

Analisis *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory* Terhadap Struktur Modal

Kadek Saptaria Wagisuwari^{1*}, Dr. Palti MT Sitorus, MM.²

^{1,2}Universitas Telkom,

¹kadeksaptaria@student.telkomuniversity.ac.id, ²paltisitorus@telkomuniversity.ac.id

*Corresponding Author

Diajukan : 22 November 2023

Disetujui : 8 Desember 2023

Dipublikasi : 1 Juli 2024

ABSTRACT

Aside from being a place to live, property also can be a business and provide income for some people hence its liquidity. Through incentive given by the government, property sector in Indonesia is believed to have good performance. Incentives such as subvention for price and VAT are given and supposed to increase purchasing power. The reality is market intentions and incentives provided by the government still do not essentially guarantee a company's sustainability. Therefore, this study is meant to identify variables that considered to be the most relevant theory in funding decisions of property and real estate companies in Indonesia. This study is descriptive quantitative research using purposive sampling method and utilise 70 observations data that would be processed by panel data regression analysis. It is founded that through trade-off theory, a business risk perspective is considered to have no effect in determining the capital structure. Other perspectives from trade-off theory and pecking theory which are debt tax shield and financial deficit are considered to have positive effect, but firm age has negative effect on determining the capital structure. Through this research, company in property and real estate sector in Indonesia can be considered as a moderate risk taker because their capital structure will be increasing when having benefit from tax or facing financial deficit. They still consider the external factors and tend to fine with the risk and balancing the trade-off between the risk and the benefit of the source of fund.

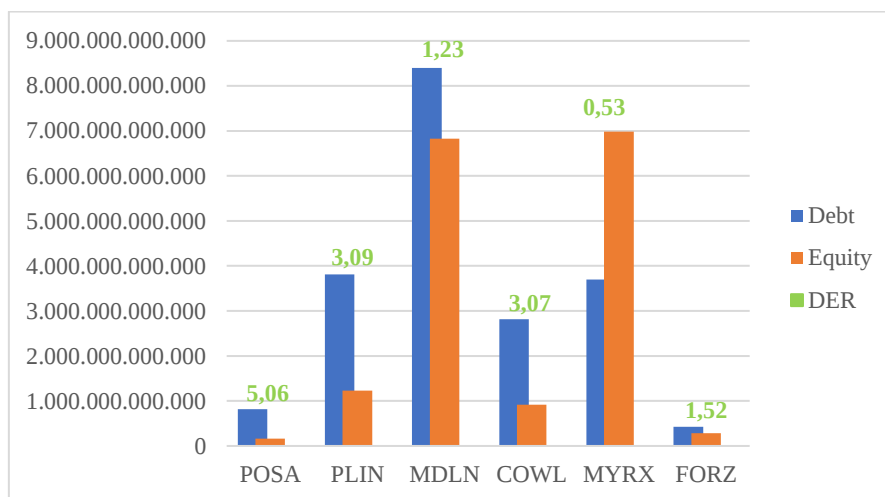
Keywords: capital structure; pecking order theory; trade-off theory

PENDAHULUAN

Pasar modal resmi di Indonesia yang mengakomodir perusahaan terdaftar didalamnya untuk memperoleh modal dari masyarakat yang bertindak sebagai investor dikenal dengan sebutan Bursa Efek Indonesia (BEI). Berdasarkan data yang dipublikasikan di BEI per Februari 2023, sektor properti dan *real estate* terdiri dari 85 perusahaan. Berdasarkan nilai PDB dan pertumbuhan sektor *real estate*, nilai PDB sektor ini mengalami peningkatan sejak tahun 2010-2021 namun masih mengalami fluktuasi pertumbuhan kontribusi PDB jika dibandingkan dengan PDB nasional. Industri *real estate* saat ini semakin berkembang dan menjadi salah satu sektor utama perekonomian nasional. Sektor ini berkontribusi dalam memberikan sinergi melalui *forward-linkage* maupun *backward-linkage* terhadap sektor lainnya seperti sektor keuangan, serta menyerap tenaga kerja secara signifikan (Santia, 2022).

