modal perusahaan. Supriyanto & Falikhatun (2008) menyatakan bahwa hasil positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat penjualan, maka akan semakin tinggi pula penggunaan hutang oleh perusahaan. Hal tersebut sesuai dengan teori Sartono (2001:248) dalam penelitian Supriyanto & Falikhatun (2008), yaitu perusahaan dengan penjualan relatif stabil berarti memiliki aliran kas yang relatif stabil, maka dapat menggunakan hutang lebih besar. Pada penelitian Hidayat (2013), hasil positif disesuaikan dengan *setting* penelitian berdasarkan teori *signaling*.

Variabel *tingkat pajak* hanya diteliti oleh Neghabi & Rafiee (2013) dan dibuktikan dengan hubungan positif yang signifikan. Koefisien variabel ini sebesar 0,132262. Jadi, ketika variabel tingkat pajak (*tax rate*) naik 1 unit akan diikuti oleh kenaikan struktur modal sebesar 0,132262. Variabel ini dinilai belum konsisten karena tidak ada penggunaan pembandingnya dengan penelitian lain.

Variabel *non-debt tax shields* memiliki hasil yang konsisten pada penelitian Sutejo, Murhadi, & Liem (2013) dan Tarazi (2013) yaitu negatif-signifikan. Hasil yang tidak konsisten ditunjukkan pada penelitian Margaretha & Ramadhan, (2010) dan Rafiq et al. (2008) yaitu positif signifikan. Hasil yang didapat dari kedua penelitian yang konsisten tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesa atas *non-debt tax shield* yang menyatakan bahwa faktor tersebut berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal dapat diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar manfaat penghematan pajak dari akun non-utang seperti depresiasi yang menyebabkan berkurangnya pajak yang harus

dibayarkan akan berdampak pada menurunnya penggunaan hutang oleh perusahaan sehingga membuat perusahaan menjadi *less leveraged*.

Variabel *cost of financial distress* hanya diteliti oleh Tarazi (2013) membuktikan hasil yang positif tetapi tidak signifikan. Formula yang digunakan oleh Tarazi (2013) adalah didasarkan pada *operating income*. Hasil positif menunjukkan bahwa apabila biaya atas *financial distress* (kekacauan keuangan) naik maka akan berdampak dengan ikut naiknya pendanaan dari luar untuk meng-cover hal tersebut. Tetapi dalam penelitian tersebut, hasil positif itu tidak menunjukkan dampak yang signifikan sehingga tidak mempengaruhi perubahan atas struktur modal.

Dalam penelitian Nuswandari (2013), variabel *kepemilikan manajerial* didefinisikan sebagai tingkat kepemilikan saham oleh manajemen dari total modal saham perusahaan yang beredar. Variabel diteliti oleh Nuswandari (2013) memberikan hasil yang tidak signifikan dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan Hidayat (2013); Laksana & Widyawati (2016); Larasati (2011) yaitu tidak signifikan. Hasil negatif terdapat pada penelitian Nuswandari (2013) sedangkan hasil positif terdapat pada penelitian Laksana & Widyawati (2016) dan Larasati (2011). Hasil tidak signifikan pada penelitian Larasati (2011) mencerminkan bahwa manajer perusahaan publik (kasus di Indonesia) bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang karena jumlah saham yang dimiliki pihak manajer pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia masih sangat kecil.

Variabel *aset tetap* hanya diteliti oleh Neghabi & Rafiee (2013) yang menghasilkan bukti positif tetapi tidak signifikan. Hasil ini dapat diartikan bahwa dengan banyaknya aset tetap yang dimiliki perusahaan maka akan berpengaruh terhadap perubahan struktur modal tetapi hasil yang tidak signifikan membuat variabel ini dalam penelitian ditolak. Variabel ini dinilai belum konsisten karena tidak ada penggunaan pembandingnya dengan penelitian lain.

Variabel *investasi* hanya diteliti oleh Margaretha & Ramadhan (2010). Hasil yang diperoleh yaitu positif-tidak signifikan. Pada penelitian Margaretha & Ramadhan (2010), hasil tidak signifikan diperoleh karena standar deviasi dari variabel *investment* yang cukup besar, yaitu 0,4526. Variabel ini belum konsisten karena tidak ada pembandingnya.

Variabel *kepemilikan institusional* diteliti oleh Laksana & Widyawati (2016) dan Larasati (2011) dengan hasil positif-signifikan. Hasil tersebut membuat variabel kepemilikan institusional sudah konsisten. Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan institusi di luar perusahaan yang menanamkan modal pada sebuah perusahaan (Laksana & Widyawati, 2016). Variabel ini juga merupakan saran penelitian oleh Nuswandari (2013) tetapi telah dijawab dan diteliti oleh Laksana & Widyawati (2016) dan Larasati (2011).

Variabel *income variation* hanya terdapat pada penelitian Rafiq et al., (2008). Hasil yang diperoleh yaitu positif signifikan. Hasil ini belum konsisten karena tidak ada penelitian pembanding yang menggunakan variabel tersebut.

Kelemahan-kelemahan pada penelitian sebelumnya juga banyak dipaparkan yaitu pada pemilihan determinan-determinan yang mempengaruhi variabel dependen yang secara umum kurang menjelaskan struktur modal. Hal ini dapat dilihat dari nilai *adjusted R²* yang sebagian besar dibawah 50%. Secara umum, kelemahan lainnya seperti periode penelitian yang digunakan relatif singkat, kurangnya akses data, kebutuhan untuk perbandingan antar-lintas tipe bisnis, dan lain-lain. Kelemahan utama adalah masih banyaknya variabel yang tidak konsisten baik pada level signifikansi ataupun pada level arah pengaruh variabel terhadap hipotesa yang telah dibuat.

Adapun saran dari penelitian sebelumnya terkait penambahan variabel untuk penelitian selanjutnya. Forte et al. (2013) menyarankan untuk memasukkan variabel *subsidized lending*. Indriani & Widyarti (2013) menyarankan untuk memasukkan determinan seperti *business risk*, *managerial ownership*, *dividend payout*, *asset earning volatility*, *stock volatility*, *operating leverage* sesuai penelitian sebelumnya Saidi (2004) dalam referensinya. Sutejo, Murhadi, & Liem (2013) menyarankan untuk memasukkan variabel likuiditas, *capex*, dividen dan struktur kepemilikan kedua. Tarazi (2013) menyarankan salah satunya untuk memasukkan unsur *effective tax*. Supriyanto & Falikhatun (2008) menyarankan untuk menambah variabel stabilitas arus kas, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman. Wijaya & Hadianto (2008) menyarankan untuk menambah variabel IHSG, beta pasar, biaya agensi, dan lain-lain.

Dari variabel-variabel yang digunakan pada penelitian-penelitian sebelumnya, kelemahan, serta saran, peneliti ingin meneliti faktor-faktor yang

mempengaruhi struktur modal pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Adapun variabel-variabel yang akan diuji adalah berupa variabel utama dan variabel kontrol.

Variabel utama ditentukan dari beberapa variabel penelitian sebelumnya yang belum konsisten yaitu likuiditas, profitabilitas, dan *growth on sales*. Variabel utama yang ditentukan atas dasar saran penelitian sebelumnya adalah *capital expenditure* atas saran Sutejo, Murhadi, & Liem (2013). Variabel kontrol yang akan digunakan berdasarkan variabel penelitian sebelumnya yang sudah konsisten hasilnya yaitu *dividend payout ratio*. Terkait variabel dependen yang akan digunakan, yaitu *debt-to-asset ratio* untuk diuji dan dianalisis dengan variabel-variabel independen yang telah ditentukan tersebut dengan dukungan teori, yaitu teori *trade-off* untuk mengetahui komposisi atau karakteristik struktur modal pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Teori Trade-Off

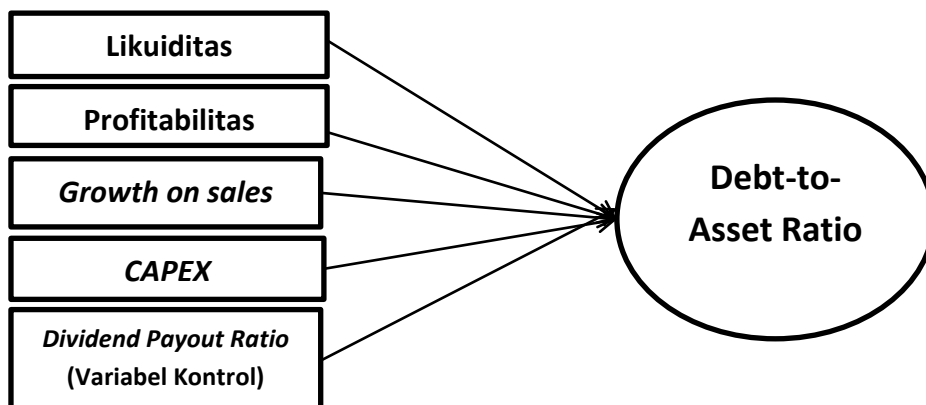
Dalam penelitian ini, peneliti akan menggunakan teori *trade-off* untuk menguji variabel-variabel penelitian yaitu likuiditas, profitabilitas, *growth on sales*, dan *capex* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdapat pada indeks BEI. Teori ini merupakan teori yang pertama kali diperkenalkan pada tahun 1963 oleh Modigliani dan Miller dalam sebuah artikel yang berjudul *Corporate Income Taxes on The Cost of Capital: A Correction*.

Nuswandari (2013) menjelaskan bahwa *trade-off theory* merupakan model struktur modal yang mempunyai asumsi bahwa struktur modal perusahaan merupakan keseimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dengan biaya *finansial distress* (kesulitan keuangan) dan *agency cost* (biaya keagenan). *Trade-off theory* merupakan model yang didasarkan pada *trade-off* (pertukaran) antara keuntungan dan kerugian penggunaan hutang. Hutang menimbulkan beban bunga yang dapat menghemat pajak. Konsekuensi dengan pemanfaatan hutang yang semakin besar adalah semakin besar resiko perusahaan terhadap kesulitan dalam memenuhi kewajiban hutangnya. Hal tersebut dapat tercermin dalam dua keadaan yaitu kesulitan keuangan dan kebangkrutan. Teori *trade-off* memiliki kelemahan yaitu mengabaikan adanya asimetri informasi serta besarnya biaya substitusi dari hutang ke ekuitas dan sebaliknya.

2.3. Kerangka Penelitian

Kerangka penelitian ini dibuat dengan tujuan untuk mempermudah memahami pengaruh likuiditas, profitabilitas, *growth on sales*, dan *capital expenditure* terhadap struktur modal.

Gambar 2.1 Kerangka Penelitian



2.4. Hipotesis

Berdasarkan teori *trade-off* dan juga penelitian sebelumnya, hipotesis yang peneliti rumuskan meliputi:

2.4.1. Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan yang dimiliki oleh perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancar yang dimilikinya (Indriani & Widyarti, 2013).

Berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan dengan likuiditas yang tinggi memiliki kemampuan untuk melunasi hutang-hutang jangka pendeknya. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi serta rasio kebijakan deviden yang stabil akan mampu menghasilkan ketersediaan kas dan aset lancar lainnya dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. Tingkat pertumbuhan yang tinggi membutuhkan penambahan biaya-biaya operasional yang juga ikut naik. Apabila kebutuhan pendanaan tersebut melebihi dana lancar internal maka perusahaan akan melakukan *debt financing* berupa hutang lancar. Hasil akhirnya adalah perusahaan semakin likuid, ketersediaan kas mampu untuk menutupi beban-beban hutang yang telah dilakukan. Dengan demikian akan timbul suatu kepercayaan dari pihak kreditur untuk memberikan pinjaman lebih kepada perusahaan serta kemudahan akses peminjaman dana sebagai modal perusahaan dan untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya.

Dalam penelitian Wijaya & Hadianto (2008) dan Margaretha & Ramadhan (2010) dihasilkan hubungan masing-masing negatif-signifikan dan negatif-tidak signifikan antara likuiditas dan struktur modal. Pada penelitian Indriani &

Widyarti (2013) menghasilkan hubungan yang positif tidak signifikan. Hasil atas likuiditas tersebut masih belum konsisten pada penelitian-penelitian sebelumnya.

H₁: Likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

2.4.2. Profitabilitas

Menurut Sartono (2008:122) dalam penelitian (Lusangaji, 2011), profitabilitas sebagai kemampuan sebuah perusahaan untuk menghasilkan laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri.

Berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan yang *profitable* akan lebih banyak menggunakan hutang sehingga beban bunga dari hutang dapat mengurangi pajak perusahaan pada periode tertentu (penghematan pajak). Perusahaan yang *profitable* akan lebih banyak melakukan *debt financing* karena dianggap mampu untuk memenuhi kewajiban dalam hal pembayaran beban bunga dan pokok hutang. Perusahaan yang *profitable* dan tergolong *low-growth* memiliki kelebihan *free cash flow* yang mampu dijadikan jaminan untuk memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut.

Pada penelitian sebelumnya masih diperoleh hasil yang belum konsisten. Hasil signifikan didapat dari penelitian Amirya & Atmini (2008); Laksana & Widyawati (2016); Lusangaji (2011); Wijaya & Hadianto (2008); Forte et al. (2013); Indriani & Widyarti (2013); Neghabi & Rafiee (2013); Nuswandari (2013); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); Turan & Hasanaj (2014); Hijazi & Yasir (2006); Rafiq et al. (2008); dan Tarazi (2013) sedangkan hasil tidak signifikan ada pada penelitian Kariuki & Kamau (2014). Ketidakkonsistenan juga dapat dilihat

dari pengaruh variabel yaitu pada penelitian Tarazi (2013) yang berpengaruh positif terhadap struktur modal.

H₂: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

2.4.3. Growth On Sales

Indriani & Widyarti (2013) mendefinisikan pertumbuhan penjualan sebagai faktor penting dalam struktur modal perusahaan karena penjualan yang meningkat akan meningkatkan laba perusahaan dan berpotensi untuk meningkatkan laba ditahan.

Berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi mencerminkan tingkat profitabilitas perusahaan yang tinggi karena pertumbuhan penjualan merupakan komplemen dari profitabilitas perusahaan. Perusahaan yang *profitable* akan lebih banyak menggunakan hutang sehingga beban bunga dari hutang dapat mengurangi pendapatan yang diperoleh yang kemudian mengurangi pajak perusahaan pada periode tertentu (penghematan pajak). Pada penelitian sebelumnya, pertumbuhan penjualan masih belum konsisten. Hasil signifikan ada pada penelitian Hidayat (2013); Lusangaji (2011); Supriyanto & Falikhatun (2008) dengan arah hubungan yang positif. Hasil tidak signifikan terdapat dalam penelitian Amiryia & Atmini (2008) dan Indriani & Widyarti (2013) tetapi menghasilkan arah hubungan yang berbeda yaitu masing-masing, positif dan negatif.

H₃: Growth On Sales berpengaruh positif terhadap struktur modal.

2.4.4. *Capital Expenditure*

Capital expenditure merupakan dana yang nilainya sebesar investasi yang dilakukan pada *property, plant, & equipment (PPE)*. *Net capital expenditure* diestimasi dari perubahan nilai *PPE* ditambah nilai depresiasi (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005).

