

## PROFITABILITAS, TAX, SALES GROWTH, RISIKO BISNIS, DAN STRUKTUR ASET TERHADAP KEPUTUSAN PENDANAAN SEKTOR AGRICULTURE

Jefri Ardiansyah

Universitas Negeri Surabaya

Jefriardiansyah@mhs.unesa.ac.id

Ulil Hartono

Universitas Negeri Surabaya

Ulilhartono@unesa.ac.id

### Abstract

*Corporate funding decision is used to choose the source of funds to be used in the company's operations. Funding decisions are proxied in the form of DER. DER of agriculture sector companies an increase during the period of 2014-2017 which in that period was also followed by an increase in foreign debt in the agriculture sector and also a weakening of the rupiah exchange rate. This study aims to determine the effect of profitability, taxes, sales growth, business risk, and also asset structure on the funding decisions of agriculture sector companies listed on the Indonesian Stock Exchange for the period 2014-2017. The analysis technique used is multiple linear regression with a sample of 18 companies. The results of this study indicate that profitability, tax, sales growth, business risk and asset structure have an effect on simultaneous on funding decisions. Partially profitability affects the funding decision, when profitability increases, the company will reduce its debt level. Taxes influence the funding decisions, when corporate taxes increase the corporate debt will decreases because the company considers the cost of bankruptcy. Sales growth has an effect on funding decisions, when sales growth increases the company debt will be lowered because the company's internal funds increase. Business risk variables with an asset structure have no effect in funding decisions. The practical implication of this study is that companies can increase the profitability of companies, reduce external funding when companies taxes increase, and increase corporate external funding when the company's sales growth increases.*

*Keywords: business risk; funding decisions; profitability; sales growth; taxes.*

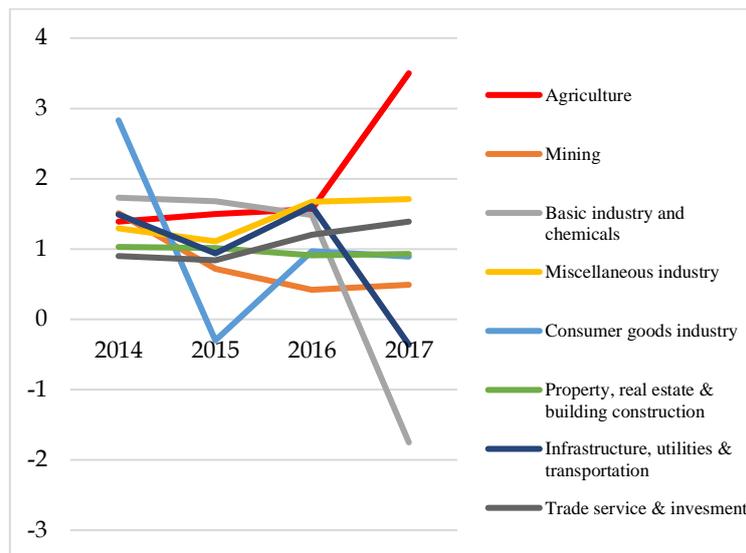
### PENDAHULUAN

Pada era pasar global ini persaingan antar usaha semakin ketat, baik perusahaan besar maupun perusahaan kecil. Salah satu cara agar sebuah perusahaan tetap bertahan dalam persaingan global saat ini adalah dengan cara terus mengembangkan usahanya. Besar kecilnya dana yang dimiliki perusahaan sangat memengaruhi dalam kegiatan perusahaan terutama untuk mengembangkan usahanya (Dana, 2017). Dalam menentukan dana yang akan dipakai oleh perusahaan dalam menjalankan dan mengembangkan usahanya merupakan salah satu dari tugas manajemen keuangan. Manajemen keuangan memiliki tiga keputusan yang paling utama antara lain keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan juga keputusan pembagian deviden, dan yang menjadi fokus utama dari manajemen keuangan adalah keputusan pendanaan (Selviana & Badjra, 2018).

Keputusan pendanaan ialah suatu keputusan yang yang diambil oleh perusahaan untuk memutuskan komposisi dana yang akan digunakan oleh perusahaan dalam mengembangkan usahanya dan mendanai kegiatan operasinya (Selviana & Badjra, 2018). Dalam menentukan keputusan perusahaan harus menentukan pendanaan yang efisien dan berpotensi untuk dapat dimanfaatkan oleh perusahaan. Pendanaan yang efisien dapat dicapai apabila perusahaan memiliki pendanaan yang optimal (Ayulestari *et al.*, 2014).

Struktur modal adalah salah satu wujud pengelolaan keputusan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen keuangan, yaitu dengan cara membandingkan komposisi sumber pendanaan baik internal maupun eksternal. Struktur modal dikatakan optimal ketika struktur modal perusahaan dapat menggunakan biaya modal yang sedikit dan mendapatkan nilai perusahaan yang tinggi (Yulianto, 2017). Brigham & Houston (2014) menyatakan bahwa faktor yang menjadi pertimbangan perusahaan dalam

memutuskan keputusan struktur modal mereka antara lain stabilitas penjualan, struktur aset, leverage operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, sikap manajemen, dan fleksibilitas keuangan.



Sumber: [Idx.co.id](http://Idx.co.id) (2019)