Berbeda dengan sektor bisnis lainnya, likuiditas dan kecenderungan harga properti yang meningkat setiap tahunnya menjadi daya tarik dalam memikat masyarakat untuk memiliki properti. Berbagai insentif juga diberikan pemerintah untuk mendukung antusiasme masyarakat dalam memiliki unit properti. Insentif tersebut berupa PPN ditanggung oleh pemerintah, FLPP, dan juga subsidi. Dalam kondisi seperti ini, industri properti akan tampak seperti industri yang memiliki kinerja baik, namun yang terjadi di bursa justru sebaliknya. Beberapa perusahaan properti disuspensi dan dihapuskan dari bursa. Bursa efek mempunyai kewenangan untuk melakukan *suspensi* dan *delisting* emiten dalam kondisi tertentu. Sejalan dengan tujuan perusahaan yang terdaftar di bursa yaitu untuk memperoleh modal (Cahyani & Suhadak, 2017), apabila perusahaan tidak dapat memperoleh keuntungan dan

memenuhi kewajibannya sesuai dengan ketentuan pasar modal, maka perseroan dianggap gagal dan akan menghadapi *suspensi/delisting*. Anomali ini juga menunjukkan kegagalan perusahaan dalam menjaga keberlangsungan perusahaan. Berkaitan dengan modal perusahaan, berikut ini analisis DER beberapa perusahaan yang mengalami *suspensi* dan *delisting* di BEI.



Gambar 1. Rasio utang terhadap ekuitas tahun 2018
Sumber: Data diolah oleh penulis

Gambar 1. menunjukkan perbandingan porsi utang dan ekuitas yang dimiliki beberapa perusahaan. Perbandingan porsi tersebut diukur dengan nilai DER yang dapat menunjukkan kemampuan modal perusahaan dalam memenuhi kewajibannya (Sari dkk., 2020). Pada gambar tersebut terlihat bahwa beberapa perusahaan mempunyai kecenderungan nilai DER yang tinggi. Kuntari & Machmuddah (2021) menyebutkan bahwa perusahaan yang baik mempunyai nilai DER yang rendah. Pernyataan ini kemudian didukung oleh Kusmawati & Ovalianti (2022) yang menyatakan bahwa DER yang baik bernilai dibawah 1 sehingga nilai DER diatas 2 menandakan sangat tinggi (Bhama dkk., 2019). Hal ini disebabkan oleh nilai DER yang tinggi dan menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan utang yang lebih tinggi. Penggunaan utang yang lebih dominan dapat berimplikasi pada besaran kewajiban bunga dan pokok pinjaman kepada kreditor. Apabila dalam pemenuhan kewajiban tersebut perusahaan mengalami kesulitan keuangan hingga saat jatuh tempo pembayaran, maka hal ini akan berdampak buruk terhadap keberlangsungan perusahaan.

Bisnis properti dan *real estate* memerlukan citra dan kepercayaan konsumen yang kuat. Salah satu kasus yang masih diperbincangkan adalah proyek Meikarta besutan PT Lippo Cikarang Tbk. (LPCK) dimana proyeknya terhenti karena masalah perizinan, terdakwa pailit, dan korupsi. Kasus Meikarta juga memberikan efek jera dan menimbulkan *trust issue* di masyarakat. Masyarakat kemudian mengharapkan keberlanjutan yang baik dari suatu perusahaan agar tidak terjadi kasus proyek yang mangkrak. Untuk menjaga kelangsungan usahanya, maka keputusan perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan merupakan keputusan yang sangat strategis. Perusahaan perlu mempertimbangkan secara matang terutama dalam pendanaan jangka panjang perusahaan. Hal ini sangat penting agar perusahaan mampu mengetahui faktor apa yang sesuai dengan karakteristik perusahaan sehingga pendanaan dapat tersusun dengan tepat. Susunan bauran pendanaan tersebut kerap dikenal dengan struktur modal. Struktur modal merupakan kombinasi yang diatur dalam penggunaan ekuitas dan utang. Imbas dari penggunaan ekuitas adalah perusahaan harus memberikan pengembalian berupa dividen kepada investor. Apabila pendanaan yang digunakan bersumber dari utang, maka perusahaan harus mematuhi perjanjian utang.