Berdasarkan teori *trade-off*, investasi berupa *capital expenditure* yaitu pembelian atau penambahan aset perusahaan berupa *property, plant, & equipment (PPE)* memerlukan dana yang cukup besar. Pemenuhan dana untuk melakukan *capital expenditure* akan banyak menggunakan dana eksternal berupa hutang dibanding dana internal. Dengan demikian semakin besar *capital expenditure* yang dilakukan oleh perusahaan maka akan semakin besar juga pembiayaan dan penggunaan dana eksternal (hutang) oleh perusahaan. Selain itu dengan bertambahnya *fixed assets* perusahaan berarti semakin bertambah pula *tangibility* perusahaan. Akan tetapi dengan asumsi bahwa dengan bertambahnya belanja modal yang konsisten setiap tahunnya mencerminkan adanya peluang investasi yang menyebabkan perusahaan menjadi lebih *profitable*. Hal tersebut menjadikan perusahaan memiliki *internal reserves* yang lebih banyak dan mencukupi kebutuhan investasinya. Selain itu dengan bertambahnya struktur aset (*fixed assets*) yang tergolong sebagai *non-debt tax shield* membuat fungsi pendanaan hutang (*debt financing*) tersubstitusi melalui beban depresiasi yang besar. Hal tersebut mengindikasikan bahwa apabila *capex* secara konsisten terus bertambah dan asumsi bahwa perusahaan semakin *profitable* serta semakin tingginya kesempatan investasi, penggunaan hutang sebagai sumber modal dapat

diminimalisir. Variabel ini merupakan saran dari penelitian Sutejo, Murhadi, & Liem (2013).

H₄: *Capital Expenditure* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.



Bab 3

Metode Penelitian

3.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (*IDX*). Jumlah perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar dalam *IDX* sebanyak 143 perusahaan. BEI merupakan tempat bertemunya investor (pihak yang memiliki dana lebih) dan emiten (pihak yang membutuhkan dana) dan diregulasi dalam undang-undang pasar modal di Indonesia.

Dari populasi sebanyak 143 perusahaan tersebut maka akan dipilih beberapa perusahaan sebagai sampel untuk dianalisis terkait kebijakan struktur modal dengan beberapa variabel independen yaitu profitabilitas, likuiditas, *growth on sales*, *capital expenditure*, dan *dividend payout ratio* (variabel kontrol). Adapun teknik *sampling* yang digunakan dalam menentukan jumlah sampel penelitian, yaitu *purposive sampling*. *Purposive sampling* merupakan teknik *sampling* dengan menentukan beberapa kriteria dari populasi sesuai selera peneliti yang menurut asumsi peneliti dapat menggambarkan tujuan penelitian (Suharyadi & Purwanto, 2015).

Kriteria yang digunakan untuk menentukan sampel adalah:

1. Perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di BEI.

2. Perusahaan manufaktur tersebut meliputi sub-sektor:
 - a. Semen
 - b. Pakan Ternak
 - c. Otomotif
 - d. Makanan dan Minuman
 - e. Rokok
 - f. Farmasi
 - g. Kosmetik dan Barang Keperluan Rumah Tangga
3. Perusahaan yang tersebut di atas menerbitkan laporan keuangan pada periode 2006-2015 secara berturut-turut.

Dengan demikian, penelitian ini akan menggunakan teknik dokumentasi dalam mengumpulkan data atau informasi yang diperlukan sebagai bahan penelitian karena merupakan data jenis sekunder. Data atau informasi yang diperlukan adalah laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang terpilih sebagai sampel penelitian. Data-data lain seperti pengumuman *IDX* terkait *unusual event*, ringkasan *performance* perusahaan terdaftar, peraturan-peraturan terkait pasar modal. Data-data terkait pasar modal akan diunduh melalui situs www.idx.co.id dan situs www.ticmi.co.id. Dalam penelitian ini, data disusun secara *panel data* untuk menentukan jumlah total data yang diobservasi dengan pertimbangan data yang digunakan merupakan kelompok data *time series* serta *cross section* (periode 2006 – 2015).

3.2. Definisi Operasional

3.2.1. Variabel Dependen

Variabel dependen yang dimaksud dalam penelitian ini adalah struktur modal. Menurut Sartono (2001a:225) dalam penelitian Hadianto (2006), struktur modal didefinisikan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa. Dengan demikian, variabel terikat atau dependen yang akan digunakan untuk menggambarkan struktur modal dalam penelitian ini akan menggunakan *proxy debt – to – asset ratio*. Dalam penelitian ini, *debt-to-asset ratio* akan mengikuti *proxy* seperti pada penelitian Margaretha & Ramadhan (2010), yaitu tingkat *leverage* yang berbeda baik yang jangka pendek, jangka panjang, dan total keduanya terhadap total aset perusahaan. Berikut merupakan rasio *debt-to-asset* yang akan digunakan dalam penelitian ini:

1. *Short Term Debt – to – asset ratio*

$$= \frac{\text{Short – Term Liability}}{\text{Total Asset}}$$

2. *Long Term Debt – to – asset ratio*

$$= \frac{\text{Long – Term Liability}}{\text{Total Asset}}$$

$$3. \text{Total Debt – to – asset ratio} = \frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Asset}}$$

3.2.2. Variabel Independen

3.2.2.1. Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan yang dimiliki oleh perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancar yang dimilikinya (Indriani & Widyarti, 2013). Dalam penelitian ini likuiditas akan diukur menggunakan *current ratio* mengikuti penelitian Indriani & Widyarti (2013). Berikut merupakan *current ratio* yang digunakan untuk mengukur tingkat likuiditas perusahaan:

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current liabilities}}$$

3.2.2.2. Profitabilitas

Menurut Sartono (2008:122) dalam penelitian (Lusangaji, 2011), profitabilitas sebagai kemampuan sebuah perusahaan untuk menghasilkan laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri.

Dalam penelitian ini, profitabilitas akan didefinisikan sebagai *return on asset* seperti pada penelitian Forte et al. (2013); Indriani & Widyarti (2013); Sutejo, Murhadi, & Liem (2013); dan Kariuki & Kamau (2014). Berikut merupakan *return on asset* (ROA) yang akan digunakan sebagai representasi dari variabel profitabilitas:

$$\text{Return on Asset (ROA)} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$$

3.2.2.3. Growth On Sales

Indriani & Widyarti (2013) mendefinisikan pertumbuhan penjualan sebagai faktor penting dalam struktur modal perusahaan karena penjualan yang meningkat akan meningkatkan laba perusahaan dan berpotensi untuk meningkatkan laba ditahan.

Dalam penelitian ini, *growth on sales* akan diukur seperti pada penelitian Indriani & Widyarti (2013) yaitu perbandingan antara selisih *net sales* periode sekarang dengan *net sales* periode sebelumnya terhadap *net sales* periode sebelumnya.

$$\text{Growth On Sales} = \frac{\text{Current Net Sales} - \text{Previous Net Sales}}{\text{Previous Net Sales}}$$

3.2.2.4. Capital Expenditure

Capital expenditure merupakan dana yang nilainya sebesar investasi yang dilakukan pada *property, plant, & equipment (PPE)*. *Net capital expenditure* diestimasi dari perubahan nilai *PPE* ditambah nilai depresiasi (Koller et al., 2005).

Berdasarkan Koller, Goedhart, & Wessels (2005) dan Brealey & Myers (1991), *Capital Expenditure* dapat dihitung sebagai berikut:

1. $\text{Capital Expenditure} = \text{Net Fixed Assets}_t - \text{Net Fixed Assets}_{t-1}$

$$2. \text{ Rasio Capital Expenditure} = \frac{Capex_t}{Capex_{t-1}}$$

3.2.3. Variabel Kontrol

3.2.3.1. Dividend Payout Ratio

Dalam penelitian Laksana & Widyawati (2016) disebutkan bahwa kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa mendatang.

Dalam penelitian ini, *dividend payout ratio* yang akan digunakan seperti pada penelitian Amirya & Atmini (2008); Hidayat (2013); Laksana & Widyawati (2016); dan Larasati (2011) yaitu:

$$\text{Dividend payout ratio} = \frac{\text{Total Dividen Final}}{\text{Total Laba Bersih}}$$

3.3. Alat dan Metode Analisis Data

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis hubungan setiap variabel independen terhadap variabel dependennya. Oleh karena itu, untuk mengetahui terlebih dahulu hubungan antar variabel – variabel tersebut seperti arah dan kekuatan pengaruh antar variabel harus dilakukan beberapa proses perhitungan statistik sebelum dianalisis lebih jauh.

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 5 variabel dengan *data time series* dalam kurun waktu 2006-2015 serta *cross section* pada 45 perusahaan sehingga alat statistik yang cocok digunakan adalah model regresi data panel. Beberapa penelitian sebelumnya juga menggunakan model tersebut. Peneliti menggunakan bantuan *software* Ms. Excel untuk merekap dan mentabulasi data-data utama, IBM SPSS Statistics 23 untuk analisa korelasi antar variabel setiap modelnya, dan *software* EViews 8 untuk melakukan uji regresi data panel. Pengujian dilakukan dalam 3 model variabel dependen yaitu *short term debt-to-asset*, *long term debt-to-asset*, dan *total debt-to-asset*.

3.3.1 Uji Regresi Data Panel

Uji data panel merupakan pengujian data yang menggabungkan data *time series* dan *cross section* (Widarjono, 2016). Regresi menggunakan data panel disebut dengan model regresi data panel. Menurut Widarjono (2016), ada beberapa keuntungan yang diperoleh dengan menggunakan data panel. Pertama, data panel yang merupakan gabungan dua data *time series* dan *cross section* mampu menyediakan data yang lebih banyak sehingga akan menghasilkan *degree of freedom* yang lebih besar. Kedua, menggabungkan informasi dari data *time series* dan *cross section* dapat mengatasi masalah yang timbul ketika ada masalah penghilangan variabel (*omitted-variabel*).

Secara umum dengan menggunakan data panel, kita akan menghasilkan intersep dan *slope* koefisien yang berbeda pada setiap perusahaan dan setiap periode waktu. Oleh karena itu dalam mengestimasi persamaan akan tergantung

pada asumsi yang kita buat tentang intersep, koefisien *slope* dan variabel gangguannya. Ada beberapa kemungkinan yang akan muncul yaitu:

1. Diasumsikan intersep dan *slope* adalah tetap sepanjang waktu dan individu (perusahaan) dan perbedaan intersep dan *slope* dijelaskan oleh variabel gangguan.
2. Diasumsikan *slope* adalah tetap tetapi intersep berbeda antarindividu.
3. Diasumsikan *slope* tetap tetapi intersep berbeda baik antarwaktu maupun antarindividu.
4. Diasumsikan intersep dan *slope* berbeda antarindividu.
5. Diasumsikan intersep dan *slope* berbeda antarwaktu dan antarindividu.

Dalam mengestimasi model regresi dengan data panel terdapat beberapa metode yaitu:

- a. Pendekatan *Common Effect*
- b. Pendekatan *Fixed Effect*
- c. Pendekatan *Random Effect*

Untuk mengetahui pendekatan mana yang lebih baik untuk digunakan ada beberapa pengujian yang dapat dilakukan:

1. *Chow Test* (menguji lebih baik mana antara *Common Effect* dengan *Fixed Effect*)

Indikator yang dilihat adalah nilai dari probabilitas (*Prob.*) *cross-section* F. jika nilainya $< 0,05$ maka *Fixed Effect* yang terpilih sebagai model yang terbaik dan sebaliknya.

2. *Hausman Test* (menguji lebih baik antara *Fixed Effect* dengan *Random Effect*)

Indikator yang dilihat adalah nilai dari probabilitas (*Prob.*) *cross-section F*. jika nilainya $< 0,05$ maka *Fixed Effect* yang terpilih sebagai model yang terbaik dan sebaliknya.

3. *Langrangge Multiplier Test* (menguji lebih baik antara *Common Effect* dengan *Random Effect*)

Analisa secara keseluruhan terdiri dari analisa statistik deskriptif, analisa korelasi antarvariabel, menentukan persamaan regresi, serta pengujian hipotesis. Peneliti menggunakan metode regresi data panel untuk menentukan persamaan regresi dan menguji hipotesis.

Persamaan umum model regresi dengan metode regresi data panel yang digunakan untuk menguji 3 model penelitian pada tingkat *leverage* variabel dependen yaitu *short-term debt* (model pendukung), *long-term debt* (model pendukung), dan *total debt* (model utama) adalah sebagai berikut:

$$SDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 GOS_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 DPR_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (3.1.)$$

$$LDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 GOS_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 DPR_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (3.2.)$$

$$TDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 GOS_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 DPR_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (3.3.)$$

SDA	= <i>Short-Term Debt – to – Asset Ratio</i>
LDA	= <i>Long-Term Debt – to – Asset Ratio</i>
TDA	= <i>Total Debt – to – Asset Ratio</i>
β_0	= Konstanta
$\beta_1 - \beta_5$	= Koefisien (estimator) masing-masing variabel independen
CR	= Likuiditas
ROA	= Profitabilitas
GOS	= <i>Growth On Sales</i>
CAPEX	= <i>Capital Expenditure</i>
DPR	= <i>Dividend Payout Ratio</i>
e	= Variabel residual (tingkat kesalahan/error)

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan menggunakan $\alpha = 5\%$.

Penentuan pengambilan keputusan adalah sebagai berikut:

1. Jika nilai probabilitas (sig) $< \alpha = 5\%$ maka hipotesis alternatif didukung.
2. Jika nilai probabilitas (sig) $> \alpha = 5\%$ maka hipotesis alternatif tidak didukung.

3.3.2 Hipotesa Operasional

3.3.2.1 Likuiditas

$H_{01}; \beta_1 \leq 0$: Likuiditas tidak berpengaruh positif terhadap struktur modal.

$H_{A1}; \beta_1 > 0$: Likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

3.3.2.2 Profitabilitas

$H_{02}; \beta_2 \leq 0$: Profitabilitas tidak berpengaruh positif terhadap struktur modal.

$H_{A2}; \beta_2 > 0$: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

3.3.2.3 *Growth On Sales*

$H0_3; \beta_3 \leq 0$: *Growth on sales* tidak berpengaruh positif terhadap struktur modal.

$HA_3; \beta_3 > 0$: *Growth on sales* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

3.3.2.4 *Capital Expenditure*

$H0_4; \beta_4 \geq 0$: *Capital expenditure* tidak berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

$HA_4; \beta_4 < 0$: *Capital expenditure* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.