**Gambar 1. DER PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI PERSEKTOR**

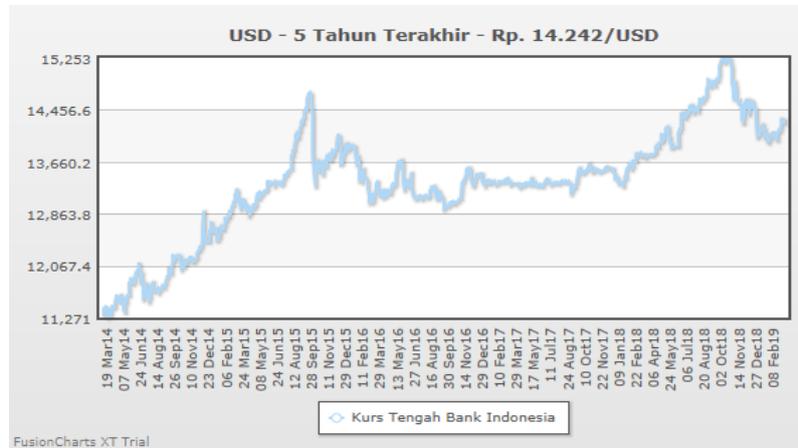
Keputusan pendanaan dalam penelitian ini dinyatakan dengan *Debt to Equity Ratio*. DER adalah rasio penilai utang yang menggambarkan perbandingan utang perusahaan dengan modal perusahaan (Kasmir, 2015). Gambar 1 menjelaskan pergerakan posisi DER perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang dicerminkan dari DER delapan sektor industri. Dapat dilihat dalam grafik tersebut pada sektor *Agriculture* dalam periode 2014 – 2017 mengalami peningkatan DER secara berturut-turut dan mencapai puncak kenaikan yang cukup tinggi pada tahun 2017 dibandingkan tahun-tahun sebelumnya. Tingkat DER pada perusahaan sektor *Agriculture* yang terus meningkat menandakan pemilihan penggunaan dana untuk kegiatan operasional perusahaan cenderung lebih besar yang bersumber dari eksternal perusahaan yaitu penggunaan utang.

Gambar 2 menunjukkan bagaimana kondisi nilai tukar rupiah terhadap dolar yang terus melemah mulai dari pertengahan tahun 2014 dan terus melemah di tahun-tahun berikutnya. Dengan tingkat DER perusahaan sektor *Agriculture* yang terus meningkat dari tahun ke tahun mulai dari tahun 2014 dan posisi utang luar negeri sektor *Agriculture* yang mengalami kenaikan dan penurunan drastis ditambah dengan kondisi nilai tukar rupiah yang terus melemah dari tahun 2014 menjelaskan bahwa dengan kondisi nilai tukar rupiah yang semakin rendah tidak membuat perusahaan sektor *Agriculture* menurunkan atau mengurangi pengambilan keputusan penggunaan dana yang berasal dari eksternal perusahaan untuk mendanai kegiatan usahanya. Namun dengan kondisi nilai tukar yang semakin melemah dan posisi utang perusahaan yang semakin meningkat dapat membuat perusahaan mendapatkan risiko yang lebih tinggi.

Perusahaan dalam menentukan keputusan pendanaan memiliki banyak faktor yang memengaruhinya. Banyak penelitian yang telah dilakukan guna mengetahui elemen yang memengaruhi perusahaan untuk mengambil keputusan pendanaan Brigham & Houston (2014). Variabel bebas dalam penelitian antara lain profitabilitas, pajak, *sales growth*, risiko bisnis, dan juga struktur aset.

Salah satu faktor dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan adalah profitabilitas, profitabilitas dapat dicerminkan melalui *return on total asset* atau yang biasa dikenal dengan ROA. ROA adalah rasio keuangan yang membandingkan antara hasil atau *return* yang didapatkan oleh perusahaan dengan jumlah aset yang dipakai oleh perusahaan (Dewi & Sudiarta, 2017). Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan oleh Ayulestari et al. (2014) dan Banun (2015), profitabilitas memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan secara positif. Namun penelitian tersebut tidak selaras dengan penelitian Alnajjar (2015), Arasteh & Nourbakhsh (2014), Budiono & Septiani (2017),

Darmayanti (2011), Hapid, Jasman, & Usman (2017), Iriansyah & Dana (2010), Nasimi (2016), Puspawardhani (2014), Selviana & Badjra (2018), Temimi, Zeitun, & Mimouni (2016), Widarti & Sudana (2014), Jian Chen & Strange (2011), dan Sogorb-mira (2008) yang mengatakan bahwa profitabilitas memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan secara negatif. Berbeda dengan Yulianto (2017), yang menyatakan profitabilitas tidak memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan.



Sumber: Kursdollar.net (2019)

**Gambar 2. GRAFIK PERGERAKAN KURS RUPIAH 2014-2019.**

Faktor selanjutnya yang memengaruhi keputusan pendanaan adalah pajak. Pajak menjadi faktor yang memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan dikarenakan beban bunga perusahaan yang berasal dari utang perusahaan dapat menjadi pengurang dalam beban pajak yang ditanggung perusahaan (Brigham & Houston, 2014). Budiono & Septiani, (2017), Iriansyah & Dana (2010), dan Mahnazmahdavi *et al.* (2013) menyatakan bahwa pajak memengaruhi keputusan pendanaan suatu perusahaan secara positif. Tetapi berbeda dengan temuan dari penelitian yang dilakukan oleh Jian Chen & Strange (2011), Nasimi (2016), dan Sogorb-mira (2008) yang mengatakan bahwa pajak berpengaruh secara negatif terhadap keputusan pendanaan.

*Sales growth* menjadi salah satu faktor yang memengaruhi keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan (Banun, 2015). Menurut Brigham & Houston (2014), perusahaan yang memiliki penjualan konstan mampu secara aman meminjam utang dengan total yang besar dengan pengeluaran beban tetap yang lebih besar. Pertumbuhan penjualan yang relatif stabil dan tinggi memberikan dampak positif terhadap profitabilitas sehingga pertumbuhan penjualan menjadi pertimbangan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Penelitian yang dilakukan Alnajjar (2015), Arasteh & Nourbakhsh (2014), ( *et al.* (2014), Mahnazmahdavi *et al.* (2013), Puspawardhani (2014), dan Jian Chen & Strange (2011), *sales growth* memengaruhi keputusan pendanaan secara positif. Namun lain dengan yang disampaikan oleh Banun (2015) dan Kartika (2016) yang menyatakan bahwa *Sales Growth* tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Lain halnya dengan Ratri & Christianti (2017) yang dalam penelitiannya mengatakan bahwa *Sales Growth* berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan.