Penelitian ini kemudian bertujuan untuk mengidentifikasi variabel apa saja yang perlu diperhatikan perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan melalui dua model teori populer. Beberapa penelitian telah dilakukan dalam rangka menganalisis pendekatan *trade-off theory* dan *pecking order theory* dalam menentukan bauran sumber pendanaan seperti yang telah dilakukan oleh Agyei dkk. (2020) dan Sumani dkk. (2020). Penelitian oleh Agyei dkk. (2020) dan Sumani dkk. (2020) dilakukan

pada periode tahun 2008-2018, sehingga dengan periode tahun 2017-2021 pada penelitian ini akan diperoleh hasil yang lebih terkini. Jika dibandingkan dengan model *trade-off theory* oleh Sumani dkk. (2020) penelitian ini menambahkan perspektif baru mengenai usia perusahaan untuk mengidentifikasi adanya keistimewaan yang dimiliki oleh perusahaan lama dalam mengoptimalkan struktur modal sesuai dengan dalil *trade-off theory*. Model *pecking order theory* dalam penelitian ini juga menambahkan perspektif defisit pendanaan yang tidak diteliti Agyei dkk. (2020) dan Sumani dkk. (2020). Perspektif defisit pendanaan yang ditambahkan dalam penelitian ini berkaitan dengan konservatisme *pecking order theory* dalam penggunaan pendanaan eksternal.

STUDI LITERATUR

Debt tax shield dapat diartikan sebagai perlindungan pajak melalui utang (Yunira, 2022). Perusahaan dapat memanfaatkan fasilitas *debt tax shield* dalam rangka penghematan pajak. Dalil pada *trade-off theory* menyebutkan bahwa penambahan utang dapat bermanfaat dikarenakan bunga utang dapat dibebankan pada pendapatan sehingga pembayaran pajak dapat berkurang. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Ariyanto (2018) menyebutkan bahwa *debt tax shield* dapat menjadi insentif bagi perusahaan untuk lebih banyak menggunakan pinjaman, karena pengenaan pajak penghasilan badan dapat dikurangi ketika bunga utang dibebankan pada laba rugi. Ketika beban pajak lebih kecil, lebih banyak sumber daya perusahaan yang dapat dialokasikan untuk kepentingan lainnya. Ketika suatu perusahaan memanfaatkan celah tersebut dengan baik sehingga nilai *debt tax shield* meningkat maka hal tersebut akan meningkatkan struktur modal perusahaan pula. Hal ini disebabkan ketika perusahaan membutuhkan sumber pendanaan eksternal maka perusahaan akan meningkatkan utang dibandingkan dengan metode pendanaan lainnya karena adanya perlindungan pajak yang diberikan oleh fasilitas *debt tax shield* ini. Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang mampu mengidentifikasi pengaruh positif dari *debt tax shield* kepada struktur modal. Sumani dkk. (2020) menyebutkan perusahaan didorong untuk meningkatkan utang perusahaannya dengan memanfaatkan fasilitas *debt tax shield*. Hasil serupa juga teridentifikasi oleh Yunira (2022), Susilawaty (2021), dan Budiansari (2017) dalam penelitiannya yang berkaitan dengan *debt tax shield* sebagai fasilitas pajak.

H₁: Struktur modal dipengaruhi secara positif oleh *debt tax shield*

Umur yang dimiliki perusahaan mampu mencerminkan kemampuan perusahaan untuk bertahan dan bersaing dalam kurun waktu tertentu (Wardana & Sudiarta, 2015). Menurut Fransisca & Dermawan (2022) seiring berjalannya waktu, kemampuan perusahaan akan semakin meningkat dalam mengenali kebutuhan-kebutuhan yang penting bagi keberlangsungan perusahaan sehingga perusahaan mampu tumbuh dan berkembang. *Trade-off theory* menyebutkan bahwa dalam pendanaan perusahaan, manajerial akan didorong untuk menyusun komposisi yang proporsional atas manfaat dan biaya dari penggunaan utang. Jika perusahaan dapat dikelompokkan berdasarkan umur menjadi perusahaan tua dan muda, maka pengaplikasian pendekatan teori ini akan berbeda. Umur dan citra perusahaan akan bertumbuh seiring dengan berjalannya waktu. Semakin lama perusahaan telah berjalan, maka kemampuan perusahaan untuk tetap bertahan pada berbagai macam kondisi akan menjadi citra baik bagi perusahaan (Agyei et al., 2020). Citra perusahaan yang baik dapat menjadi nilai tambah berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya sehingga debitur akan memberikan pinjaman kepada perusahaan. Pinjaman yang diberikan oleh debitur dapat digunakan perusahaan untuk mendanai investasi dan kegiatan operasional lainnya sehingga akan meningkatkan rasio utang perusahaan. Suherman dkk. (2017) telah meneliti pengaruh umur perusahaan terhadap struktur modal dimana dalam penelitiannya ditemukan bahwa terdapat *privilege* yang diterima oleh perusahaan dengan *track record* yang baik dalam hal kemudahan memperoleh pinjaman dari debitur. Dugaan ini selaras dengan beberapa temuan dari penelitian oleh Fransisca & Dermawan (2022) dan Rahma et al. (2019) yang telah dilakukan sebelumnya.