Bab 4

Hasil dan Pembahasan

4.1. Hasil Pengumpulan Data

Data yang diobservasi dalam penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan perusahaan manufaktur terpilih yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 10 tahun yaitu 2006-2015. Penelitian ini menggunakan populasi yaitu semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jumlah populasi didasarkan pada total perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia terakhir pada tahun 2015 yaitu sebesar 143 perusahaan. Adapun pengambilan sampel dari populasi tersebut menggunakan teknik *purposive sampling* yang kriterianya telah dijelaskan dalam bab sebelumnya. Berikut disajikan tabel rincian pemilihan sampel penelitian:

Tabel 4.1 Pemilihan Sampel Penelitian

<i>Purposive Sampling</i>	
Kriteria	Jumlah
Populasi: Perusahaan manufaktur terdaftar di BEI tahun 2015	143
Dikurangi: (1) tidak termasuk sub sektor semen, pakan ternak, otomotif, makanan dan minuman, rokok, farmasi, kosmetik dan barang keperluan rumah tangga	87
(2) tidak konsisten menerbitkan laporan keuangan pada periode 2006-2015	11
Jumlah Sampel	45
Jumlah data observasi pada periode 2006-2015 (10 tahun)	450

Sumber: Hasil Penelitian, 2016

4.2. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran umum data yang digunakan dalam penelitian ini. Berikut tabel statistik deskriptif:

Tabel 4.2 Stastistik Deskriptif

	SDA	LDA	TDA	CR	ROA	GOS	CAPEX	DPR
Mean	0.316049	0.142672	0.458721	2.382720	0.096045	0.167156	0.114065	0.297595
Median	0.274511	0.084621	0.447698	1.779262	0.071820	0.128116	0.709678	0.174525
Maximum	1.832618	0.976553	1.931330	17.60919	0.657127	5.019231	1110.000	11.00653
Minimum	0.031724	0.012567	0.071724	0.117133	-0.866246	-0.731959	-651.0918	-2.467749
Std. Dev.	0.178262	0.142699	0.222534	1.836409	0.122359	0.334622	67.37055	0.647831
Skewness	2.088387	1.845270	1.036138	2.779090	-0.427467	7.384068	7.547750	10.43722
Kurtosis	14.37043	7.361807	6.654394	16.08143	13.78797	101.5947	186.8270	169.4056

Sumber: Hasil Penelitian, 2016

Rata-rata variabel *short term debt-to-asset* pada perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 31, 6%. Dengan demikian, setiap 1 rupiah aset yang dimiliki perusahaan dibiayai dari *short term debt* sebesar Rp. 0, 316. Nilai tengah dari data ini adalah 0, 28. Standar deviasi sebesar 0, 18. Nilai tertinggi dari data adalah 1, 83 dan nilai terendah adalah 0, 03.

Rata-rata variabel *long term debt-to-asset* pada perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 14, 3%. Dengan demikian, setiap 1 rupiah aset yang dimiliki perusahaan dibiayai dari *long term debt* sebesar Rp. 0, 143. Nilai tengah dari data ini adalah 0, 09. Standar deviasi sebesar 0, 14. Nilai tertinggi dari data adalah 0, 98 dan nilai terendah adalah 0, 01.

Rata-rata variabel *total debt-to-asset* pada perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 45, 9%. Dengan demikian, setiap 1 rupiah aset yang dimiliki perusahaan dibiayai dari *total debt* sebesar Rp. 0, 459. Nilai tengah dari data ini

adalah 0,45. Standar deviasi sebesar 0,22. Nilai tertinggi dari data adalah 1,93 dan nilai terendah adalah 0,07.

Rata-rata variabel *current ratio* pada perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 238%. Dengan demikian, setiap 1 rupiah liabilitas lancar dijamin oleh aset lancar sebesar Rp. 2,38. Nilai tengah dari data ini adalah 1,78. Standar deviasi sebesar 1,84. Nilai tertinggi dari data adalah 17,61 dan nilai terendah adalah 0,12.

Rata-rata variabel *return-on-asset* pada perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 9,6%. Dengan demikian, setiap 1 rupiah aset yang dimiliki perusahaan mampu menghasilkan keuntungan (laba bersih) sebesar Rp. 0,096. Nilai tengah dari data ini adalah 0,07. Standar deviasi sebesar 0,12. Nilai tertinggi dari data adalah 0,66 dan nilai terendah adalah -0,87.

Rata-rata variabel *growth on sales* pada perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 16,7%. Nilai tengah dari data ini adalah 0,13. Standar deviasi sebesar 0,34. Nilai tertinggi dari data adalah 5,02 dan nilai terendah adalah -0,73.

Rata-rata variabel *capital expenditure* pada perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 11,4%. Nilai tengah dari data ini adalah 0,71. Standar deviasi sebesar 67,4. Nilai tertinggi dari data adalah 1110 dan nilai terendah adalah -651,1.

Rata-rata variabel *dividend payout ratio* pada perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 29,8%. Dengan demikian, setiap 1 rupiah laba bersih yang dihasilkan perusahaan akan diatribusikan kepada pemegang saham berupa dividen sebesar Rp. 0,298. Nilai tengah dari data ini adalah 0,18. Standar deviasi sebesar 0,65. Nilai tertinggi dari data adalah 11 dan nilai terendah adalah -2,47.

4.3. Analisis Korelasi

Analisa korelasi merupakan suatu analisa yang digunakan untuk melihat indikasi awal adanya hubungan antarvariabel yang digunakan dalam penelitian. Analisa korelasi menggunakan IBM SPSS Statistics 23.

Tabel 4.3 Korelasi Model SDA

		Correlations					
		SDA	CR	ROA	GOS	CAPEX	DPR
SDA	Pearson Correlation						
CR	Pearson Correlation	-.606**					
	Sig. (2-tailed)	.000					
ROA	Pearson Correlation	-.196**	.246**				
	Sig. (2-tailed)	.000	.000				
GOS	Pearson Correlation	.049	-.067	.022			
	Sig. (2-tailed)	.297	.159	.640			
CAPEX	Pearson Correlation	-.031	.011	.048	-.022		
	Sig. (2-tailed)	.508	.814	.305	.642		
DPR	Pearson Correlation	-.114*	.134**	.248**	-.042	-.019	
	Sig. (2-tailed)	.015	.004	.000	.374	.687	

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Sumber: Hasil Penelitian, 2016

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa variabel dependen SDA berkorelasi negatif dengan variabel CR, ROA, dan DPR. Korelasi tersebut terjadi karena nilai Sig. (2-tailed) < 5%.

Variabel CR berkorelasi positif dengan ROA dan DPR. Variabel ROA berkorelasi positif dengan DPR. Hanya variabel GOS dan CAPEX yang tidak memiliki korelasi dengan variabel manapun.

Tabel 4.4 Korelasi Model LDA

		Correlations					
		LDA	CR	ROA	GOS	CAPEX	DPR
LDA	Pearson Correlation						
	Sig. (2-tailed)						
CR	Pearson Correlation	-.211**					
	Sig. (2-tailed)	.000					
ROA	Pearson Correlation	-.350**	.246**				
	Sig. (2-tailed)	.000	.000				
GOS	Pearson Correlation	.113*	-.067	.022			
	Sig. (2-tailed)	.016	.159	.640			
CAPEX	Pearson Correlation	.015	.011	.048	-.022		
	Sig. (2-tailed)	.756	.814	.305	.642		
DPR	Pearson Correlation	-.154**	.134**	.248**	-.042	-.019	
	Sig. (2-tailed)	.001	.004	.000	.374	.687	

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Sumber: Hasil Penelitian, 2016

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa variabel dependen LDA berkorelasi negatif dengan variabel CR, ROA, dan DPR. Korelasi tersebut terjadi karena nilai Sig. (2-tailed) < 5%. LDA juga berkorelasi positif dengan GOS.

Variabel CR berkorelasi positif dengan ROA dan DPR. Variabel ROA berkorelasi positif dengan DPR. Hanya variabel CAPEX yang tidak memiliki korelasi dengan variabel manapun.

Tabel 4.5 Korelasi Model TDA

		Correlations					
		TDA	CR	ROA	GOS	CAPEX	DPR
TDA	Pearson Correlation						
	Sig. (2-tailed)						
CR	Pearson Correlation	-.620**					
	Sig. (2-tailed)	.000					
ROA	Pearson Correlation	-.381**	.246**				
	Sig. (2-tailed)	.000	.000				
GOS	Pearson Correlation	.112*	-.067	.022			
	Sig. (2-tailed)	.017	.159	.640			
CAPEX	Pearson Correlation	-.016	.011	.048	-.022		
	Sig. (2-tailed)	.740	.814	.305	.642		
DPR	Pearson Correlation	-.190**	.134**	.248**	-.042	-.019	
	Sig. (2-tailed)	.000	.004	.000	.374	.687	

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Sumber: Hasil Penelitian, 2016

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa variabel dependen TDA berkorelasi negatif dengan variabel CR, ROA, dan DPR. Korelasi tersebut terjadi karena nilai Sig. (2-tailed) < 5%. TDA juga berkorelasi positif dengan GOS.

Variabel CR berkorelasi positif dengan ROA dan DPR. Variabel ROA berkorelasi positif dengan DPR. Hanya variabel CAPEX yang tidak memiliki korelasi dengan variabel manapun.

4.4. Analisis Regresi Data Panel

Analisa data panel dibagi dalam 3 model variabel dependen yaitu:

- a. *Short term debt-to-asset*
- b. *Long term debt-to-asset*
- c. *Total debt-to-asset*

4.4.1. Uji Pemilihan Model

Dalam penelitian ini, peneliti hanya melakukan *chow test* untuk membandingkan pendekatan regresi data panel yang baik untuk digunakan. Peneliti hanya memilih diantara pendekatan *Common Effect* dan *Fixed Effect*.

Berikut hasil *chow test* pada model SDA:

Tabel 4.6 Chow Test Model SDA

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	33.000687	(44,400)	0.0000

Sumber: Hasil Penelitian, 2016

Dari hasil *chow test* tersebut didapat nilai *cross-section F* sebesar 0.000 atau kurang dari 5%. Hal ini menandakan bahwa pendekatan yang lebih baik adalah pendekatan *Fixed Effect* untuk model SDA.

Tabel 4.7 Chow Test Model LDA

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	52.305289	(44,400)	0.0000

Sumber: Hasil Penelitian, 2016

Dari hasil *chow test* tersebut didapat nilai *cross-section F* sebesar 0.000 atau kurang dari 5%. Hal ini menandakan bahwa pendekatan yang lebih baik adalah pendekatan *Fixed Effect* untuk model LDA.

Tabel 4.8 Chow Test Model TDA

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	78.381345	(44,400)	0.0000

Sumber: Hasil Penelitian, 2016

Dari hasil *chow test* tersebut didapat nilai *cross-section F* sebesar 0.000 atau kurang dari 5%. Hal ini menandakan bahwa pendekatan yang lebih baik adalah pendekatan *Fixed Effect* untuk model TDA.

4.4.2. Regresi Data Panel dan Pengujian Hipotesis

Tabel 4.9 Hasil Uji Regresi Data Panel

Tabel Perbandingan Model Fixed Effect-Panel Data							
Model Dependen	Kriteria	Variabel Independen					Adj. R- squared
		CR	ROA	GOS	CAPEX	DPR	
TDA	Koefisien	-0.031738	-0.439806	0.028987	-0.000012	-0.007950	0.951084
	<i>P-Value</i>	0.000000	0.000000	0.001500	0.740100	0.042900	
SDA	Koefisien	-0.052814	-0.064106	0.005007	-0.000033	-0.001978	0.889682
	<i>P-Value</i>	0.000000	0.081000	0.510900	0.083800	0.417400	
LDA	Koefisien	0.004573	-0.103738	0.000679	-0.000038	-0.008372	0.839823
	<i>P-Value</i>	0.002400	0.000000	0.878900	0.035300	0.014200	

Sumber: Hasil Penelitian, 2016

Dari data regresi di atas, pada model SDA, *adjusted R-squared* bernilai 88, 97% yang berarti variabel independen yang digunakan dalam penelitian mampu menjelaskan variabel dependen model SDA sebesar 88, 97%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain selain CR, ROA, GOS, CAPEX, dan DPR. Pada model LDA, *adjusted R-squared* bernilai 83, 98% yang berarti variabel independen yang digunakan dalam penelitian mampu menjelaskan variabel dependen model LDA sebesar 83, 98%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain selain CR, ROA, GOS, CAPEX, dan DPR. Pada model TDA, *adjusted R-squared* bernilai 95, 11% yang berarti variabel independen yang digunakan dalam penelitian mampu menjelaskan variabel dependen model TDA sebesar 95, 11%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain selain CR, ROA, GOS, CAPEX, dan DPR. Dengan demikian, model utama dalam penelitian ini, model TDA, lebih baik dibanding model SDA dan LDA yang merupakan model pendukung.

4.4.2.1. Pengujian Hipotesis *Current Ratio* Terhadap Struktur Modal.

Variabel *current ratio* atau likuiditas berdasarkan hasil regresi data panel pada model TDA sebagai model utama dan SDA, model pendukung, berpengaruh negatif terhadap 2 model variabel dependen tersebut secara signifikan. Nilai *p-value* CR pada TDA; $0,000000 < 5\%$ dengan koefisien sebesar $-0,031738$. Nilai *p-value* CR pada SDA; $0,000000 < 5\%$ dengan koefisien sebesar $-0,052814$. Nilai *p-value* $< 5\%$ mengindikasikan bahwa variabel likuiditas dengan *proxy, current ratio*, terhadap *total debt to asset* maupun *short-term debt to asset* berpengaruh signifikan dengan arah hubungan negatif sebesar koefisien yang dihasilkan dalam proses regresi data panel. Sedangkan pada model LDA (*long-term debt to asset*) diperoleh hasil yang berbeda yaitu variabel likuiditas berpengaruh positif terhadap LDA secara signifikan. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai *p-value* CR pada LDA; $0,002400 < 5\%$ dengan koefisien sebesar $0,004573$.

Hipotesis yang mengharapakan variabel CR berhubungan positif terhadap struktur modal hanya didukung pada model LDA (*long-term debt to asset*). Sedangkan pada model TDA dan SDA, hipotesis tidak didukung karena arah hubungan yang dihasilkan negatif. Hasil negatif pada model TDA dan SDA mengindikasikan bahwa semakin banyak ketersediaan aset lancar terutama kas maka kebutuhan untuk kegiatan operasional perusahaan akan terpenuhi sehingga penggunaan baik dalam total hutang secara keseluruhan atau hutang jangka pendek dapat diminimalisir. Hasil positif pada model LDA mengindikasikan bahwa dalam melakukan investasi karena adanya peluang investasi, perusahaan akan menambah komposisi struktur modalnya dengan hutang jangka panjang sebagai

pelengkap/komplemen permodalan untuk menyeimbangkan ketersediaan aset lancar pada kebutuhan lain.

Teori *trade-off* yang menyatakan bahwa semakin *profitable* perusahaan maka ketersediaan kas dan aset lancar dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan pada periode selanjutnya serta adanya kesempatan investasi, memberikan *trust* atau kepercayaan kepada kreditur untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan sehingga perusahaan dapat meningkatkan struktur permodalannya dari hutang. Teori ini hanya didukung pada model LDA, dimana perusahaan akan cenderung melakukan pinjaman jangka panjang sebagai pelengkap struktur permodalannya dalam membiayai investasi di samping menggunakan *internal reserves*. Model TDA sebagai model utama tidak mendukung teori *trade-off*. Penelitian terdahulu yang variabel likuiditasnya berpengaruh negatif terhadap struktur modal sesuai dengan model TDA dan SDA adalah penelitian Wijaya & Hadianto (2008). Penelitian terdahulu yang variabel likuiditasnya berpengaruh positif terhadap struktur modal sesuai dengan model LDA adalah penelitian Margaretha & Ramadhan (2010).