Risiko bisnis merupakan ketidakpastian yang dijumpai perusahaan dalam mengoperasikan aktivitas usahanya (Cahyani & Isbanah, 2018). Menurut Brigham & Houston (2014) perusahaan dengan risiko bisnis yang rendah jika perusahaan memakai utang rendah, dan makin tinggi risiko yang ditanggung perusahaan maka makin rendah rasio utang optimalnya. Hal ini didukung oleh penelitian J. Chen, Jiang, & Lin (2014), Mahnazmahdavi *et al.* (2013), Wahome, Memba, & Muturi (2015), Widarti & Sudana (2014), dan Jian Chen & Strange (2011) yang menyatakan risiko bisnis memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan secara positif. Berbeda dengan penelitian Alnajjar (2015) dan Ratri & Christianti (2017) yang dalam penelitian mereka menghasilkan bahwa risiko bisnis memengaruhi keputusan pendanaan. Berbeda dengan penelitian Banun (2015) dan Firmanti (2011) yang mengatakan bahwa risiko bisnis tidak memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan.

Struktur aset ialah faktor yang memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Semakin besar struktur aset yang dimiliki perusahaan maka perusahaan akan dapat memakai cukup banyak utang, sebab besarnya aset yang dimiliki perusahaan bisa digunakan untuk jaminan dalam pengambilan utang yang dilakukan perusahaan (Darmayanti, 2011). Menurut Banun (2015), Puspawardhani (2014), Sogorb-mira (2008), dan Widarti & Sudana (2014), struktur aset memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan secara positif. Tetapi berbeda dengan Darmayanti, (2011) dan Kartika (2016) yang dalam penelitiannya mengatakan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan.

## KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### *The Trade Off Theory*

Dalam *trade off theory*, Mutamimah & Rita (2009) menjelaskan bahwa perusahaan akan memakai utang yang cenderung sedikit ketika risiko bisnisnya tinggi dikarenakan penggunaan utang yang relatif besar pada perusahaan yang berisiko tinggi akan berdampak pada beban bunga perusahaan, semakin besar beban bunga yang ditanggung akan menyusahakan kondisi keuangan perusahaan.

Perusahaan yang pada batas tertentu menanggung pajak tinggi sebaiknya menggunakan utang yang relatif lebih besar, karena semakin besar utang maka semakin besar pula beban bunga yang ditanggung oleh perusahaan dan beban bunga tersebut dapat menjadi pengurang beban pajak yang ditanggung oleh perusahaan (Mutamimah & Rita, 2009). Setiap perusahaan memiliki target rasio utang yang berbeda-beda. Perusahaan yang profitable dan juga *tangible asset* mempunyai target rasio utang yang lebih tinggi (Mutamimah & Rita, 2009).

### *Pecking Order Theory*

*Pecking order theory* memaparkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi lebih memilih memakai utang cenderung rendah (Yudhatama & Wibowo, 2016). Hal ini dikarenakan perusahaan tidak membutuhkan utang yang besar untuk mendanai kegiatan operasinya ketika tingkat profitabilitasnya tinggi yang berarti perusahaan memiliki sumber dana internal yang besar (Yudhatama & Wibowo, 2016). Wikartika & Fitriyah (2018) dalam penelitiannya menyatakan bahwa perusahaan cenderung menyukai pendanaan yang bersumber dari dalam perusahaan yang berasal dari aliran kas, laba ditahan, dan juga depresiasi. Laba perusahaan diperoleh dari penjualan, dan perusahaan akan memperoleh laba ditahan yang besar ketika perusahaan memperoleh pendapatan yang besar dari kegiatan penjualan perusahaan (Cahyani & Isbanah, 2018).

## Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan dicerminkan pada struktur modal perusahaan, yang mana melalui struktur modal perusahaan dapat diketahui struktur komposisi sumber dana baik yang berasal dari utang atau modal perusahaan yang dipakai oleh perusahaan dalam mendanai kegiatan usahanya (Kasmir, 2015:159). Hasil dari keputusan pendanaan akan digunakan oleh perusahaan untuk meningkatkan dan mengoptimalkan nilai perusahaan dan harga saham perusahaan di pasar modal (Cahyani & Isbanah, 2018). Keputusan pendanaan dicerminkan oleh struktur modal perusahaan adalah *Debt Equity Ratio* (DER). DER menunjukkan proporsi penggunaan dana yang bersumber dari eksternal perusahaan dalam pembelanjaan perusahaan (Kautsar, 2016). DER adalah perbandingan antara liabilitas dengan modal sendiri yang dinyatakan dalam persentase (%) seperti terlihat di rumus (1) (Kasmir, 2015).

$$DER = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\% \dots\dots\dots(1)$$

## Profitabilitas

Profitabilitas perusahaan mencerminkan tingkat keefektifitasan secara keseluruhan manajemen perusahaan yang ditunjukkan dengan tingkat keuntungan yang didapatkan perusahaan (Kasmir, 2015:196). Profitabilitas perusahaan pada penelitian diprosikan dengan ROA atau *return on total aset* (Kasmir, 2015). Rasio ini digunakan untuk dapat mengetahui sejauh mana investasi yang dilakukan

perusahaan sanggup menghasilkan laba sesuai dengan yang diharapkan perusahaan (Kasmir, 2015). Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba usaha yang memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan, karena semakin tinggi profitabilitas maka perusahaan akan lebih memilih untuk memakai utang yang relatif sedikit karena perusahaan lebih menyukai melakukan pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan dibandingkan dengan pendanaan yang berasal dari luar perusahaan (Brigham & Houston, 2014). Perhitungan ROA dapat dilihat di rumus (2) (Kasmir, 2015).

$$ROA = \frac{\text{Earning After Tax (EAT)}}{\text{Total Aset}} \times 100\% \dots\dots\dots(2)$$

**Pajak**

Pajak perusahaan dapat berkurang dengan adanya beban bunga yang ditanggung oleh perusahaan (Brigham & Houston, 2014). Jadi semakin tinggi beban bunga mampu mengurangi beban pajak perusahaan (Mutamimah & Rita, 2009). Pajak dalam penelitian ini diperoleh dari pendapatan sebelum kena pajak dikurangi dengan pendapatan setelah pajak dibagi dengan pendapatan sebelum kena pajak yang dinyatakan dalam persentase (Budiono & Septiani, 2017). Perhitungan pajak dapat dilihat di rumus (3).