H₂: Struktur modal dipengaruhi secara positif oleh umur perusahaan.

Defisit pendanaan merujuk pada suatu keadaan di mana posisi arus kas dari operasi tidak lagi mencukupi untuk mendukung kegiatan masa depan perusahaan secara finansial (Africa & Sunani, 2017). Model *pecking order theory* menjelaskan terdapat tiga faktor penentu utama dalam penerbitan utang jangka panjang, salah satunya yaitu defisit pendanaan (Febriana & Yulianto, 2017). Ketika kas

perusahaan tidak mencukupi untuk membiayai kegiatan di masa depan, maka perusahaan harus menggunakan sumber pendanaan eksternal. Dalil pada *pecking order theory* menyebutkan bahwa perusahaan yang mengalami kekurangan dana akan memilih opsi pendanaan secara internal, lalu kemudian eksternal. Pendanaan internal dapat berupa laba dan laba ditahan, sedangkan dari eksternal dapat berupa utang dan penerbitan saham. Pada saat seluruh sumber pendanaan internal telah digunakan namun perusahaan masih mengalami defisit, maka berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan harus menerbitkan utang. Semakin besar kekurangan pendanaan yang terjadi, maka jumlah penambahan utang yang harus dilakukan perusahaan akan semakin besar pula. Ketika suatu perusahaan mengalami defisit pendanaan, maka menurut teori ini keputusan untuk menambah utang akan dinilai lebih menguntungkan dibandingkan menerbitkan ekuitas. Penelitian terkait defisit pendanaan yang mendukung hipotesis tersebut dilakukan oleh Ahmad & Pongoliu (2021), Susanto & Herawati (2020), dan Rathnasingha & Heiyanthuduwa (2019) yang menemukan bahwa terdapat pengaruh positif yang diberikan oleh defisit pendanaan terhadap struktur modal.

H₃: Struktur modal dipengaruhi secara positif oleh defisit pendanaan.

Risiko bisnis merupakan ketidakpastian di masa depan dari suatu kegiatan usaha yang harus dikendalikan oleh perusahaan (Jalil, 2018). Ancaman ini dapat terjadi kapan saja dan berimplikasi pada stabilitas perusahaan seperti kemampuan dalam memenuhi kewajiban utang dan memperoleh dana untuk kegiatan operasionalnya. Menurut Lianto et al. (2020) risiko dan utang tidak akan berjalan searah. Artinya perusahaan yang berisiko tinggi harus menggunakan lebih sedikit utang dibandingkan perusahaan dengan risiko bisnis rendah. Perusahaan dengan tingkat risiko yang tinggi mempunyai kondisi yang lebih rapuh dan berisiko dalam menjaga keberlangsungan perusahaan. Ketika perusahaan yang sudah memiliki risiko bisnis tinggi melakukan penambahan utang maka tindakan tersebut hanya akan memperburuk kondisi (Meilani & Wahyudin, 2021). Semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan maka idealnya utang dalam struktur modal perusahaan bernilai rendah. Hal tersebut berkaitan dengan konservatisme yang diberikan oleh *pecking order theory*. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi tentu tidak disarankan untuk menggunakan utang sebagai sumber pendanaannya. Dalam penelitian ini penulis menduga terdapat pengaruh negatif yang diberikan oleh risiko bisnis. Ketika perusahaan tidak mempunyai kemampuan dalam mengelola risiko bisnis yang tinggi, maka perusahaan disarankan untuk menghindari pendanaan eksternal seperti utang untuk meminimalisir risiko yang harus dihadapi. Beberapa penelitian yang mendukung hipotesis tersebut antara lain Budiarmo & Pontoh (2021), Lianto et al. (2020), dan Nurhayadi et al. (2018) yang menyarankan agar perusahaan bertindak bijak dan menghindari utang sebagai sumber pendanaan.

H₄: Struktur modal dipengaruhi secara negatif oleh risiko bisnis.