4.4.2.2. Pengujian Hipotesis *Return On Asset* Terhadap Struktur Modal.

Variabel profitabilitas dengan *proxy* yaitu *return on asset* (ROA) berdasarkan hasil regresi data panel berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada 2 modal dependen TDA (model utama) dan LDA (model pendukung) secara signifikan. Nilai *p-value* ROA pada TDA; $0,000000 < 5\%$ dengan koefisien sebesar $-0,439806$ dan nilai *p-value* ROA pada LDA; $0,000000 < 5\%$ dengan koefisien sebesar $-0,103738$. Nilai *p-value* di bawah 5% tersebut mengindikasikan bahwa

variabel likuiditas berpengaruh pada model TDA dan LDA dengan arah hubungan sesuai koefisien yang dihasilkan yaitu negatif. Pada model SDA (model pendukung), nilai *p-value* ROA adalah $0,081000 > 5\%$ dengan koefisien sebesar $-0,064106$. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa variabel ROA tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal pada model SDA.

Hipotesis yang mengharapkan variabel ROA berhubungan positif terhadap struktur modal tidak didukung pada ketiga model baik model utama maupun 2 model pendukung. Pada model TDA dan LDA walaupun hasilnya menolak H_0 , tetapi arah hubungan yang dihasilkan pada 2 model tersebut adalah negatif, sehingga keputusan terhadap hipotesis adalah tidak mendukung. Hasil negatif mengindikasikan bahwa semakin *profitable* perusahaan, perusahaan tersebut lebih suka menggunakan *internal reserves* yang dihasilkan dari hasil operasional untuk membiayai kegiatan operasional selanjutnya maupun sebagai sumber pembiayaan investasi utama di samping modal eksternal yang hanya sebagai pelengkap. Dengan demikian, penggunaan hutang dapat diminalisir. Penjelasan tersebut sesuai dengan penjelasan pada variabel *current ratio* sebelumnya dimana perusahaan manufaktur di Indonesia hanya melakukan pinjaman hutang jangka panjang sebagai pelengkap bukan sumber modal utama.

Teori *trade-off* yang menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka perusahaan tersebut akan meningkatkan penggunaan hutangnya untuk mendapatkan keuntungan dari penghematan pajak menjadi tidak terbukti. Penelitian terdahulu yang variabel profitabilitasnya memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal sesuai dengan model TDA dan LDA adalah

penelitian Amirya & Atmini (2008); Forte et al. (2013); Hijazi & Yasir (2006); Indriani & Widyarti (2013); Laksana & Widyawati (2016); Lusangaji (2011); Neghabi & Rafiee (2013); Nuswandari (2013); Rafiq et al. (2008); Sutejo et al. (2013); Turan & Hasanaj (2014). Hasil negatif pada penelitian ini menunjukkan bahwa variabel profitabilitas dengan *proxy* ROA lebih cocok diuji dengan perspektif *pecking order theory*. Hal tersebut sesuai dengan penelitian Nuswandari (2013) yang menggunakan *setting* berupa teori *pecking order* yaitu semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka perusahaan lebih suka menggunakan *internal reserves* dibanding menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaan investasinya.

4.4.2.3. Pengujian Hipotesis *Growth On Sales* Terhadap Struktur Modal.

Variabel pertumbuhan perusahaan dengan *proxy*, *growth on sales*, berdasarkan hasil regresi data panel pada model TDA (model utama) berpengaruh positif terhadap struktur modal secara signifikan. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai *p-value* GOS; $0,001500 < 5\%$ dengan koefisien sebesar $0,028987$. Sedangkan pada model SDA dan LDA sebagai model pendukung, variabel GOS tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Nilai *p-value* GOS pada SDA; $0,510900 > 5\%$ dengan koefisien sebesar $0,005007$. Nilai *p-value* GOS pada LDA; $0,878900 > 5\%$ dengan koefisien sebesar $0,000679$. Nilai *p-value* GOS $> 5\%$ pada model SDA dan LDA mengindikasikan tidak adanya pengaruh variabel GOS terhadap masing-masing 2 model tersebut.

Hipotesis yang mengharapkan variabel GOS berhubungan positif terhadap struktur modal hanya didukung pada model utama, yaitu TDA. Sedangkan pada

model pendukung, SDA dan LDA, variabel GOS yang merupakan komplemen dari profitabilitas perusahaan tidak memberikan pengaruh terhadap struktur modal pada masing-masing 2 model variabel dependen tersebut. Adanya pengaruh positif pada model TDA mengindikasikan bahwa sumber modal berupa hutang secara keseluruhan akan meningkat sehubungan dengan meningkatnya GOS. Akan tetapi, variabel GOS tidak memiliki pengaruh terhadap SDA dan LDA karena dimungkinkan adanya campur tangan manajemen untuk memanipulasi kenaikan GOS atau adanya praktik manajemen laba (*earning management*). Terkait *earning management*, hasil GOS pada model SDA dan TDA yang tidak memiliki pengaruh pada 2 model tersebut sejalan dengan penelitian Amirya & Atmini (2008). Amirya & Atmini (2008) menjelaskan bahwa *growth on sales* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal karena pertumbuhan penjualan cenderung bersifat lebih pendek dari pertumbuhan total aktiva, sedangkan keputusan pendanaan lebih bersifat jangka panjang. Dalam jangka pendek, manajemen dapat melakukan *earning management*.

Teori *trade-off* yang menyatakan bahwa semakin tinggi pertumbuhan penjualan perusahaan sebagai komplemen tingkat profitabilitas maka semakin tinggi tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan sebagai upaya penghematan pajak disamping mengandalkan *non-debt tax shield* dengan beban depresiasi, hanya didukung oleh model TDA. Penelitian terdahulu yang variabel *growth on sale*-nya berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal sesuai pada model TDA adalah penelitian Hidayat (2013); Lusangaji (2011); dan Supriyanto & Falikhatun (2008).

4.4.2.4. Pengujian Hipotesis *Capital Expenditure* Terhadap Struktur Modal.

Variabel CAPEX atau *capital expenditure* berdasarkan hasil regresi data panel tidak memiliki pengaruh terhadap model utama yaitu TDA. Nilai *p-value* CAPEX pada TDA; 0,740100 > 5% dan koefisien sebesar -0,000012. Hasil CAPEX pada model utama, TDA, membuktikan bahwa CAPEX tidak berpengaruh pada struktur modal. Variabel CAPEX berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada model LDA (model pendukung). Nilai *p-value* CAPEX pada LDA; 0,035300 < 5% dengan koefisien sebesar -0,000038. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa CAPEX berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada model LDA. Pada model SDA (model pendukung), CAPEX tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Nilai *p-value* CAPEX pada SDA; 0,083800 > 5% dan koefisien sebesar -0,000033. Hasil CAPEX pada model SDA tersebut membuktikan bahwa CAPEX tidak berpengaruh pada struktur modal.

Hipotesis yang diharapkan bahwa CAPEX berpengaruh negatif terhadap struktur modal hanya didukung oleh model LDA (model pendukung). Sedangkan pada model TDA (model utama) dan SDA (model pendukung), variabel CAPEX tidak berpengaruh. Hubungan negatif signifikan variabel CAPEX pada model LDA mengindikasikan bahwa secara umum perusahaan manufaktur di Indonesia yang merupakan sample penelitian, menggunakan hasil profitabilitas untuk berinvestasi pada *fixed assets*. *Fixed assets* digunakan sebagai substitusi dari fungsi hutang dalam upaya penghematan pajak. Sehingga aset yang merupakan *non-debt tax shield* tersebut lebih sering digunakan oleh perusahaan dalam upaya penghematan

pajak dibandingkan dengan menggunakan hutang untuk mengurangi biaya kebangkrutan juga dari penggunaan hutang tersebut. Variabel CAPEX merupakan saran dari penelitian Sutejo, Murhadi, & Liem (2013). Dengan demikian saran tersebut terjawab dengan berpengaruh CAPEX terhadap struktur modal pada model LDA.

Teori *trade-off* yang menyatakan bahwa pada perusahaan yang memiliki pertumbuhan aktiva dengan pembelanjaan pada *fixed assets* secara konsisten dengan asumsi perusahaan tersebut memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi dan adanya kesempatan investasi yang akan terus meningkatkan profitabilitas perusahaan, perusahaan tersebut akan menggunakan kelebihan *internal reserves/free cash flow* untuk berinvestasi pada aset yang tergolong *non-debt tax shield* tersebut. Semakin banyak *fixed asset* perusahaan, upaya untuk melakukan penghematan pajak didukung dengan semakin banyaknya beban depresiasi dari *fixed asset* tersebut. Dengan demikian fungsi hutang dalam penghematan dapat diminimalisir dengan investasi pada *fixed assets* atau *non-debt tax shield* lainnya. Teori tersebut hanya terbukti pada model LDA (*long-term debt to asset*). *Fixed assets* yang sumber pembiayaannya secara umum berasal dari LDA, pada perusahaan yang *profitable* akan mengurangi penggunaan LDA dengan lebih banyak menggunakan *internal reserves* perusahaan.

4.4.2.5. Pengujian Variabel Kontrol, *Dividend Payout Ratio*, Terhadap Struktur Modal

Variabel *dividend payout ratio* merupakan variabel kontrol dimana pada hasil penelitian sebelumnya sudah konsisten berpengaruh negatif pada struktur modal.

Pada penelitian ini, peneliti ingin menguji apakah hasilnya akan tetap konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya atau sebaliknya. Variabel *dividend payout ratio* berdasarkan hasil regresi data panel memiliki pengaruh signifikan pada model TDA (model utama) dan LDA (model pendukung). Nilai *p-value* DPR pada TDA; $0,042900 < 5\%$ dengan koefisien sebesar $-0,007950$. Nilai *p-value* DPR pada LDA; $0,014200 < 5\%$ dengan koefisien sebesar $-0,008372$. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa DPR berpengaruh terhadap struktur modal pada masing-masing 2 model tersebut. Sedangkan pada model SDA (model pendukung), variabel DPR tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Nilai *p-value* DPR pada model SDA; $0,417400 > 5\%$ dengan koefisien sebesar $-0,001978$. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa variabel DPR pada model SDA tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Dengan demikian, teori *trade-off* terbukti pada model TDA (model utama) dan LDA (model pendukung). Hal tersebut dapat dijelaskan bahwa dengan asumsi perusahaan *profitable* dan konsisten mengembangkan bisnisnya dengan mencari peluang-peluang investasi yang menguntungkan bagi perusahaan maka akan semakin banyak *free cash flow* perusahaan. Kelebihan *free cash flow* tersebut mampu memenuhi biaya operasional perusahaan periode berikutnya dan karena perusahaan akan terus berinvestasi maka kelebihan dana internal tersebut akan dialokasikan untuk berinvestasi. Dengan demikian untuk memberikan sinyal positif kepada investor, perusahaan akan menaikkan tingkat pembayaran dividen kepada investor yang dananya dari kelebihan dana internal yang telah dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan yang konsisten menguntungkan. Penggunaan dana

internal dibanding dengan menggunakan hutang ketika membayar dividen kepada investor dalam jumlah besar dapat mensubstitusi resiko penggunaan hutang yaitu resiko *default*. Hasil investasi pada *fixed asset* atau *non-debt tax shield* lainnya dapat juga mensubstitusi penggunaan hutang dalam upaya perusahaan melakukan penghematan pajak. Penelitian terdahulu yang variabel *dividend payout ratio*-nya berpengaruh negatif signifikan sesuai pada model TDA dan LDA adalah penelitian Amirya & Atmini (2008); Hidayat (2013); Laksana & Widyawati (2016); Larasati (2011). Amirya & Atmini, (2008) menyatakan hasil negatif mengindikasikan bahwa dividen dapat mensubstitusi fungsi tingkat hutang dalam mengurangi resiko perusahaan. Sesuai dengan teori *pecking order*, penggunaan dividen dalam urutan pendanaan bisa dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan pada perusahaan yang *profitable* dan *low-growth*. Dengan demikian, perusahaan masih mampu untuk membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang (*debt financing*). Variabel kontrol ini hanya konsisten dengan penelitian terdahulu pada model TDA dan LDA sedangkan pada SDA tidak konsisten.

4.5. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Ringkasan hasil pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

Tabel 4.10 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel Utama	Hipotesis	Hasil		
		Model 3 - TDA	Model 1 - SDA	Model 2 - LDA
CR	Likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal	Tidak Terdukung	Tidak Terdukung	Terdukung
ROA	Profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal	Tidak Terdukung	Tidak Terdukung	Tidak Terdukung
GOS	Pertumbuhan Penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal	Terdukung	Tidak Terdukung	Tidak Terdukung
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal	Tidak Terdukung	Tidak Terdukung	Terdukung
Variabel Kontrol		Kesesuaian dengan <i>Trade-Off Theory</i>*		
<i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)		Teori Terdukung	Teori Tidak Terdukung	Teori Terdukung

* *Trade-off theory* menjelaskan bahwa DPR berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Sumber: Hasil Penelitian, 2016

Bab 5

Penutup

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2015 berdasarkan teori *trade-off*. Adapun faktor-faktor yang diuji, antara lain likuiditas, profitabilitas, *growth on sales*, dan *capital expenditure*. Pengujian faktor-faktor tersebut dilakukan dalam 3 model variabel dependen, yaitu TDA (*total debt to asset*), SDA (*short-term debt to asset*), dan LDA (*long-term debt to asset*).

Berdasarkan hasil penelitian di atas, peneliti lebih mengandalkan model TDA (*Total Debt to Asset*) sebagai model utama karena mampu menghasilkan nilai *adjusted R-squared* lebih tinggi dibanding model SDA dan LDA (model pendukung); yaitu sebesar 95, 11%. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan regresi data panel menggunakan model *fixed effect* serta pembahasan yang telah dipaparkan di bab 4 maka dapat ditarik kesimpulan dari model utama, TDA (*Total Debt to Asset*) sebagai berikut:

- Variabel likuiditas dengan *proxy, current ratio*, berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada model TDA tetapi tidak mendukung teori *trade-off*.

- Variabel profitabilitas dengan *proxy, return on asset*, berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada model TDA tetapi tidak mendukung teori *trade-off*.
- Variabel pertumbuhan perusahaan dengan *proxy, growth on sales*, berpengaruh positif terhadap struktur modal pada model TDA dan mendukung teori *trade-off*.
- Variabel *capital expenditure* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal pada model TDA.
- Variabel *dividend payout ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada model TDA dan mendukung teori *trade-off*.

5.2. Implikasi Penelitian

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan di atas, maka hal-hal yang dipertimbangan bagi:

- Pihak Praktisi

Pada variabel *current ratio*, perusahaan manufaktur di Indonesia lebih cocok menggunakan pendekatan *pecking order theory* dalam melakukan kebijakan permodalan. Hal tersebut dikarenakan pada model TDA, variabel *current ratio* berpengaruh negatif dimana mengindikasikan perusahaan manufaktur di Indonesia lebih menyukai *internal reserves* dari hasil operasinya sebagai pembiayaan untuk kegiatan operasional selanjutnya maupun sumber pembiayaan investasi karena lebih aman dibanding penggunaan hutang yang dapat menimbulkan resiko *financial distress*.