$$\text{Pajak} = \frac{EBT - EAT}{EBT} \times 100\% \dots\dots\dots(3)$$

**Sales Growth**

Menurut (Suweta & Dewi, 2016), pertumbuhan penjualan ialah pengurangan antara penjualan tahun berjalan dikurangkan dengan tahun sebelumnya yang mana hasilnya dibagi penjualan pada tahun sebelumnya. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi akan memperoleh keuntungan atau manfaat lebih dari utang perusahaan karena perusahaan menerima keuntungan dari kenaikan penjualan yang mana diharapkan mampu menutup biaya bunga utang perusahaan (Cahyani & Isbanah, 2018). Perusahaan yang tingkat penjualannya relatif stabil atau mengalami kenaikan akan lebih aman dalam pengambilan utang dengan jumlah yang besar (Brigham & Houston, 2014). Untuk mengukur pertumbuhan penjualan dalam penelitian ini dilakukan dengan perbandingan selisih jumlah penjualan tahun berjalan dan penjualan tahun sebelumnya dengan penjualan tahun sebelumnya yang dinyatakan dalam persentase (Cahyani & Isbanah, 2018). Perhitungan *sales growth* dapat dilihat di rumus (4) dan (5) (Kasmir, 2015).

$$SG = \frac{\text{penjualan } t - \text{penjualan } (t-1)}{\text{penjualan } (t-1)} \times 100\% \dots\dots\dots(4)$$

$$SG = \frac{\text{pendapatan usaha } t - \text{pendapatan usaha } (t-1)}{\text{pendapatan usaha } (t-1)} \times 100\% \dots\dots\dots(5)$$

**Risiko Bisnis**

Menurut (Cahyani & Isbanah, 2018), risiko bisnis ialah ketidakpastian perusahaan dalam mengoperasikan usahanya yang berkaitan dengan perkiraan tingkat penghasilan pengembalian atau laba di masa depan. Perusahaan yang tidak dapat menutup biaya operasionalnya yang dipengaruhi oleh biaya dan stabilitas pendapatan akan menimbulkan risiko bisnis (Sari, 2016). (Brigham & Houston, 2014) mengatakan bahwa risiko bisnis merupakan ketidakpastian perusahaan dalam tingkat pengembalian (laba) atau ekuitasnya di masa yang akan datang. Risiko bisnis dihitung dengan memakai *Basic Earning Power Ratio* dengan rumus (6) (Cahyani & Isbanah, 2018).

$$\text{Risiko bisnis} = \frac{EBIT}{\text{Total Aset}} \times 100\% \dots\dots\dots(6)$$

**Struktur Aset**

Menurut Darmayanti (2011), struktur aset merupakan kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan yang terdiri dari aset tetap dan juga aset lancar, yang mana kedua aset tersebut diharapkan mampu bermanfaat bagi perusahaan di masa depan. Kekayaan yang dimaksud adalah sumber daya baik yang berupa benda ataupun hak yang dimiliki oleh perusahaan yang diperoleh melalui transaksi atau kegiatan di masa lalu

Jefri Ardiansyah & Ulil Hartono. Profitabilitas, *Tax, Sales Growth*, Risiko Bisnis, dan Struktur Aset Terhadap Keputusan Pendanaan Perusahaan Sektor *Agriculture*.

(Cahyani & Isbanah, 2018). Struktur aset ialah perpaduan antara aset lancar dengan aset tetap (Deviani & Sudjarni, 2018). Struktur aset perusahaan diukur menggunakan perbandingan antara aset tetap dengan total aset yang dinyatakan dalam persentase (Cahyani & Isbanah, 2018).

$$\text{Struktur Aset} = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}} \times 100\% \dots\dots\dots(7)$$

### Hubungan antar Variabel

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit baik dalam bentuk laba ataupun nilai ekonomis penjualan, aset bersih ataupun modal sendiri (Darmayanti, 2011). Sedangkan menurut Kasmir (2015), profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan dan menjadi ukuran tingkat efektifitas manajemen perusahaan, yang digambarkan pada laba hasil penjualan maupun investasi. Perusahaan akan menggunakan sumber dana internal sebagai sumber pendanaan kegiatannya seiring dengan semakin meningkatnya tingkat profitabilitas yang didapatkan perusahaan (Yudhatama & Wibowo, 2016). Brigham & Houston (2014) menjelaskan, perusahaan dengan laba yang tinggi akan memakai sumber pendanaan internal atau utang yang relatif rendah.

H1: Profitabilitas berpengaruh terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *agriculture* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017

Brigham & Houston (2014) menjelaskan bahwa utang pada perusahaan akan sangat membantu perusahaan dalam pengenaan beban pajak perusahaan, karena beban bunga yang didapat oleh perusahaan akibat dari adanya utang akan menjadi pengurang beban pajak yang ditanggung oleh perusahaan. Kondisi seperti ini yang mendorong perusahaan dalam menggunakan utang dalam proporsi struktur modal perusahaan (Iriansyah & Dana, 2010).

H2: Pajak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *agriculture* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017.

Perusahaan yang memiliki penjualan cukup stabil mampu secara aman berutang dengan jumlah yang banyak dengan pengeluaran beban tetap yang lebih tinggi (Wikartika & Fitriyah, 2018). Pertumbuhan penjualan yang relatif stabil dan tinggi akan berdampak positif terhadap profitabilitas perusahaan (Suweta & Dewi, 2016). Dengan meningkatnya profitabilitas perusahaan maka akan memengaruhi perusahaan untuk menggunakan sumber pendanaan internal dalam kegiatannya (Brigham & Houston, 2014).

H3: *Sales Growth* berpengaruh terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *agriculture* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017.

Semakin tinggi risiko utang optimal sebuah perusahaan berasal dari semakin kecil risiko perusahaan (Sari, 2016). Sehingga risiko bisnis yang rendah dapat ditingkatkan dengan menambah dan memanfaatkan utang yang besar (Sari, 2016). Namun hal tersebut juga dapat menambah peluang kebangkrutan (Cahyani & Isbanah, 2018). Untuk menghindari risiko kebangkrutan tersebut perusahaan dengan tingkat risiko yang besar akan lebih memilih memakai utang yang relatif rendah dalam struktur modalnya (Brigham & Houston, 2014).