METODE

Variabel dan Sumber Terkaitnya

Pada penelitian ini variabel dependen didefinisikan oleh struktur modal. Selain itu terdapat variabel independen untuk kedua model penelitian. Model 1 mengidentifikasi *trade-off theory* dengan perspektif *debt tax shield* dan umur perusahaan. Pada model 2 dilanjutkan dengan *pecking order theory* yang menggunakan perspektif defisit pendanaan dan risiko bisnis sebagai variabel independen. Berikut tabel operasionalisasi variabel yang menjelaskan definisi dan indikator masing-masing variabel:

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel

Variabel	Definisi	Indikator	Skala
Struktur modal (Y)	Persentase komposisi sumber pendanaan berdasarkan utang jangka pendek dan panjang, serta modal sendiri yang dimanfaatkan untuk memenuhi kebutuhan belanja dan operasional perusahaan (Megawati et al., 2021).	$DER = \frac{Total\ Utang}{Total\ Ekuitas} \times 100\%$	Rasio

Perlindungan pajak utang (x_1)	<i>Debt tax shield</i> dapat diartikan sebagai perlindungan pajak melalui utang (Yunira, 2022).	$\text{Debt Tax Shield} = \frac{\text{Beban Bunga}}{\text{EBIT}}$	Rasio
Umur perusahaan (x_2)	Umur perusahaan yang dihitung sejak pertama kali perusahaan didirikan (Agyei et al., 2020).	$\text{Umur Perusahaan} = \text{Ln (Tahun Observasi - Tahun Berdiri)}$	Rasio
Defisit pendanaan (x_3)	Suatu kondisi dimana perusahaan mengalami defisit sehingga kas yang dimiliki perusahaan tidak mampu mendanai aktivitas perusahaan di masa yang akan datang (Africa & Sunani, 2017).	$\text{Defisit Pendanaan} = \frac{(\text{Div} + \Delta \text{Inv} + \Delta \text{WC} - \text{OCF})}{\text{Total aset}}$	Rasio
Risiko bisnis (x_4)	Risiko berupa ketidakpastian kondisi bisnis di masa depan (Jalil, 2018).	$\text{BEPR} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Aset}}$	Rasio

Sumber: Data diolah oleh penulis

Populasi dan Sampel

Populasi data terdiri dari kelompok perusahaan sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI pada periode 2017-2021. Terdapat 85 perusahaan tercatat yang sampelnya dipilih dengan teknik *non-probability sampling* dengan *purposive sampling*. Berikut ini merupakan kriteria sampel yang digunakan:

Tabel 2. Kriteria Pengambilan Sampel

No	Kriteria Sampel	Jumlah
1	Perusahaan sektor properti dan <i>real estate</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	85
2	Perusahaan sektor properti dan <i>real estate</i> yang tidak konsisten/tidak terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021	(36)
3	Perusahaan sektor properti dan <i>real estate</i> yang tidak mempublikasikan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit secara konsisten selama periode 2017-2021	(3)
4	Perusahaan sektor properti dan <i>real estate</i> yang tidak menggunakan rupiah dalam penyajian laporan keuangan periode 2017-2021	(0)
5	Perusahaan sektor properti dan <i>real estate</i> yang mengalami kerugian selama periode 2017-2021	(31)
6	Perusahaan sektor properti dan <i>real estate</i> yang tidak mengungkapkan data untuk penelitian selama periode 2017-2021	(1)
Jumlah sampel penelitian		14
Tahun penelitian		5
Jumlah sampel penelitian		70

Sumber: Data diolah oleh penulis

Dari metode pengambilan sampel yang digunakan, berikut ini merupakan daftar nama perusahaan yang dijadikan sampel penelitian:

Tabel 3. Sampel Penelitian

No	Kode	Nama Perusahaan	No	Kode	Nama Perusahaan
1	BCIP	PT Bumi Citra Permasi Tbk.	8	MKPI	PT Metropolitan Kentjana Tbk.
2	BSDE	PT Bumi Serpong Damai Tbk.	9	MTLA	PT Metropolitan Land Tbk.
3	CTRA	PT Ciputra Development Tbk.	10	PPRO	PT PP Properti Tbk.
4	DUTI	PT Duta Pertiwi Tbk.	11	PWON	PT Pakuwon Jati Tbk.
5	GPRA	PT Perdana Gapuraprima Tbk.	12	RDTX	PT Roda Vivatex Tbk.
6	JRPT	PT Jaya Real Properti Tbk.	13	SMDM	PT Suryamas Dutamakmur Tbk.
7	KIJA	PT Kawasan Industri Jababeka Tbk.	14	SMRA	PT Summarecon Agung Tbk.