Pada variabel *return on asset*, hasil ROA pada model TDA, negatif signifikan, mengindikasikan bahwa *pecking order approach* lebih cocok bagi perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia dibanding *trade-off approach*. Perusahaan manufaktur di Indonesia lebih suka menggunakan sumber pendanaan internal dari hasil profitabilitasnya.

Pada variabel *growth on sales* yang merupakan komplemen dari profitabilitas perusahaan, pada model TDA, variabel GOS memiliki pengaruh terhadap struktur modal secara keseluruhan tanpa melihat jenis hutang mana yang dijadikan sumber pembiayaan. Hal ini menunjukkan bahwa kemungkinan masih banyaknya praktik manajemen laba (*earning managemenet*) pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia. Dengan demikian, penelitian selanjutnya dapat menguji apakah benar terdapat praktik manajemen laba tersebut.

Pada variabel *capital expenditure* dalam asumsi perusahaan dalam tingkat profitabilitas yang tinggi dan konsisten, tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal pada model TDA. Dengan demikian, manajemen dalam perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia tidak menganggap penting sumber pembiayaan apa yang cocok dalam pembelanjaan *fixed assets*.

Pada variabel kontrol, yaitu *dividend payout ratio*, hasil pengaruh negatif signifikan pada model TDA mengindikasikan perusahaan manufaktur di Indonesia mensubstitusi fungsi hutang dengan tingkat pembayaran dividen yang tinggi untuk mengurangi resiko *financial*

distress dari penggunaan hutang. Hasil tersebut diasumsikan atas tingkat profitabilitas yang tinggi dan konsisten.

- Bagi akademisi, investor, serta pemerintah.

Bagi pihak akademisi, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi wawasan tambahan mengenai sifat struktur modal dan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan-perusahaan manufaktur Indonesia seperti hasil yang telah dipaparkan pada model TDA di bab 4. Hasil penelitian ini diharapkan mampu menjadi referensi bagi peneliti-peneliti selanjutnya dalam melakukan penelitian yang sejenis. Penelitian ini menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia, dimana variabel-variabel yang diteliti merupakan variabel-variabel yang belum konsisten pada penelitian sebelumnya serta saran dari penelitian sebelumnya. Penelitian ini juga membuktikan bahwa teori *trade-off* secara umum tidak dijadikan pendekatan dalam pengambilan keputusan permodalan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia. Hal tersebut dapat dilihat dari hasil pengujian hipotesis bahwa hanya variabel *growth on sales* saja yang mendukung teori *trade-off*. Perusahaan manufaktur di Indonesia lebih cocok menggunakan pendekatan teori *pecking order* dalam mengambil suatu kebijakan permodalan. Dengan demikian, pembuktian hipotesis variabel-variabel yang diuji berdasarkan teori *trade-off* secara umum (kecuali *growth on sales*) tidak terdukung dan bertentangan dengan

penelitian Indriani & Widyarti (2013); Margaretha & Ramadhan (2010); Tarazi (2013).

Bagi pihak investor, hasil penelitian ini dapat dijadikan acuan dalam melakukan pertimbangan-pertimbangan keputusan berinvestasi dengan perhatian pada lebih cocoknya pendekatan *pecking order theory* bagi perusahaan manufaktur di Indonesia dalam kebijakan permodalannya. Bagi pihak pemerintah, penelitian ini diharapkan mampu memberikan masukan untuk menerapkan regulasi yang lebih baik lagi terkait pengawasan dan pengaturan struktur permodalan perusahaan-perusahaan di Indonesia.

5.3. Keterbatasan Penelitian dan Saran

Berikut ini adalah keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya :

1. Penelitian ini hanya menguji hipotesis dari perspektif *trade-off theory*. Diharapkan penelitian selanjutnya dapat menyajikan penelitian dalam perspektif teori struktur modal lainnya, seperti *pecking order theory* atau membuat suatu studi perbandingan. Penelitian selanjutnya juga diharapkan dapat mempertimbangkan dukungan teori *signaling* untuk variabel *dividend payout ratio*.
2. Indikator yang dipakai untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan pada penelitian ini hanya CR, ROA, GOS, CAPEX dan DPR. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menambah/mencoba *proxy* kinerja keuangan perusahaan selain yang yang dipakai dalam penelitian ini seperti *non debt*

tax shield, *capital adequacy ratio*, serta indikator-indikator perekonomian (faktor eksternal).

3. Sampel yang digunakan pada penelitian ini terbatas pada industri manufaktur saja. Penelitian selanjutnya disarankan untuk meneliti tidak hanya pada industri manufaktur saja, tetapi juga meneliti seperti industri jasa keuangan maupun non-keuangan.



DAFTAR PUSTAKA

- Amirya, M., & Atmini, S. (2008). Determinan Tingkat Hutang Serta Hubungan Tingkat Hutang Terhadap Nilai Perusahaan: Perspektif Pecking Order Theory, 5.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1991). *Principles of Corporate Finance*. (K. A. MacLeod & I. C. Roberts, Eds.) (Fourth Edi). United States of America: McGraw-Hill.
- Forte, D., Barros, L. A., & Nakamura, W. T. (2013). Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises, 2013(February), 347–369.
- Gunawan, H. (2016). Dividen Bank BUMN Akan di Pangkas. Retrieved from <http://keuangan.kontan.co.id/news/dividen-bank-bumn-akan-dipangkas>
- Hadianto, B. (2006). Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Periode 2000-2006: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order, 1–15.
- Hidayat, M. S. (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang, 1.
- Hijazi, S. T., & Yasir. (2006). Determinants of Capital Structure : A Case for the Pakistani Cement Industry, 1(Summer), 63–80.
- Indriani, A., & Widyarti, E. T. (2013). Penentu-Penentu Struktur Modal Perusahaan Yang Sahamnya Masuk Jakarta Islamic Index, 4(1), 59–68.
- Kariuki, S. N., & Kamau, C. G. (2014). Determinants of Corporate Capital Structure among Private Manufacturing Firms in Kenya : A Survey of Food and Beverage Manufacturing Firms, 4(3), 49–62. <http://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v4-i2/1026>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (Fourth Edi). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Laksana, I. F., & Widyawati, D. (2016). Pengaruh Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Tangibility, Size, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal, 5(April).

- Larasati, E. (2011). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, 103–107.
- Lusangaji, D. (2011). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal.
- Margaretha, F., & Ramadhan, A. R. (2010). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia, *12*(2), 119–130.
- Neghabi, Z. H., & Rafiee, S. M. (2013). Investigating different influential factors on capital structure of different sectors of industries listed in Tehran Stock Exchange, *3*, 73–80. <http://doi.org/10.5267/j.msl.2012.11.021>
- Nuswandari, C. (2013). Determinan struktur modal dalam perspektif pecking order theory dan agency theory, *2*(1), 92–102.
- Rafiq, M., Iqbal, A., & Atiq, M. (2008). The Determinants of Capital Structure of the Chemical Industry in Pakistan, *1*(Summer), 139–158.
- Suharyadi, & Purwanto. (2015). *Statistika: Untuk Ekonomi dan Keuangan Modern* (Kedua). Jakarta: Salemba Empat.
- Supriyanto, E., & Falikhatun. (2008). Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Keuangan, *10*(1), 13–22.
- Sutejo, B. S., Murhadi, W. R., & Liem, J. H. (2013). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada industri consumer goods yang terdaftar di BEI periode 2007-2011, *2*(1), 1–11.
- Taqiyyah, B. (2016). AISA Kembali Fokus Pada Khitah Bisnis. Retrieved from <http://investasi.kontan.co.id/news/aisa-kembali-fokus-pada-khitah-bisnis>
- Tarazi, R. E. N. (2013). Determinants of Capital Structure: Evidence from Thailand Panel Data, (1958), 1–9.
- Turan, G., & Hasanaj, S. (2014). Determinants of Capital Structure: Evidence from Banking Sector in Albania, *5*(13). <http://doi.org/10.5901/mjss.2014.v5n13p482>
- Widarjono, A. (2016). *Ekonometrika: Pengantar dan Aplikasinya Disertai Panduan EViews* (4th ed.). Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Wijaya, M. S. V., & Hadianto, B. (2008). Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran, Likuiditas, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel di

Bursa Efek Indonesia: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order.



Lampiran 1

Daftar Perusahaan Sampel

No	Kode	Nama Perusahaan
1	INTP	PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk
2	SMCB	PT Holcim Indonesia Tbk
3	SMGR	PT Semen Indonesia
4	CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk
5	JPFA	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk
6	MAIN	PT Malindo Feedmill Tbk
7	SIPD	PT Sierad Produce Tbk
8	ASII	PT Astra Internasional Tbk
9	AUTO	PT Astra Auto Part Tbk
10	BRAM	PT Indo Kordsa Tbk
11	GJTL	PT Gajah Tunggal Tbk
12	GDYR	PT Goodyear Indonesia
13	IMAS	PT Indomobil Sukses Internasional Tbk
14	INDS	PT Indospring Tbk
15	LPIN	PT Multi Prima Sejahtera Tbk
16	MASA	PT Multistrada Arah Sarana Tbk
17	NIPS	PT Nippres Tbk
18	PRAS	PT Prima Alloy Steel Universal Tbk
19	SMSM	PT Selamat Sempurna Tbk
20	ADES	PT Akasha Wira Internasional Tbk

21	CEKA	PT Wilmar cahaya Indonesia Tbk
22	DLTA	PT Delta Djakarta Tbk
23	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
24	MYOR	PT Mayora Indah Tbk
25	MLBI	PT Multi Bintang Indonesia Tbk
26	PSDN	PT Prashida Aneka Niaga Tbk
27	SKLT	PT Sekar Laut Tbk
28	STTP	PT Siantar Top Tbk
29	AISA	PT Tiga Pilar Sejahtera Food
30	ULTJ	PT Ultrajaya Milk Industry and Trading Company Tbk
31	RMBA	PT Bentoel Internasional Investama Tbk
32	GGRM	PT Gudang Garam Tbk
33	HMSP	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk
34	DVLA	PT Darya Varia Laboratoria Tbk
35	INAF	PT Indofarma Tbk
36	KLBF	PT Kalbe Farma Tbk
37	KAEF	PT Kimia Farma Tbk
38	MERK	PT Merck Tbk
39	PYFA	PT Pyridam Farma Tbk
40	SCPI	PT Merck Sharp Dohme Pharma Tbk
41	SQBB	PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk
42	TSPC	PT Tempo Scan Pasific Tbk
43	TCID	PT Mandom Indonesia Tbk
44	MRAT	PT Mustika Ratu Tbk
45	UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk

Lampiran 2

Data Short-Term Debt To Asset Perusahaan Sampel

No.	Kode	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	INTP	0.084601	0.077605	0.172234	0.133991	0.087840	0.081373	0.106306	0.102965	0.112896	0.097257
2	SMCB	0.121144	0.152331	0.154708	0.160083	0.129922	0.153776	0.127948	0.222595	0.221408	0.228438
3	SMGR	0.194771	0.169818	0.197208	0.177129	0.161794	0.146933	0.181534	0.171829	0.153559	0.172961
4	CPIN	0.386392	0.528670	0.459548	0.340251	0.212335	0.153481	0.175561	0.148169	0.214327	0.231072
5	JPFA	0.316864	0.251978	0.362944	0.296180	0.241656	0.375030	0.321474	0.292046	0.312012	0.311946
6	MAIN	0.460641	0.589939	0.537209	0.470056	0.369565	0.387801	0.473889	0.446001	0.493484	0.383897
7	SIPD	0.103232	0.209266	0.237545	0.258988	0.276742	0.334217	0.435415	0.388150	0.429643	0.465955
8	ASII	0.346476	0.336004	0.332958	0.296437	0.325268	0.318619	0.297234	0.332435	0.314545	0.310640
9	AUTO	0.246367	0.219745	0.219292	0.210980	0.224132	0.271827	0.312479	0.213136	0.268140	0.252877
10	BRAM	0.139307	0.117685	0.267185	0.140741	0.101614	0.159773	0.176267	0.243718	0.250657	0.193664
11	GJTL	0.171385	0.184506	0.237664	0.204799	0.252890	0.249785	0.234654	0.192330	0.193276	0.212050
12	GDYR	0.316484	0.418966	0.292564	0.482759	0.523438	0.587786	0.564516	0.477477	0.531746	0.521008
13	IMAS	0.554877	0.654645	0.613909	0.601414	0.529774	0.419605	0.453066	0.480289	0.488754	0.524355
14	INDS	0.492872	0.555927	0.691721	0.523349	0.536364	0.289474	0.223423	0.128357	0.146737	0.174236
15	LPIN	0.412844	0.424460	0.530055	0.304348	0.264901	0.222930	0.191860	0.238579	0.215470	0.558642
16	MASA	0.219665	0.148972	0.289617	0.337539	0.304709	0.537175	0.196800	0.165342	0.153355	0.207358
17	NIPS	0.422727	0.568966	0.538462	0.539683	0.520710	0.552573	0.531429	0.637845	0.429992	0.432817
18	PRAS	0.682968	0.662983	0.664865	0.282660	0.328194	0.373494	0.306759	0.404523	0.439005	0.428198
19	SMSM	0.290098	0.334940	0.327957	0.384289	0.284660	0.248443	0.307987	0.305588	0.305461	0.257658
20	ADES	1.832618	0.536313	0.621622	0.168539	0.267692	0.237342	0.254499	0.251701	0.312127	0.304747