H4: Risiko bisnis berpengaruh terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *agriculture* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017.

Brigham & Houston (2014) menjelaskan bahwa struktur aset perusahaan memengaruhi perusahaan pada penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan semakin banyak aset tetap perusahaan yang bisa dipakai sebagai agunan dalam mendapatkan pinjaman (Brigham & Houston, 2014). Semakin kecil aset tetap yang dimiliki perusahaan, semakin kecil pula kemampuan perusahaan dalam mendapatkan utang untuk mendanai kegiatannya (Darmayanti, 2011).

H5: Struktur aset berpengaruh terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *agriculture* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017

## METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang dipakai ialah penelitian kuantitatif. Populasi yang dipilih merupakan perusahaan sektor *agriculture* yang terdaftar di BEI 2014-2017. Penelitian ini memakai *sampling* non probabilitas dengan teknik *purposive sampling*. Sampel yang didapatkan sebanyak 18 perusahaan dengan menggunakan kriteria tertentu. Jenis data yang dipakai ialah jenis data sekunder yang didapatkan dari laporan tahunan di situs resmi Bursa Efek Indonesia dan [www.idnfinancials.com](http://www.idnfinancials.com).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Hasil Transformasi

Berdasarkan hasil uji *screening* menggunakan test statistik *One-Sample* K-S didapatkan satu variabel yang terdistribusi normal. Kemudian variabel lain yang tidak terdistribusi normal dilakukan transformasi data agar data menjadi normal dan pada akhirnya didapatkan model regresi yang terbaik dengan menggunakan LnDER dan juga SQRT\_ROA dengan variabel yang lain tetap.

### Hasil Uji Normalitas

Hasil uji statistik *One-Sample* K-S menyajikan hasil Asymp. Sig. (2-tailed) menunjukkan nilai 0,200 yang mana hasil tersebut > 0,05. Sehingga data tersebut dapat dinyatakan terdistribusi normal.

### Hasil Uji Multikolinieritas

Untuk menilai hasil uji multikolinieritas dapat dilihat dari nilai Tolerance dan jua VIF. Berdasarkan hasil dari nilai Tolerance menunjukkan bahwa tidak terdapat nilai tolerance dari semua variabel independen yang < 0,10 hal ini menyatakan tidak terdapat korelasi antara variabel independen yang < 95%. Selain itu pada perhitungan VIF juga memperlihatkan tidak terdapat nilai VIF yang > 10 pada setiap variabel independen. Artinya, tidak ditemukan multikolinieritas antar variabel independen di model regresi.

### Hasil Uji Autokorelasi

Hasil dari uji *Runs Test* yang dipakai untuk menguji autokorelasi menghasilkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) 0,189 hasil tersebut > 0,05 yang berarti gejala autokorelasi tidak terdapat dalam penelitian ini.

### Hasil Uji Heterokedastisitas

Hasil dari uji Park yang digunakan untuk menyatakan data yang dipakai terbebas dari gejala Heterokedastisitas. Hasil yang diperoleh menyatakan bahwa setiap variabel bernilai signifikan lebih dari 0,05 yang berarti model regresi pada penelitian tidak terdapat heteroskedastisitas.

### Hasil Uji Linieritas

Uji *Legrange Multiplier* digunakan untuk Uji Linieritas, yang mana outpunya menghasilkan  $R^2$  sebesar 0,041 dengan nilai N sebanyak 48 maka didapatkan  $c^2$  hitung =  $48 \times 0,041 = 1,968$ . Hasil dari nilai  $c^2$  hitung dibanding  $c^2$  tabel dengan  $df = 42$  dengan tingkat signifikansi 0,05 didapatkan hasil nilai  $c^2$  tabel sebesar 69,336. Dari hasil tersebut didapatkan bahwa nilai  $c^2$  hitung <  $c^2$  tabel. Artinya, model linier..

### Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Hasil output regresi linier berganda dalam penelitian ini yang disajikan pada tabel 1 yang mana bentuk persamaannya (1) sebagai berikut.

$$DER = 0,640 - 0,863 ROA - 1,182 PJK + 1,337 SG + e \dots \dots \dots (1)$$

**Tabel 1.**  
**HASIL UJI REGRESI LINIER BERGANDA**

Model	Unstandardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error		
(Constant)	.640	.624	1.025	.311
SQRT_ROA	-.863	.270	-3.199	.003
PJK	-1.182	.381	-3.100	.003
SG	1.337	.591	2.262	.029
RB	8.501	5.400	1.574	.123
SA	.570	.576	.990	.328

Sumber: Output SPSS 23

### **Pengaruh Profitabilitas terhadap Keputusan Pendanaan**

Profitabilitas bernilai signifikansi  $0,03 < 0,05$  dengan nilai koefisien negatif menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif pada keputusan pendanaan. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa perusahaan yang memperoleh profit lebih akan cenderung menggunakannya sebagai sumber pendanaan dari pada penggunaan utang ataupun saham baru sebagai sumber pendanaan perusahaan (Hapid *et al.*, 2017). Hasil ini didukung oleh Hapid *et al.* (2017), Firnanti (2011), Selviana & Badjra, (2018), Iriansyah & Dana (2010), Widarti & Sudana (2014), dan Kartika (2016).

Hasil ini didukung data perusahaan Sawit Sumbermas Sarana. Tahun 2014 nilai ROA 18,3 dengan DER 0,34. Sedangkan pada tahun 2017 nilai ROA perusahaan mengalami penurunan dengan nilai 8,22, sedangkan nilai DER dari perusahaan meningkat menjadi 1,37. Dari data di atas didapatkan bahwa semakin kecil profitabilitas perusahaan maka keputusan pendanaan perusahaan untuk menggunakan utang semakin bertambah.