Sumber: Data diolah oleh penulis

Teknik Analisis Data

Penelitian ini mengadopsi model yang digunakan pada penelitian Sumani et al.(2020). Pada penelitian ini setiap model teori diuji dan dilakukan analisis regresi data panel secara terpisah untuk masing-masing modelnya. Pengujian diawali dengan mengidentifikasi keberadaan data pencilan (*outlier*) menggunakan aplikasi Excel. Sampel data yang telah terbebas dari data pencilan kemudian di uji statistik deskriptif pada aplikasi excel untuk mengetahui karakteristik data observasi. Pengujian kemudian dilanjutkan dengan uji kelayakan regresi dan uji asumsi klaskik menggunakan aplikasi EvIEWS 9 . Model yang telah dipilih dan layak kemudian dilanjutkan dengan pengujian hipotesis. Berikut persamaan regresi untuk model *trade-off theory* dan *pecking order theory*:

$$Y_n = \alpha + \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + e$$

Keterangan:

Y_n : struktur modal pada model-n	e : error terms	<u>Model 1:</u>	<u>Model 2:</u>
α : konstanta	t : waktu	x_1 : <i>Debt tax shield</i>	x_1 : Defisit pendanaan
B_n : koefisien regresi variabel x_n	i : perusahaan	x_2 : Umur perusahaan	x_2 : Risiko bisnis

HASIL

Tahapan pengujian data yang pertama adalah dengan melakukan identifikasi data *outlier*. Data *outlier* merupakan data yang secara signifikan berbeda dengan data lainnya (Aggarwal, 2017). Perbedaan tersebut dapat berupa data yang bernilai terlalu besar atau terlalu kecil sehingga menjadi data abnormal dalam sampel data. Data outlier perlu dikecualikan dalam perhitungan karena data yang abnormal dapat memberikan hasil yang tidak obyektif. Terdapat lima data *outlier* pada model *trade-off theory* dan ditemukan tiga data *outlier* pada model *pecking order theory*. Dari sampel awal yang berjumlah 70 dan dikurangi dengan data *outlier*, maka jumlah sampel data yang akan dianalisis adalah 65 sampel untuk model *trade-off theory* dan 67 sampel untuk model *pecking order theory*.

Tabel 4. Hasil Statistik Deskriptif

Model	Variabel	N	Koefisien	Std. Dev	Maksimum	Minimum
Model 1 (TOT)	y_DER	65	0,6562	0,4064	1.7431	0,0857
	x ₁ _DTS	65	0,2250	0,2307	0,8987	0,0001
	x ₂ _AGE	65	3.5148	0,2351	3.8286	2.8332
Model 2 (POT)	y_DER	67	0,7134	0,4731	2.1975	0,0857
	x ₁ _DEF	67	0,0578	0,1368	0,4798	-0,1762
	x ₂ _RISK	67	0,0788	0,0394	0,1756	0,0040

Sumber: Data diolah oleh penulis

Berdasarkan Tabel 4 terlihat rata-rata nilai *debt to equity ratio* model 1 dan 2 sebesar 0,6562 dan 0,7134 yang menunjukkan bahwa lebih dari 50% pendanaan perusahaan berasal dari utang. Semakin tinggi nilai rasio utang terhadap ekuitas berarti semakin tinggi pula utang yang dimiliki perusahaan. Selama periode penelitian, nilai rata-rata *debt tax shield* sebesar 0,2250 dengan rentang nilai 0,0001 hingga 0,8987. Perspektif lain pada model 1 adalah umur perusahaan yang memiliki rata-rata sebesar 3,5148 dengan rentang nilai 2,8332 hingga 3,8286. Untuk *pecking order theory* pada model 2 terdiri dari perspektif defisit pendanaan dan risiko bisnis. Defisit pendanaan selama lima tahun memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0578 dengan rentang nilai -0,1762 hingga 0,4798. Risiko bisnis merupakan perspektif terakhir pada *pecking order theory* yang menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0.0788 dengan rentang 0.0040 hingga 0.7156.