21	CEKA	0.277580	0.547231	0.090759	0.138840	0.452409	0.445930	0.531128	0.485047	0.559969	0.549798
22	DLTA	0.192644	0.175676	0.206304	0.177632	0.125529	0.137931	0.161074	0.185567	0.195587	0.134875
23	INDF	0.391934	0.433871	0.410573	0.276082	0.204821	0.235870	0.215612	0.250341	0.263241	0.273412
24	MYOR	0.131359	0.293714	0.263428	0.235294	0.236417	0.279697	0.231723	0.275610	0.302389	0.277881
25	MLBI	0.616393	0.622186	0.596174	0.857143	0.555849	0.540541	0.691840	0.405724	0.712237	0.578296
26	PSDN	0.232639	0.250000	0.195122	0.372881	0.467470	0.429929	0.346999	0.334311	0.317817	0.382258
27	SKLT	0.228395	0.237805	0.293532	0.239796	0.251256	0.280374	0.356000	0.414474	0.418398	0.421751
28	STTP	0.175214	0.223938	0.354067	0.200364	0.261941	0.352941	0.456800	0.407483	0.317059	0.289063
29	AISA	0.434066	0.378310	0.358899	0.237094	0.267424	0.254039	0.314633	0.277955	0.202468	0.303609
30	ULTJ	0.285028	0.170946	0.246655	0.221581	0.238166	0.280605	0.244940	0.225462	0.168266	0.158757
31	RMBA	0.448893	0.218450	0.276481	0.302820	0.249031	0.604515	0.392445	0.525315	0.591850	0.272124
32	GGRM	0.361432	0.369008	0.318656	0.292351	0.275909	0.346236	0.332506	0.395789	0.408404	0.378632
33	HMSP	0.443365	0.396212	0.473658	0.380821	0.476443	0.432902	0.453292	0.442401	0.479194	0.119413
34	DVLA	0.154399	0.133690	0.173981	0.253827	0.204009	0.153846	0.178605	0.184100	0.151491	0.215116
35	INAF	0.551674	0.679909	0.656639	0.517857	0.512262	0.411659	0.311186	0.516949	0.480800	0.552151
36	KLBF	0.142486	0.146944	0.219144	0.242789	0.163088	0.197100	0.200892	0.233324	0.191816	0.172751
37	KAEF	0.279715	0.312906	0.311203	0.326309	0.283645	0.256410	0.258671	0.296620	0.283770	0.336218
38	MERK	0.141343	0.129909	0.101333	0.156682	0.121839	0.111301	0.210896	0.211429	0.182841	0.205607
39	PYFA	0.168675	0.252632	0.252525	0.220000	0.158416	0.203390	0.205882	0.280000	0.277457	0.231250
40	SCPI	0.949495	0.914729	0.860000	0.859223	0.897436	0.217252	0.219955	0.269437	0.329554	0.654533
41	SQBB	0.280193	0.224670	0.216949	0.144201	0.131250	0.135359	0.158690	0.156770	0.183007	0.219828
42	TSPC	0.146833	0.165885	0.180991	0.208091	0.223677	0.246118	0.236780	0.248846	0.220499	0.270008
43	TCID	0.059524	0.031724	0.066959	0.078392	0.054441	0.050398	0.079239	0.137720	0.260730	0.107109
44	MRAT	0.078767	0.098101	0.123944	0.106557	0.101036	0.127660	0.129386	0.115385	0.208000	0.207243
45	UNVR	0.444877	0.455278	0.475173	0.479492	0.506034	0.620301	0.607637	0.612169	0.620685	0.643865

Lampiran 3

Data Long-Term Debt To Asset Perusahaan Sampel

No.	Kode	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	INTP	0.286831	0.233513	0.072739	0.059727	0.058517	0.051843	0.040343	0.041787	0.036247	0.039258
2	SMCB	0.581800	0.534545	0.503472	0.386235	0.216058	0.158798	0.180294	0.194804	0.279667	0.283685
3	SMGR	0.060699	0.041104	0.031972	0.025635	0.058215	0.109704	0.135031	0.122726	0.118111	0.107803
4	CPIN	0.320570	0.244696	0.282680	0.108058	0.100031	0.147039	0.162361	0.214836	0.257605	0.260077
5	JPFA	0.481921	0.511622	0.380779	0.313632	0.258989	0.167070	0.243934	0.361476	0.359350	0.331993
6	MAIN	0.034985	0.120427	0.411628	0.396610	0.366460	0.294428	0.147222	0.162223	0.200283	0.225391
7	SIPD	0.012567	0.013900	0.015884	0.022547	0.117763	0.184709	0.177683	0.204689	0.109286	0.207388
8	ASII	0.197276	0.160091	0.164479	0.153169	0.156013	0.189944	0.210024	0.171346	0.176247	0.173814
9	AUTO	0.106011	0.097279	0.079879	0.060710	0.041353	0.050115	0.073237	0.031878	0.026897	0.039752
10	BRAM	0.192283	0.179421	0.020323	0.025926	0.085181	0.103080	0.087106	0.078192	0.173019	0.179495
11	GJTL	0.535184	0.533294	0.572986	0.494424	0.401070	0.363738	0.339627	0.450717	0.457077	0.479840
12	GDYR	0.065934	0.063793	0.416830	0.172414	0.109375	0.053435	0.016129	0.018018	0.023810	0.016807
13	IMAS	0.354605	0.263447	0.300054	0.270960	0.271482	0.187137	0.222210	0.222337	0.224972	0.206267
14	INDS	0.366599	0.313856	0.189542	0.210950	0.170130	0.155263	0.094294	0.075102	0.054753	0.074393
15	LPIN	0.018349	0.021583	0.016393	0.021739	0.026490	0.031847	0.023256	0.035533	0.049724	0.083333
16	MASA	0.276848	0.135075	0.170240	0.087145	0.127424	0.072491	0.208000	0.238474	0.249201	0.215719
17	NIPS	0.177273	0.117241	0.083077	0.057143	0.041420	0.076063	0.083810	0.068922	0.087821	0.173773
18	PRAS	0.102867	0.097606	0.129730	0.532067	0.389868	0.215146	0.207972	0.084171	0.027972	0.101828
19	SMSM	0.043236	0.045783	0.038710	0.037155	0.162428	0.143945	0.105431	0.111758	0.056314	0.093694
20	ADES	0.098712	0.083799	0.097297	0.455056	0.421538	0.363924	0.208226	0.156463	0.107356	0.192956

21	CEKA	0.021352	0.096091	0.519802	0.330404	0.184489	0.061968	0.018482	0.020561	0.021807	0.020188
22	DLTA	0.049037	0.047297	0.044413	0.034211	0.036671	0.038793	0.036242	0.043528	0.042126	0.046243
23	INDF	0.259639	0.198707	0.257053	0.340193	0.270695	0.175832	0.209534	0.275438	0.268876	0.257013
24	MYOR	0.231165	0.120972	0.300034	0.264552	0.299841	0.352879	0.398651	0.323690	0.301709	0.264216
25	MLBI	0.059016	0.059486	0.038257	0.036217	0.029903	0.025389	0.022569	0.040404	0.039892	0.056640
26	PSDN	0.364583	0.356164	0.331010	0.135593	0.065060	0.083135	0.052709	0.061584	0.085072	0.095161
27	SKLT	0.209877	0.213415	0.203980	0.183673	0.155779	0.144860	0.124000	0.148026	0.172107	0.175066
28	STTP	0.089744	0.083012	0.066986	0.061931	0.049307	0.122995	0.084000	0.123810	0.203529	0.185417
29	AISA	0.304945	0.179067	0.256637	0.353091	0.427981	0.235655	0.159514	0.252487	0.311229	0.258691
30	ULTJ	0.061649	0.218635	0.091914	0.088863	0.152466	0.099496	0.062784	0.055477	0.052776	0.051130
31	RMBA	0.044293	0.382223	0.335054	0.306906	0.316541	0.040733	0.330017	0.373528	0.526520	0.976553
32	GGRM	0.032347	0.036375	0.036680	0.032573	0.030577	0.025685	0.026524	0.025309	0.022616	0.022864
33	HMSP	0.099526	0.089408	0.027334	0.028447	0.025871	0.034092	0.039660	0.041087	0.045171	0.038305
34	DVLA	0.105925	0.040998	0.029781	0.038265	0.041274	0.057421	0.038140	0.062762	0.085415	0.077762
35	INAF	0.039301	0.031306	0.036307	0.071429	0.064033	0.041256	0.142136	0.034669	0.049600	0.061278
36	KLBF	0.091027	0.071429	0.019109	0.018047	0.016209	0.015468	0.016458	0.017581	0.023233	0.028621
37	KAEF	0.030111	0.032444	0.033195	0.038314	0.044056	0.045708	0.047206	0.108549	0.145038	0.088381
38	MERK	0.024735	0.024169	0.024000	0.027650	0.043678	0.042808	0.057996	0.067143	0.052039	0.056075
39	PYFA	0.048193	0.042105	0.040404	0.050000	0.079208	0.093220	0.147059	0.182857	0.161850	0.137500
40	SCPI	0.070707	0.069767	0.095000	0.048544	0.051282	0.712460	0.739229	0.717158	0.704460	0.278623
41	SQBB	0.086957	0.079295	0.054237	0.031348	0.028125	0.027624	0.022670	0.019002	0.017429	0.017241
42	TSPC	0.033885	0.035701	0.040108	0.043212	0.039554	0.037176	0.039499	0.043197	0.051693	0.039936
43	TCID	0.035714	0.040000	0.036224	0.036181	0.040115	0.046861	0.051506	0.075984	0.067597	0.069164
44	MRAT	0.013699	0.018987	0.022535	0.027322	0.025907	0.023641	0.024123	0.042986	0.034000	0.034205
45	UNVR	0.041505	0.039565	0.047194	0.024983	0.028732	0.028620	0.042420	0.067616	0.046915	0.049269

Lampiran 4

Data Total Debt To Asset Perusahaan Sampel

No.	Kode	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	INTP	0.371432	0.311118	0.244972	0.193718	0.146357	0.133216	0.146649	0.144752	0.149143	0.136515
2	SMCB	0.702944	0.686876	0.658180	0.546318	0.345981	0.312574	0.308242	0.417399	0.501076	0.512123
3	SMGR	0.255470	0.210922	0.229180	0.202764	0.220009	0.256637	0.316566	0.294555	0.271671	0.280764
4	CPIN	0.706962	0.773367	0.742228	0.448308	0.312366	0.300520	0.337922	0.363005	0.471932	0.491148
5	JPFA	0.798786	0.763600	0.743723	0.609812	0.500645	0.542100	0.565408	0.653522	0.671362	0.643939
6	MAIN	0.495627	0.710366	0.948837	0.866667	0.736025	0.682229	0.621111	0.608224	0.693768	0.609288
7	SIPD	0.115799	0.223166	0.253430	0.281536	0.394504	0.518925	0.613099	0.592839	0.538929	0.673342
8	ASII	0.543752	0.496096	0.497436	0.449607	0.481281	0.508563	0.507258	0.503780	0.490791	0.484454
9	AUTO	0.352378	0.317024	0.299171	0.271690	0.265485	0.321941	0.385716	0.245014	0.295038	0.292628
10	BRAM	0.331589	0.297106	0.287507	0.166667	0.186795	0.262853	0.263373	0.321910	0.423676	0.373159
11	GJTL	0.706570	0.717800	0.810650	0.699223	0.653960	0.613523	0.574281	0.643047	0.650354	0.691890
12	GDYR	0.382418	0.482759	0.709393	0.655172	0.632813	0.641221	0.580645	0.495495	0.555556	0.537815
13	IMAS	0.909482	0.918093	0.913963	0.872374	0.801256	0.606742	0.675276	0.702625	0.713726	0.730622
14	INDS	0.859470	0.869783	0.881264	0.734300	0.706494	0.444737	0.317718	0.203459	0.201489	0.248630
15	LPIN	0.431193	0.446043	0.546448	0.326087	0.291391	0.254777	0.215116	0.274112	0.265193	0.641975
16	MASA	0.496513	0.284047	0.459857	0.424685	0.432133	0.609665	0.404800	0.403816	0.402556	0.423077
17	NIPS	0.600000	0.686207	0.621538	0.596825	0.562130	0.628635	0.615238	0.706767	0.517813	0.606589
18	PRAS	0.785835	0.760589	0.794595	0.814727	0.718062	0.588640	0.514731	0.488693	0.466977	0.530026
19	SMSM	0.333333	0.380723	0.366667	0.421444	0.447088	0.392388	0.413419	0.417346	0.361775	0.351351
20	ADES	1.931330	0.620112	0.718919	0.623596	0.689231	0.601266	0.462725	0.408163	0.419483	0.497703

21	CEKA	0.298932	0.643322	0.610561	0.469244	0.636898	0.507898	0.549611	0.505607	0.581776	0.569987
22	DLTA	0.241681	0.222973	0.250716	0.211842	0.162200	0.176724	0.197315	0.229095	0.237713	0.181118
23	INDF	0.651573	0.632578	0.667626	0.616274	0.475516	0.411702	0.425146	0.525778	0.532117	0.530425
24	MYOR	0.362524	0.414686	0.563462	0.499846	0.536258	0.632576	0.630375	0.599300	0.604098	0.542096
25	MLBI	0.675410	0.681672	0.634431	0.893360	0.585752	0.565930	0.714410	0.446128	0.752129	0.634936
26	PSDN	0.597222	0.606164	0.526132	0.508475	0.532530	0.513064	0.399707	0.395894	0.402889	0.477419
27	SKLT	0.438272	0.451220	0.497512	0.423469	0.407035	0.425234	0.480000	0.562500	0.590504	0.596817
28	STTP	0.264957	0.306950	0.421053	0.262295	0.311248	0.475936	0.540800	0.531293	0.520588	0.474479
29	AISA	0.739011	0.557377	0.615536	0.590185	0.695405	0.489694	0.474147	0.530442	0.513697	0.562300
30	ULTJ	0.346677	0.389582	0.338569	0.310444	0.390633	0.380101	0.307724	0.280939	0.221042	0.209887
31	RMBA	0.493186	0.600674	0.611535	0.609726	0.565572	0.645248	0.722463	0.898842	1.118370	1.248678
32	GGRM	0.393779	0.405383	0.355336	0.324924	0.306486	0.371920	0.359031	0.421098	0.431020	0.401496
33	HMSP	0.542891	0.485620	0.500992	0.409268	0.502314	0.466994	0.492952	0.483488	0.524365	0.157718
34	DVLA	0.260323	0.174688	0.203762	0.292092	0.245283	0.211268	0.216744	0.246862	0.236906	0.292878
35	INAF	0.590975	0.711215	0.692946	0.589286	0.576294	0.452915	0.453322	0.551618	0.530400	0.613429
36	KLBF	0.233514	0.218373	0.238254	0.260836	0.179298	0.212568	0.217350	0.250906	0.215049	0.201373
37	KAEF	0.309826	0.345350	0.344398	0.364623	0.327701	0.302118	0.305877	0.405169	0.428808	0.424598
38	MERK	0.166078	0.154079	0.125333	0.184332	0.165517	0.154110	0.268893	0.278571	0.234880	0.261682
39	PYFA	0.216867	0.294737	0.292929	0.270000	0.237624	0.296610	0.352941	0.462857	0.439306	0.368750
40	SCPI	1.020202	0.984496	0.955000	0.907767	0.948718	0.929712	0.959184	0.986595	1.034014	0.933157
41	SQBB	0.367150	0.303965	0.271186	0.175549	0.159375	0.162983	0.181360	0.175772	0.200436	0.237069
42	TSPC	0.180718	0.201587	0.221099	0.251302	0.263231	0.283294	0.276279	0.292044	0.272193	0.309944
43	TCID	0.095238	0.071724	0.103183	0.114573	0.094556	0.097259	0.130745	0.213704	0.328326	0.176273
44	MRAT	0.092466	0.117089	0.146479	0.133880	0.126943	0.151300	0.153509	0.158371	0.242000	0.241449
45	UNVR	0.486381	0.494843	0.522367	0.504476	0.534766	0.648922	0.650057	0.679786	0.667600	0.693134