Hasil ini selaras dengan *Pecking Order Theory*, yang memaparkan bahwa perusahaan akan mempunyai sumber dana internal yang besar ketika tingkat profitabilitasnya tinggi, sehingga perusahaan tidak memerlukan utang yang banyak untuk mendanai kegiatannya, begitu juga sebaliknya jika perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang rendah maka sumber dana internal yang dimiliki juga terhutang rendah sehingga memerlukan utang untuk membantu mendanai kegiatannya (Mutamimah & Rita, 2009). Implikasi praktis penelitian ini ialah perusahaan sektor *agriculture* dapat menambah atau meningkatkan profitabilitas perusahaan, karena berdasarkan hasil dari penelitian ini tinggi rendahnya profitabilitas perusahaan dapat memengaruhi dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan dana internal perusahaan sehingga perusahaan dapat menggunakannya sebagai sumber pendanaan perusahaan dan dapat mengurangi penggunaan utang perusahaan (Mutamimah & Rita, 2009). Upaya yang dapat dilakukan untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan salah satunya adalah dengan menambah laba perusahaan atau meningkatkan penjualan perusahaan.

### **Pengaruh Pajak terhadap Keputusan Pendanaan**

Nilai signifikansi  $0,03 < 0,05$  dengan nilai koefisien bernilai negatif yang mana menyatakan terdapat pengaruh negatif antara pajak dengan keputusan pendanaan. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Jian Chen & Strange (2011), Nasimi (2016), dan Sogorb-mira (2008). Hasil dari penelitian ini menjelaskan bahwa perusahaan akan enggan menggunakan utang yang cukup besar demi mendapatkan penghematan pajak yang diperoleh dari beban bunga dengan pertimbangan penghematan pajak yang didapatkan oleh perusahaan dengan semakin tingginya biaya kebangkrutan yang akan ditanggung perusahaan. ketika nilai pajak perusahaan meningkat maka tidak semua perusahaan meningkatkan utang demi memperoleh manfaat penghematan pajak namun perusahaan akan berusaha mengurangi beban utang agar biaya kebangkrutan perusahaan dapat berkurang. Hasil dari penelitian ini menunjukkan hasil yang tidak selaras dengan *Trade off theory*.

Hasil ini didukung data perbandingan pajak dengan DER perusahaan Dharma Satya Nusantara Tbk., pada tahun 2014 pajak perusahaan sebesar 0,25 dengan DER 2,13. Kemudian pada tahun 2015 pajak

perusahaan naik sebesar 0,26 dan DER tidak mengalami perubahan pada nilai 2,13. Pada tahun 2016 pajak perusahaan turun sebesar 0,25 dan DER mengalami penurunan pada 2,03. Dan pada tahun 2017 pajak mengalami kenaikan 0,37 dan diikuti oleh penurunan DER pada nilai 0,37. Sehingga, pajak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Turunnya pendanaan eksternal perusahaan ini ditutup dengan menggunakan dana internal perusahaan yang mana salah satunya yaitu dengan menggunakan laba ditahan perusahaan, ketika DER menurun kemudian diikuti dengan meningkatnya laba ditahan perusahaan (Wikartika & Fitriyah, 2018).

Implikasi praktis dari hasil penelitian ini ialah perusahaan tidak perlu meningkatkan nilai utang perusahaan untuk mendapatkan pengurangan beban pajak yang berasal dari beban bunga yang ditanggung perusahaan namun perusahaan harus menurunkan nilai utang perusahaan. Manajer keuangan dalam hal ini harus mampu memperhitungkan besarnya manfaat yang diperoleh dari pengurangan beban pajak akibat hutang yang bertambah dengan besarnya risiko yang akan ditanggung oleh perusahaan kedepannya. Upaya agar penggunaan dana eksternal berkurang yaitu dengan cara meningkatkan pendanaan internal perusahaan yang mana salah satunya yaitu dengan cara meningkatkan profitabilitas perusahaan.

### **Pengaruh Sales Growth terhadap Keputusan Pendanaan**

Dari hasil uji t didapatkan nilai signifikansi  $0,029 < 0,05$  dengan koefisien bernilai positif, hal ini menyatakan bahwa *Sales Growth* memengaruhi keputusan pendanaan secara negatif. Hasil dari penelitian ini didukung oleh (Ayulestari *et al.*, 2014) dan juga (Alnajjar, 2015). Semakin meningkat penjualan perusahaan maka dana yang diperlukan untuk memproduksi akan semakin bertambah, oleh sebab itu perusahaan membutuhkan tambahan dana yang bersumber dari utang (Ayulestari *et al.*, 2014). Hasil ini tidak sejalan dengan *Pecking Order Theory*.

Dari data sampel penelitian didapatkan bukti yang mendukung yaitu pada tahun 2014 nilai SG sebesar 0,15 dan DER sebesar 0,17. Pada 2017 SG perusahaan mengalami kenaikan sampai pada nilai sebesar 0,25 dan diikuti dengan naiknya DER perusahaan sebesar 0,19. Artinya, *sales growth* terbukti berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan perusahaan.

Implikasi praktis dari penelitian ini ialah dengan meningkatnya penjualan perusahaan perlu menambah sumber pendanaan perusahaan yang berasal dari eksternal perusahaan, karena berdasarkan hasil dari penelitian ini pertumbuhan penjualan perlu dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan. Perusahaan perlu menambah dana dari eksternal perusahaan dikarenakan dengan meningkatnya penjualan maka produksi yang dilakukan oleh perusahaanpun meningkat dan tentunya perusahaan membutuhkan tambahan dana untuk menjalankannya.

### **Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Keputusan Pendanaan**

Hasil dari uji t didapatkan nilai signifikansi sebesar  $0,123 > 0,05$  yang menyatakan bahwa risiko bisnis tidak memengaruhi keputusan pendanaan. Hasil ini didukung oleh hasil penelitian Banun (2015) dan Firmanti (2011). Hal ini bisa terjadi dikarenakan perusahaan akan tetap berusaha mendapatkan utang untuk digunakan sebagai sumber dana untuk kegiatan operasinya walau kemungkinan kecil dikarenakan citra perusahaan yang terlanjur dikenal sebagai perusahaan dengan risiko yang tinggi (Septiani & Suaryana, 2018). Perusahaan sektor *agriculture* merupakan sektor yang sangat terpengaruh dengan perubahan iklim sehingga dapat dikatakan sektor ini berisiko karena ketidakpastian dari perubahan iklim (Maulana, 2019).