Lampiran 5

Data *Current Ratio* Perusahaan Sampel

No.	Kode	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	INTP	2.144478	2.886434	1.785742	3.001908	5.553739	6.982079	6.027629	6.148259	4.933930	4.886574
2	SMCB	1.226396	1.330111	1.651725	1.269922	1.661888	1.465835	1.404607	0.621818	0.595184	0.652385
3	SMGR	2.844540	3.643409	3.388242	3.584175	2.917900	2.646515	1.705896	1.882386	2.209541	1.596969
4	CPIN	1.584599	1.231085	1.306447	1.905716	3.079185	3.848433	3.312750	3.792315	2.240682	2.106176
5	JPFA	1.905077	2.446943	1.750358	2.206051	2.629500	1.591069	1.824546	2.064559	1.771465	1.794274
6	MAIN	1.112792	0.843680	1.166369	1.321906	1.423023	1.398820	1.048622	1.010654	1.076210	1.333460
7	SIPD	3.791875	2.405832	2.283824	2.020955	1.891122	1.392771	1.156501	1.145849	1.429896	1.094241
8	ASII	0.783812	1.319402	1.321690	1.392956	1.272639	1.343631	1.399073	1.241963	1.309802	1.379305
9	AUTO	1.730923	2.196536	2.133354	2.173883	1.726651	1.325771	1.137831	1.839950	1.331865	1.322916
10	BRAM	3.934312	4.976097	2.191035	3.453550	4.011021	2.791797	2.127573	1.571353	1.415624	1.806468
11	GJTL	1.942931	2.153453	1.475993	1.856934	1.695827	1.749309	1.719869	2.308809	2.016304	1.778082
12	GDYR	2.151869	1.352378	1.487944	0.768043	0.864186	0.853406	0.938004	0.938407	0.944283	0.936562
13	IMAS	0.953948	0.836244	0.909300	0.934052	1.063168	1.364041	1.236907	1.085298	1.032433	0.935311
14	INDS	0.984260	1.070526	1.074988	1.272165	1.394806	2.402440	2.360862	3.856178	2.912223	2.231267
15	LPIN	0.796871	1.701028	1.301235	2.270082	2.516577	2.888444	2.901217	2.484108	2.163206	0.789652
16	MASA	0.561159	1.321011	0.893715	0.859245	0.669485	0.478022	1.393307	1.554949	1.747776	1.285153
17	NIPS	1.079861	1.051786	1.035055	0.992503	1.017114	1.080486	1.106391	1.051104	1.293855	1.047322
18	PRAS	1.080694	1.050284	1.009772	2.034768	1.440631	1.137842	1.113161	1.030781	1.003328	1.005033
19	SMSM	1.988668	1.709244	1.817927	1.586975	2.123801	2.520275	2.064181	2.111973	2.112016	2.393789
20	ADES	0.117133	0.343771	0.513882	2.257792	1.511443	1.708823	1.941607	1.778866	1.523378	1.386023

21	CEKA	2.474580	1.359019	7.346845	4.798621	1.672347	1.686894	1.027120	1.632193	1.465631	1.534676
22	DLTA	3.748595	4.172569	3.789386	4.531191	6.330808	6.009037	5.264640	4.657769	4.399584	6.423658
23	INDF	1.168144	0.916241	0.881157	1.163135	2.062474	1.942247	2.048854	1.683097	1.810072	1.705334
24	MYOR	3.909327	1.878182	2.188688	2.290440	2.580762	2.218722	2.761123	2.402063	2.089937	2.365337
25	MLBI	0.528408	0.591206	0.935255	0.658866	0.944963	0.994190	0.580499	0.977455	0.513906	0.584216
26	PSDN	2.173406	2.223990	2.782942	1.562679	1.372291	1.539441	1.606674	1.675125	1.463791	1.210743
27	SKLT	1.741710	1.724103	1.705173	1.890174	1.875374	1.740964	1.414771	1.227532	1.183801	1.192456
28	STTP	2.692469	1.768942	1.226384	1.688483	1.709237	0.952399	0.997451	1.142365	1.484188	1.578870
29	AISA	1.081126	0.906557	0.873371	1.203307	1.285002	1.893521	1.269469	1.750259	2.663272	1.622871
30	ULTJ	1.184523	2.371610	1.897523	2.116318	2.000683	1.476608	2.018187	2.470062	3.344627	3.745476
31	RMBA	1.607267	3.532449	2.478301	2.077682	2.499923	1.119641	1.642306	1.183708	1.023196	2.203371
32	GGRM	1.886166	1.951447	2.217392	2.459973	2.700834	2.244794	2.170217	1.722079	1.620165	1.770359
33	HMSP	1.680541	1.779658	1.444254	1.880626	1.612501	1.774706	1.775790	1.752573	1.527733	6.567409
34	DVLA	4.692837	5.362566	4.134022	3.050226	3.756520	4.893322	4.310207	4.152015	4.914003	3.522905
35	INAF	1.484605	1.176544	1.332447	1.547953	1.552306	1.537990	2.102475	1.265221	1.303584	1.261507
36	KLBF	5.041715	4.982590	3.333452	2.983328	4.388655	3.675898	3.405397	2.839259	3.403637	3.697774
37	KAEF	2.127104	2.060703	2.113165	1.998388	2.425487	2.747543	2.803132	2.426697	2.386995	1.930229
38	MERK	5.419940	6.173330	7.773666	5.038238	6.227524	7.515232	3.871243	3.979465	4.585873	3.652182
39	PYFA	1.691465	1.452061	1.644267	2.099285	3.008793	2.583333	2.413379	1.536792	1.626794	1.991183
40	SCPI	0.658550	0.768157	0.890852	0.921339	0.910175	3.779250	2.717669	2.605970	2.430026	1.275383
41	SQBB	2.409714	2.971943	3.367593	5.452692	5.688558	5.685786	4.854632	4.967925	4.372921	3.573541
42	TSPC	4.389452	4.054701	3.830637	3.468365	3.289810	2.983525	3.093311	2.961942	3.002186	2.537551
43	TCID	8.780723	17.609188	8.097779	7.263107	10.684490	11.742817	7.726538	3.573201	1.798190	4.991116
44	MRAT	9.245166	7.680225	6.310563	7.178863	7.613538	6.270749	6.017091	6.133087	3.612778	3.702569
45	UNVR	1.265912	1.109771	1.003942	1.003622	0.851279	0.683857	0.637166	0.671008	0.714914	0.653971

Lampiran 6

Data Return On Asset Perusahaan Sampel

No.	Kode	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	INTP	0.061761	0.097640	0.154651	0.206881	0.210130	0.198416	0.209332	0.188357	0.183261	0.157631
2	SMCB	0.024901	0.023502	0.034379	0.123291	0.079559	0.097124	0.111007	0.063925	0.038366	0.010110
3	SMGR	0.172819	0.208498	0.238004	0.256846	0.235116	0.201167	0.185358	0.173654	0.162173	0.118613
4	CPIN	0.059476	0.039573	0.049044	0.301476	0.340560	0.267003	0.217099	0.161017	0.083761	0.074240
5	JPFA	0.065745	0.044730	0.052844	0.134099	0.156319	0.081229	0.098032	0.042893	0.024866	0.030565
6	MAIN	0.138323	0.023221	0.010515	0.085808	0.186177	0.154365	0.168023	0.109203	-0.024033	-0.015673
7	SIPD	0.036770	0.016371	0.019678	0.022674	0.030018	0.008878	0.004567	0.002655	0.001277	-0.161134
8	ASII	0.064080	0.102629	0.113835	0.112834	0.149997	0.136581	0.124768	0.104195	0.093765	0.063614
9	AUTO	0.093145	0.131695	0.142170	0.165398	0.219359	0.158177	0.128978	0.080078	0.066313	0.022505
10	BRAM	0.011978	0.025178	0.056658	0.053426	0.096987	0.013144	0.097912	0.023186	0.053279	0.043085
11	GJTL	0.016273	0.010744	-0.071703	0.101984	0.079358	0.058966	0.087977	0.007808	0.017555	-0.017895
12	GDYR	0.055835	0.073145	0.000794	0.100528	0.058079	0.016486	0.053859	0.041669	0.022080	-0.000930
13	IMAS	0.000282	0.000282	0.004131	0.023089	0.063825	0.075231	0.051150	0.027826	-0.002764	-0.000905
14	INDS	0.004426	0.016500	0.034662	0.094610	0.090983	0.105654	0.080532	0.067201	0.055996	0.000757
15	LPIN	-0.008636	0.129509	0.026038	0.074039	0.093565	0.071928	0.096360	0.043480	-0.052086	-0.056082
16	MASA	0.118580	0.016232	0.001250	0.068950	0.000488	0.012903	0.000512	0.005724	0.000879	-0.044883
17	NIPS	0.034737	0.017518	0.004772	0.011719	0.037507	0.039918	0.041186	0.042425	0.041216	0.019817
18	PRAS	-0.004655	0.005108	-0.026675	-0.086083	0.000675	0.003350	0.026960	0.016586	0.008813	0.004203
19	SMSM	0.092334	0.096771	0.098383	0.141082	0.135263	0.167149	0.183320	0.196887	0.239581	0.207786
20	ADES	-0.552164	-0.866246	-0.082199	0.091543	0.097565	0.081848	0.214282	0.126186	0.061775	0.050272

21	CEKA	0.054455	0.040211	0.046021	0.087043	0.034760	0.116967	0.056772	0.060833	0.031929	0.071711
22	DLTA	0.075772	0.079902	0.119941	0.166360	0.206138	0.217929	0.286353	0.309962	0.289239	0.184957
23	INDF	0.040405	0.033001	0.026127	0.070742	0.083051	0.091066	0.080476	0.043928	0.060753	0.040395
24	MYOR	0.060240	0.074789	0.067133	0.117820	0.113579	0.073257	0.089663	0.104351	0.039777	0.110223
25	MLBI	0.120538	0.135703	0.236148	0.342698	0.389638	0.415610	0.393229	0.657127	0.356282	0.236527
26	PSDN	0.041123	-0.029637	0.032925	0.091762	0.061950	0.056622	0.037537	0.031246	-0.044442	-0.068697
27	SKLT	0.028646	0.001496	0.021249	0.065257	0.024245	0.027898	0.031883	0.037630	0.050028	0.053212
28	STTP	0.030858	0.030138	0.007685	0.074851	0.065659	0.045653	0.059709	0.078006	0.072718	0.096743
29	AISA	0.000357	0.019881	0.036831	0.022159	0.041336	0.041765	0.065587	0.068990	0.051250	0.041248
30	ULTJ	0.011794	0.022245	0.176679	0.035293	0.053484	0.058908	0.145998	0.115619	0.097001	0.147769
31	RMBA	0.061973	0.062945	0.053672	-0.030227	0.044593	0.048311	-0.046622	-0.103066	-0.208042	-0.129352
32	GGRM	0.046373	0.060706	0.078116	0.126903	0.137103	0.126842	0.098019	0.086346	0.093290	0.101611
33	HMSP	0.278874	0.231116	0.241436	0.287153	0.312921	0.417203	0.378904	0.394769	0.358734	0.272642
34	DVLA	0.094213	0.088991	0.111061	0.092229	0.130716	0.131010	0.138560	0.105260	0.065739	0.078396
35	INAF	0.022185	0.036487	0.005219	0.002920	0.017095	0.033114	0.035659	-0.041786	0.001152	0.004281
36	KLBF	0.146300	0.137342	0.123921	0.143311	0.191084	0.184053	0.188480	0.174077	0.170643	0.150236
37	KAEF	0.034869	0.037635	0.038317	0.039919	0.083701	0.095722	0.099099	0.085752	0.085581	0.078169
38	MERK	0.306113	0.270295	0.262942	0.338042	0.273236	0.395556	0.189326	0.251734	0.256164	0.222156
39	PYFA	0.020804	0.018322	0.023403	0.037753	0.041747	0.043818	0.039074	0.035395	0.015421	0.019300
40	SCPI	-0.025210	0.019981	0.033182	0.052310	-0.034409	-0.081340	-0.040770	-0.016302	-0.047198	0.092220
41	SQBB	0.208425	0.229425	0.319862	0.411557	0.289488	0.331879	0.332999	0.354998	0.358783	0.323703
42	TSPC	0.109946	0.100377	0.108069	0.110314	0.137832	0.137955	0.137099	0.117875	0.104427	0.084207
43	TCID	0.148942	0.153382	0.126104	0.125286	0.125516	0.123833	0.119196	0.108655	0.105687	0.261503
44	MRAT	0.031176	0.035222	0.062828	0.057481	0.063204	0.065961	0.067515	-0.015171	0.014106	0.002104
45	UNVR	0.372156	0.368367	0.370074	0.406695	0.388984	0.397270	0.426766	0.421351	0.415017	0.372017

Lampiran 7

Data Growth On Sales Perusahaan Sampel

No.	Kode	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	INTP	0.131067	0.157828	0.335469	0.081382	0.053075	0.246915	0.244994	0.081025	0.069817	-0.109931
2	SMCB	-0.008087	0.254480	0.422420	0.112867	0.002811	0.262285	0.197650	0.074928	-0.020921	-0.025791
3	SMGR	0.158738	0.100018	0.271753	0.178381	-0.003035	0.141842	0.196562	0.250175	0.101456	-0.001446
4	CPIN	0.202441	0.302870	0.533629	0.094517	0.034906	0.191019	0.186711	0.204218	0.135888	0.032845
5	JPFA	0.198731	0.234630	0.602578	0.132215	-0.026812	0.120185	0.140704	0.200720	0.142293	0.023060
6	MAIN	0.109113	0.330322	0.455154	0.080345	0.089854	0.293610	0.271443	0.251828	0.073692	0.060625
7	SIPD	-0.220303	0.469036	0.428332	0.390647	0.123344	0.106144	0.080747	-0.114870	-0.349923	-0.156622
8	ASII	-0.097559	0.259814	0.383013	0.015062	0.309685	0.259815	0.156794	0.030986	0.040339	-0.086787
9	AUTO	-0.124838	0.240807	0.261472	-0.002274	0.187809	0.177298	0.124117	0.292824	0.145113	-0.043329
10	BRAM	-0.143909	0.023825	0.058824	-0.083639	0.202532	0.082965	-0.197519	0.149492	0.037713	0.000722
11	GJTL	0.131775	0.217328	0.195796	-0.003516	0.241683	0.201644	0.062326	-0.017966	0.058124	-0.007727
12	GDYR	0.122286	0.108961	0.143251	0.104663	0.533157	0.072084	-0.018851	-0.093519	-0.128078	-0.039598
13	IMAS	-0.357837	0.747680	0.612313	-0.153349	0.575648	0.453315	0.244714	0.015874	-0.031699	-0.069791
14	INDS	-0.094907	0.442455	0.707447	-0.252336	0.426389	0.202532	0.195951	0.153013	0.096301	-0.110873
15	LPIN	-0.325581	0.689655	0.204082	-0.016949	0.034483	0.057780	0.095238	0.115942	-0.090909	0.114286
16	MASA	0.737003	0.580986	0.485523	0.268366	0.186170	0.463519	-0.015630	0.009380	-0.129207	-0.159625
17	NIPS	0.187215	0.561538	0.184729	-0.416667	0.432143	0.443890	0.214162	0.295875	0.115258	-0.027559
18	PRAS	0.082729	-0.117962	-0.375380	-0.608273	0.782609	0.153310	-0.063444	0.019355	0.411392	0.053812
19	SMSM	0.022042	0.207719	0.272556	0.015510	0.136000	0.326504	0.095077	0.049802	0.105374	0.064565
20	ADES	-0.062500	-0.022222	-0.015152	0.030769	0.634328	0.365297	0.595318	0.054507	0.151093	0.157168

21	CEKA	0.622407	1.079284	1.415744	-0.391548	-0.399163	0.724234	-0.092084	1.252669	0.462085	-0.058347
22	DLTA	-0.073643	0.165969	0.407895	0.074766	-0.046640	0.155887	0.233859	0.163372	0.055472	-0.255208
23	INDF	0.169305	0.269620	0.392742	-0.036135	0.026901	0.191782	0.096880	0.108004	0.143301	0.007343
24	MYOR	0.155920	0.434077	0.381895	0.222364	0.512246	0.308693	0.111805	0.143374	0.178982	0.045875
25	MLBI	0.044549	0.098765	0.354443	0.218703	0.107673	0.038547	-0.157074	1.273133	-0.160865	-0.098026
26	PSDN	0.340206	0.153846	0.188333	-0.169705	0.569257	0.341227	0.047352	-0.019157	-0.238281	-0.056410
27	SKLT	0.161677	-0.731959	5.019231	-0.118211	0.137681	0.095541	0.168605	0.410448	0.201058	0.093979
28	STTP	-0.135514	0.081081	0.040000	0.004808	0.216906	0.347313	0.249027	0.320093	0.280826	0.171810
29	AISA	0.452174	0.449102	0.010331	0.089980	0.322702	1.486525	0.567598	0.476346	0.266946	0.169455
30	ULTJ	0.172753	0.349701	0.209406	0.184153	0.164808	0.118085	0.336822	0.231317	0.132081	0.121777
31	RMBA	0.377298	0.530197	0.295464	0.221175	0.227429	0.130825	-0.021847	0.271371	0.157071	0.160386
32	GGRM	0.060047	0.039865	0.104531	0.089944	0.143117	0.111217	0.170590	0.130698	0.175857	0.079465
33	HMSP	0.198094	0.008225	0.164261	0.123728	0.113158	0.218409	0.260495	0.126062	0.075508	0.103842
34	DVLA	0.068519	-0.142114	0.167677	0.503460	0.069045	-0.031216	0.207778	0.013799	0.001815	0.182971
35	INAF	0.501462	0.239533	0.161822	-0.239351	-0.068444	0.148855	-0.039867	0.157439	0.032138	0.174511
36	KLBF	0.034236	0.153656	0.124483	0.153612	0.125454	0.066980	0.249633	0.173511	0.085427	0.029881
37	KAEF	0.205947	0.080365	0.143280	0.055083	0.115627	0.093279	0.072680	0.164435	0.039788	0.074983
38	MERK	0.264249	0.120902	0.164534	0.178964	0.059920	0.154523	0.011970	-0.133333	0.070720	0.140209
39	PYFA	0.525000	0.426230	0.379310	0.100000	0.068182	0.070922	0.172185	0.090395	0.150259	-0.018018
40	SCPI	-0.067669	0.370968	0.200000	0.397059	-0.087719	0.050000	0.109890	0.343234	1.373464	1.340580
41	SQBB	0.455090	0.069959	0.380769	0.169916	-0.273810	0.121311	0.134503	0.097938	0.169014	0.034137
42	TSPC	0.092474	0.144742	0.163252	0.237755	0.141396	0.126023	0.147033	0.033781	0.095842	0.089191
43	TCID	0.051934	0.069328	0.218075	0.120161	0.056156	0.128153	0.118429	0.095624	0.138067	0.003033
44	MRAT	0.086538	0.115044	0.222222	0.123377	0.066474	0.100271	0.128079	-0.218341	0.215084	-0.016092
45	UNVR	0.134408	0.106749	0.241770	0.171331	0.079081	0.191925	0.163364	0.126506	0.122086	0.057140

Lampiran 8

Data Capital Expenditure Perusahaan Sampel

No.	Kode	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	INTP	-2.607843	0.601504	0.012500	-175.000000	-0.400000	0.928571	-4.569231	4.612795	2.072263	0.588235
2	SMCB	0.584416	1.300000	-0.683761	-2.318750	-6.555256	0.141859	3.915942	2.056255	0.767099	-0.033318
3	SMGR	1.011811	0.284047	-3.000000	3.219178	5.175887	1.090162	1.295375	0.401514	0.656356	3.642857
4	CPIN	-6.810811	1.408730	0.718310	0.109804	8.785714	5.154472	1.099369	1.289096	1.484697	0.774363
5	JPFA	0.075862	4.909091	5.333333	0.427083	3.406504	1.692124	1.606488	1.057068	0.916113	0.515866
6	MAIN	0.523810	10.818182	-0.100840	-2.250000	4.740741	1.101563	2.085106	0.931973	1.635036	0.546875
7	SIPD	3.400000	-0.382353	-0.153846	-27.833333	1.239521	2.024155	0.525060	0.431818	-7.094737	0.071217
8	ASII	0.520353	-0.016297	-229.480000	-0.036082	-17.893720	1.820734	0.792260	0.661800	0.958145	0.133412
9	AUTO	-0.585185	1.063291	-0.797619	-0.074627	-57.600000	1.954861	0.952043	2.050373	0.111920	1.634146
10	BRAM	0.774648	0.872727	-0.125000	-0.166667	-372.000000	-0.174731	-4.738462	0.931818	2.491289	0.212587
11	GJTL	-0.857143	14.166667	4.105882	-0.028653	-46.700000	1.096360	2.996094	0.191656	4.068027	0.938127
12	GDYR	-0.115385	35.666667	3.046729	0.331288	-0.629630	0.411765	0.178571	-27.400000	0.197080	1.740741
13	IMAS	0.986301	0.125000	-4.333333	-1.256410	5.816327	4.063158	0.785838	0.705495	1.222741	0.273885
14	INDS	4.533333	-0.006074	19.370460	2.625000	-0.040000	185.714286	2.660256	0.737349	0.604575	1.081081
15	LPIN	-1.089184	-0.336237	-3.165803	1.091653	-2.139430	0.507358	3.848066	-0.004666	7.538462	-651.091837
16	MASA	2.561151	0.137640	8.122449	0.178392	6.211268	2.333333	0.720117	1.524966	-0.053097	-5.016667
17	NIPS	-2.333333	-0.857143	-4.666667	0.071429	7.000000	1.357143	2.052632	1.102564	4.488372	0.740933
18	PRAS	-0.333333	-2.400000	2.750000	-0.363636	-6.000000	1.333333	0.322917	3.000000	2.795699	0.592308
19	SMSM	-2.600000	4.615385	0.666667	-0.450000	-6.166667	0.594595	-0.045455	7.333333	-0.009091	1110.000000
20	ADES	0.492537	-1.121212	0.513514	1.052632	0.150000	-0.030000	100.000000	3.555556	0.906250	3.896552

21	CEKA	0.979167	-1.382979	0.569231	0.054054	4.500000	0.666667	-0.016667	-130.000000	0.461538	-0.100000
22	DLTA	9.000000	-1.333333	-0.666667	0.750000	0.833333	3.200000	0.187500	0.666667	-10.500000	-0.428571
23	INDF	10.595238	3.746067	0.851830	0.851408	0.793218	1.237748	2.411963	2.246944	-0.039795	-12.164063
24	MYOR	0.049587	6.000000	7.138889	0.980545	0.821429	2.647343	1.496350	0.312195	1.839844	0.394904
25	MLBI	0.365079	-0.043478	-40.000000	0.450000	6.000000	0.166667	5.888889	3.367925	0.854342	-0.160656
26	PSDN	-0.181818	1.600000	0.187500	0.033333	-5.000000	4.600000	70.869565	-0.042945	-2.571429	-0.388889
27	SKLT	-10.666667	-0.007813	-0.200000	80.000000	-0.375000	-0.166667	4.000000	12.000000	0.375000	1.555556
28	STTP	0.090909	-63.000000	0.365079	0.043478	-7.000000	-37.285714	0.272031	1.492958	0.990566	1.371429
29	AISA	1.050000	-10.952381	0.665217	-0.071895	-6.454545	4.422535	0.955414	0.700000	1.628571	1.473684
30	ULTJ	0.428571	-8.000000	-0.008333	215.000000	3.093023	0.962406	-0.703125	0.155556	-2.642857	4.270270
31	RMBA	-6.666667	0.280000	7.589286	1.209412	0.307393	1.316456	1.302885	1.697417	2.428261	0.504029
32	GGRM	-1.224806	0.907173	-0.458140	2.091371	0.939320	2.023256	2.808429	2.000910	0.950909	0.271033
33	HMSP	-0.040179	-125.666667	0.714412	-0.024752	11.150000	1.058296	-1.118644	2.250000	2.038721	0.298101
34	DVLA	-0.500000	-6.000000	1.083333	-0.038462	-19.000000	1.210526	1.000000	1.086957	0.960000	-0.375000
35	INAF	4.000000	1.000000	-0.875000	1.714286	-0.333333	-61.500000	-0.016260	-7.250000	0.931034	0.111111
36	KLBF	1.000000	1.090909	0.683333	0.577236	2.915493	1.231884	1.549020	1.698734	0.713860	1.114823
37	KAEF	3.500000	1.285714	-0.333333	1.333333	2.750000	1.272727	1.571429	2.272727	1.400000	1.614286
38	MERK	0.500000	-1.000000	8.000000	1.500000	0.016667	-25.000000	-0.200000	-1.000000	-19.000000	1.578947
39	PYFA	1.000000	0.200000	-15.000000	1.000000	0.333333	-2.000000	5.500000	2.909091	-0.187500	1.333333
40	SCPI	3.500000	0.428571	0.666667	0.500000	-5.000000	-2.000000	12.500000	0.384000	0.687500	-0.242424
41	SQBB	0.888889	1.250000	0.400000	-1.250000	-2.000000	0.300000	2.333333	0.428571	-0.333333	-3.000000
42	TSPC	0.164179	0.590909	2.846154	1.351351	0.920000	2.717391	0.920000	1.765217	1.724138	0.180000
43	TCID	2.137931	0.161290	7.400000	0.175676	-0.230769	-6.333333	1.263158	10.208333	0.975510	-0.087866
44	MRAT	1.000000	-1.000000	6.000000	1.000000	0.500000	2.333333	0.714286	0.400000	-2.000000	1.750000
45	UNVR	1.547297	2.074236	0.757895	1.322222	2.338235	1.046721	0.832618	0.608247	0.803390	2.052743

Lampiran 9

Data *Dividend Payout Ratio* Perusahaan Sampel

No.	Kode	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	INTP	0.186301	0.150240	0.316349	0.301560	0.300211	0.299867	0.347987	0.661269	0.939398	0.350661
2	SMCB	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.212963	0.395683	0.454545	0.725806	0.755814	0.000000
3	SMGR	0.500000	0.500535	0.505141	0.550003	0.499608	0.499834	0.450110	0.450188	0.400576	0.400144
4	CPIN	0.703704	0.000000	0.000000	0.399116	0.294815	0.291667	0.280488	0.298701	0.168224	0.258929
5	JPFA	0.000000	0.000000	0.000000	0.012723	0.788337	0.251678	0.212766	0.178571	0.000000	0.340909
6	MAIN	0.443662	0.301205	0.333333	0.250000	0.163842	0.206612	0.201117	0.140845	0.000000	0.000000
7	SIPD	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.153610	0.425532	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
8	ASII	0.479826	0.099379	0.383260	0.334677	0.132432	0.451025	0.450000	0.450000	0.455696	0.495798
9	AUTO	0.204918	0.398305	0.400545	0.600156	0.372167	0.366226	0.389684	0.101727	0.400000	0.257576
10	BRAM	0.292683	0.724138	0.592417	0.781250	0.419463	11.006528	0.327393	0.000000	0.200370	0.404700
11	GJTL	0.135135	0.172414	0.000000	0.057692	0.050420	0.051020	0.083077	0.285714	0.123122	0.000000
12	GDYR	0.949919	0.085106	3.000000	0.084763	0.162456	0.519044	0.170629	0.230904	0.000000	0.000000
13	IMAS	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.339793	0.100024	0.098676	-0.218723	-0.604595
14	INDS	0.000000	0.189394	0.058893	0.159541	0.000000	0.290018	1.123463	1.376869	0.284576	0.000000
15	LPIN	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
16	MASA	0.021277	0.175439	0.209519	0.034965	0.034722	0.281452	2.757351	0.000000	-2.467749	-0.050792
17	NIPS	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
18	PRAS	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
19	SMSM	0.326087	0.714286	0.937500	0.706522	0.288462	0.680272	0.526316	0.397196	0.369004	0.000000
20	ADES	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

21	CEKA	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.456621	0.000000	0.000000
22	DLTA	0.480947	0.473613	0.669216	1.202532	1.204681	1.214128	0.884820	0.726612	0.000000	0.504202
23	INDF	0.397436	0.373913	0.391667	0.394068	0.395833	0.500000	0.498652	0.631111	0.580475	0.573379
24	MYOR	0.286885	0.216216	0.195313	0.000000	0.000000	0.211726	0.281863	0.206278	0.000000	0.000000
25	MLBI	0.756014	0.898876	1.421666	0.999505	1.012273	1.026003	0.677170	0.829063	0.366048	0.000000
26	PSDN	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
27	SKLT	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.285714	0.231214	0.260191	0.241546	0.000000	0.000000
28	STTP	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
29	AISA	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.087577	0.110834	0.080128	0.000000	0.000000
30	ULTJ	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.227273	0.000000	0.106195	0.000000	0.000000
31	RMBA	0.318742	0.384615	0.000000	0.000000	0.860927	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
32	GGRM	0.477099	0.333333	0.358240	0.361915	0.408353	0.393082	0.383509	0.355556	0.284698	0.777280
33	HMSP	0.937888	0.652963	0.123735	0.658915	1.119454	0.951087	0.572940	1.377229	0.870772	0.956578
34	DVLA	0.000000	0.505618	0.357143	0.703125	0.303030	0.291667	0.259398	0.308036	0.547945	0.890411
35	INAF	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.100146	0.000000	0.000000	0.000000
36	KLBF	0.149254	0.142857	0.173611	0.257732	0.510949	2.968750	0.513514	0.414634	0.431034	0.444341
37	KAEF	0.299242	0.300000	0.249749	0.300444	0.200160	0.200129	0.150014	0.250065	0.183377	0.000000
38	MERK	0.517732	0.575720	1.215081	0.000000	0.841788	0.801357	0.741741	0.798008	0.799311	1.339829
39	PYFA	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
40	SCPI	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
41	SQBB	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.933553	0.911879	0.930129	0.944542	0.980753	0.000000
42	TSPC	0.409836	0.403226	0.563380	0.437500	0.366972	0.595238	0.535714	0.531915	0.000000	0.000000
43	TCID	0.444840	0.000000	0.508475	0.516129	0.519878	0.531609	0.494652	0.464824	0.446224	0.000000
44	MRAT	0.152381	0.200000	0.250385	0.200408	0.200175	0.250769	0.229583	0.000000	0.000000	0.000000
45	UNVR	0.907080	1.000000	1.000000	0.749373	0.774775	0.542125	0.526814	0.529244	0.432990	0.446475