Hasil penelitian ini didukung data perusahaan Eagle High Plantations, tahun 2014 nilai risiko bisnis pada perusahaan sebesar 0,02 dengan tingkat DER sebesar 1,36. Pada tahun 2015 terjadi penurunan risiko bisnis perusahaan menjadi 0,01 yang diikuti dengan meningkatnya nilai DER perusahaan sebesar 1,65. Namun pada tahun 2016 risiko bisnis pada perusahaan meningkat mencapai nilai sebesar 0,02 dan diikuti dengan menurunnya DER mencapai nilai 1,6. Dan pada tahun 2017 risiko bisnis perusahaan meningkat menjadi 0,03 dan dengan DER yang meningkat sebesar 1,64. Hal ini menjelaskan bahwa naik turunnya keputusan pendanaan perusahaan tidak dipengaruhi oleh risiko bisnis.

Implikasi praktis penelitian ini yaitu perusahaan tidak perlu menurunkan atau meningkatkan pengambilan keputusan pendanaan yang berhubungan dengan risiko bisnis yang dihadapi perusahaan, karena risiko bisnis tidak memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Upaya yang dapat dilakukan adalah dengan mempertimbangkan variabel lain yang berpengaruh dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan.

### **Pengaruh Struktur Aset terhadap Keputusan Pendanaan**

Dari hasil uji t didapatkan nilai signifikansi sebesar  $0,328 > 0,05$  yang mana hasil ini menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara struktur aset dengan keputusan pendanaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian (Kartika, 2016) dan juga (Darmayanti, 2011). Penelitian ini tidak sejalan dengan *Trade off theory*. Struktur aset tidak memengaruhi keputusan pendanaan hal ini menyatakan bahwa besar kecilnya struktur aset perusahaan tidak memengaruhi perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Hal ini dikarenakan jenis aset yang digunakan tidak cukup baik untuk dijadikan sebagai jaminan (Septiani & Suaryana, 2018).

Penelitian ini didukung data perusahaan Dharma Satya Nusantara Tbk., yang pada tahun 2014 nilai struktur aset perusahaan sebesar 0,67 dengan DER sebesar 2,13. Pada tahun 2015 struktur aset perusahaan mengalami peningkatan pada nilai 0,71 dan nilai DER perusahaan tidak mengalami perubahan pada nilai 2,13. Pada tahun 2016 struktur aset perusahaan meningkat pada nilai 0,79 namun nilai DER perusahaan menurun pada angka 2,03. Dan pada tahun 2017 struktur aset perusahaan tidak mengalami perubahan pada nilai 0,79 dan diikuti dengan menurunnya DER dinilai 1,64. Hal ini menjelaskan bahwa naik atau turunnya keputusan pendanaan perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur aset perusahaan. Karena perusahaan cenderung menggunakan sumber dana internal perusahaan yang didapatkan dari profitabilitas perusahaan yang mana ketika DER perusahaan menurun atau tidak mengalami perubahan profitabilitas perusahaan meningkat (Mutamimah & Rita, 2009).

## **KESIMPULAN**

Peningkatan DER perusahaan diindikasikan karena terdapat beberapa hal yang menyebabkan meningkatnya DER perusahaan seperti *sales growth*. Meningkatnya DER perusahaan dapat diatasi dengan meningkatkan profitabilitas perusahaan agar dana internal perusahaan dapat meningkat dan digunakan sebagai sumber pendanaan. Perusahaan tidak perlu memperhatikan risiko bisnis dan juga struktur aset perusahaan karena tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan pendanaan.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 32,2% dan sisanya 67,8%, dijelaskan oleh variabel yang lain yang berada diluar penelitian ini. Peneliti selanjutnya disarankan untuk menambah variabel lain yang digunakan untuk mengetahui faktor-faktor yang memengaruhi keputusan pendanaan agar nilai dari *Adjusted R<sup>2</sup>* dapat meningkat terutama terutama faktor eksternal perusahaan sebagai variabel independen sehingga dapat memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Peneliti selanjutnya diharapkan menggunakan perhitungan pajak yang lebih sempurna agar didapatkan hasil yang terbaik, misalnya menggunakan rumus perhitungan pertumbuhan pajak perusahaan.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Alnajjar, M. I. M. (2015). Business Risk Impact on Capital Structure : A Case of Jordan Industrial Sector. *Global Journal of Management and Business Research: C Finance*, 15(1), 1–7. <https://doi.org/10.1590/0034-7167.2016690304i>
- Arasteh, F., & Nourbakhsh, M. M. (2014). The Study of Relationship between Capital Atructure, Firm Growth with Financial Leverage of the Company Listed in Tehran Stock Exchange. *Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review Vol.*, 3(5), 1–10.
- Ayulestari, P., Kirmizi, & Azhar A, A. (2014). Analisis Pengaruh Pertumbuhan Asset, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan dan Kebijakan Deviden Terhadap Keputusan Pendanaan Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Online Mahasiswa*, 1,

1–20.

- Banun, R. (2015). Analisis faktor-faktor yang memengaruhi keputusan pendanaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia. *Financial Management*.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. (P. A. Ratnaningrum, Ed.) (11th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Budiono, & Septiani, N. (2017). Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Lq-45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2015. *Bisnis Manajemen*, 9(2), 119–134.
- Cahyani, I. D., & Isbanah, Y. (2018). Pengaruh struktur kepemilikan, tangibility, firm age, business risk, kebijakan dividen, dan sales growth terhadap struktur modal sektor properti real estate yang terdaftar di BEI periode 2012-2016. *Ilmu Manajemen*, 7, 124–132.
- Chen, J., Jiang, C., & Lin, Y. (2014). What determine firms ' capital structure in China ? *Managerial Finance*, 40, 1024–1039.
- Chen, J., & Strange, R. (2011). The Determinants of Capital Structure : Evidence from Chinese Listed Companies. *Economis Change and Restructring*, 38, 11–35. <https://doi.org/10.1007/s10644-005-4521-7>
- Dana, I. M. (2017). Pengaruh Growth Opportunity, Likuiditas, Non-debt Tax Shield dan Fixed Asset Ratio Terhadap Struktur Modal. *Manajemen UNUD*, 6(2), 772–801.
- Darmayanti, N. P. M. (2011). Pengaruh profitabilitas, pertumbuhan aktiva, dan struktur aktiva terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan. *Universitas Udayana*, 714–730. <https://doi.org/10.1577/m04-042.1>
- Deviani, M. Y., & Sudjarni, L. K. (2018). Pengaruh Tingkat Pertumbuhan, Struktur Aktiva, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal Perusahaan Pertambangan Di BEI. *Manajemen UNUD*, 7(3), 1222–1254. <https://doi.org/https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i03.p04>
- Dewi, D. A. I. Y., & Sudiartha, G. M. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Aset Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen UNUD*, 6(4), 2222–2252.
- Firnanti, F. (2011). Faktor-Faktor yang Memengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Akuntansi*, 13(2), 119–129.
- Hapid, Jasman, J., & Usman, H. (2017). Pengaruh Profitabilitas dan Growth Asset Terhadap Struktur Modal (Perspektif Pecking Order Theory). *Jurnal Muamalah*, 7(2), 139–148.
- Iriansyah, S. H., & Dana, I. M. (2010). Pengaruh Profitabilitas, Pajak, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Keputusan Pendanaan pada Perusahaan Industri Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2010. *E- Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 2(2), 198–216.
- Kartika, A. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal AMIK JTC*, 12(1), 49–58.
- Kasmir. (2015). *Analisis Laporan Keuangan* (8th ed.). Jakarta: Rajawali Pers.
- Kautsar, A. (2016). *ANALISIS PENGARUH FIRM SIZE, DER, DAN SALES GROWTH TERHADAP*

Jefri Ardiansyah & Ulil Hartono. Profitabilitas, *Tax, Sales Growth*, Risiko Bisnis, dan Struktur Aset Terhadap Keputusan Pendanaan Perusahaan Sektor *Agriculture*.

*DIVIDEND PAYOUT RATIO DENGAN ROE SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN NON KEUANGAN YANG LISTED DI BEI TAHUN 2009-2011*. Diponegoro University.

Mahnazmahdavi, Mokhtarbaseri, Zare, A., & Zare, H. (2013). The effect of sales growth on the determinants of capital structure of listed companies in Tehran Stock Exchange Department of Accounting, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Khouzestan, Iran. *Basic and Applied Sciences*, 7(2), 306–311.

Maulana, R. (2019). Menilik risiko dan tantangan startup sektor pertanian di Indonesia. Retrieved July 24, 2019, from <https://id.techinasia.com/risiko-dan-tantangan-startup-pertanian-indonesia>

Mutamimah, & Rita. (2009). Keputusan Pendanaan: Pendekatan Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory. *Ekobis*, 10, 241–249.

Nasimi, R. N. (2016). Determinants of Capital Structure (An Empirical Evidence, US). *Global Journals of Management and Business Research: C Finance*, 16(4), 28–40.

Puspawardhani, N. (2014). Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Profitabilitas, Struktur Aktiva dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Periwisata dan Perhotelan di BEI. *E- Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 3(7), 2050–2065.

Ratri, A. M., & Christiani, A. (2017). Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko Bisnis, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Pada Sektor Industri Properti. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 12, 13–24.

Sari, S. D. (2016). Pengaruh Risiko Bisnis, Life Cycle Dan Diversifikasi Terhadap Struktur Modal Serta Hubungannya Dengan Nilai Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Jurnal Manajemen Teori Dan Terapan*, 9(1), 58–77.

Selviana, L. P., & Badjra, I. B. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Pendanaan Pada Perusahaan Properti di BEI. *Manajemen UNUD*, 7(7), 3653–3680. <https://doi.org/https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i07.p8>

Septiani, N. P. N., & Suaryana, I. G. N. A. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, Risiko Bisnis dan Likuiditas pada Struktur Modal. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 22, 1682–1710. <https://doi.org/doi.org/10.24843/EJA.2018.v22.i03.p02>

Sogorb-mira, F. (2008). How SME Uniqueness Affects Capital Structure : Evidence From A 1994 – 1998 Spanish Data Panel. *Small Business Economics*, 447–457. <https://doi.org/10.1007/s11187-004-6486-8>

Suweta, N. M. N. P. D., & Dewi, M. R. (2016). Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva, dan Pertumbuhan Aktiva Terhadap Struktur Modal. *Manajemen UNUD*, 5(8), 5172–5199.

Temimi, A., Zeitun, R., & Mimouni, K. (2016). How does the tax status of a country impact capital structure? Evidence from the GCC region. *Journal of Multinational Financial Management*, 37–38, 71–89. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2016.08.002>

Wahome, M. N., Memba, F., & Muturi, W. (2015). www.ijsrp.org The effects of firm size and risk on Capital Structure decisions of Insurance Industry in Kenya. *Scientific and Research Publications*, 5(May), 1–76.

Widarti, A. A., & Sudana, I. M. (2014). Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Keputusan Pendanaan (Perbandingan Antar Sub Sektor Industri Manufaktur). *Jurnal Siasat Bisnis*, 18(2),

190–201.

Wikartika, I., & Fitriyah, Z. (2018). Pengujian Trade Off Theory dan Pecking Order Theory di Jakarta Islamic Index. *Bisnis Manajemen*, 10(April), 90–101.

Yudhatama, S., & Wibowo, A. J. (2016). Penerapan Teori Pecking Order Dalam Struktur Modal (Studi Pada Perusahaan di Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2014). *E- Jurnal UAJY*, 1–15.

Yulianto, A. (2017). Peran Karakteristik Perusahaan dan Mekanisme Corporate Governance Dalam Keputusan Pendanaan Perusahaan Pertambangan Go Public di Indonesia. *Jurnal Kajian Akuntansi*, 1(1), 11–22. Retrieved from <http://jurnal.unswagati.ac.id/index.php/jka>