Penelitian ini telah memenuhi kelayakan regresi melalui empat tahap uji asumsi klasik. Uji normalitas dilakukan dengan melihat nilai probabilitas jarque-bera, uji multikolinieritas dilakukan

dengan korelasi berpasangan, uji heteroskedastisitas dilakukan dengan *white test*, dan terakhir uji autokorelasi dilakukan dengan *lagrange multiplier test*. Data teridentifikasi memenuhi uji asumsi klasik apabila nilai probabilitas pada uji normalitas, uji heteroskedastisitas, dan uji korelasi bernilai lebih dari 5%. Sedangkan pada uji multikolinearitas, asumsi terpenuhi apabila koefisien berpasangan antar variabel independen bernilai kurang dari 0,85.

Tabel 5 Hasil uji asumsi klasik

Model	Uji Normalitas	Uji Multikolinearitas	Uji Heteroskedastisitas	Uji Korelasi									
	Probabilitas > 5%	Koefisien <0,85	Probabilitas > 5%	Probabilitas > 5%									
Model 1 (TOT)	0,051901	<table><tr><td></td><td>X1_DTS</td><td>X2_AGE</td></tr><tr><td>X1_DTS</td><td>1.000000</td><td>0.737510</td></tr><tr><td>X2_AGE</td><td>0.252350</td><td>1.000000</td></tr></table>		X1_DTS	X2_AGE	X1_DTS	1.000000	0.737510	X2_AGE	0.252350	1.000000	0,2044	0,3210
	X1_DTS	X2_AGE											
X1_DTS	1.000000	0.737510											
X2_AGE	0.252350	1.000000											
Model 2 (POT)	0,272224	<table><tr><td></td><td>X1_DEF</td><td>X2_RISK</td></tr><tr><td>X1_DEF</td><td>1.000000</td><td>-0.487617</td></tr><tr><td>X2_RISK</td><td>0.487617</td><td>1.000000</td></tr></table>		X1_DEF	X2_RISK	X1_DEF	1.000000	-0.487617	X2_RISK	0.487617	1.000000	0,1028	0,8349
	X1_DEF	X2_RISK											
X1_DEF	1.000000	-0.487617											
X2_RISK	0.487617	1.000000											

Sumber: Data diolah oleh penulis

Dalam penelitian ini pengaruh variabel independen hanya diuji secara parsial saja, tanpa diuji secara simultan (uji F). Uji simultan dikecualikan untuk menghindari kemungkinan terjadinya gejala autokorelasi data. Melalui tiga tahapan pengujian model regresi, teridentifikasi bahwa *fixed effect model* adalah yang paling tepat untuk model *trade-off theory*. Pengujian yang sama pun dilakukan pada model 2 yakni *pecking order theory* dan teridentifikasi bahwa *random effect model* adalah yang paling tepat.

Tabel 6 Hasil Uji Koefisien t

Model	Variabel	Koefisien	Std. Dev	t-statistik	Probabilitas
Model 1 (TOT)	C	2.994307	0,822306	3.641353	0,0006
	x1_DTS	0,264407	0,097289	2.717734	0,0090
	x2_AGE	-0,682143	0,235102	-2.901473	0,0055
Model 2 (POT)	C	-0,480039	0,225459	-2.129158	0,0371
	x1_DEF	1.582958	0,519030	3.049838	0,0033
	x2_RISK	-2.936636	1.582185	-1.856063	0,0680

Sumber: Data diolah oleh penulis

Melalui model regresi yang telah dipilih, hasil pengujian hipotesis terdapat pada Tabel 6. Berdasarkan model 1, nilai probabilitas *debt tax shield* adalah 0,0090 yang lebih kecil dari 5% dengan koefisien positif. Hasil tersebut menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi secara positif signifikan oleh *debt tax shield*. Koefisien positif memiliki arti bahwa rasio utang suatu perusahaan akan meningkat seiring dengan meningkatnya manfaat *debt tax shield* bagi perusahaan. Variabel selanjutnya adalah umur perusahaan yang mempunyai probabilitas 0,0055 yang lebih kecil dari 5% dan berkoefisien negatif. Dapat diartikan bahwa struktur modal dipengaruhi secara negatif dan signifikan oleh umur perusahaan. Arah negatif artinya pertambahan usia tidak sejalan dengan penambahan nilai DER sebagai indikator komposisi struktur modal.

Pada model 2, nilai probabilitas defisit pendanaan sebesar 0,0033 yang berada di bawah tingkat signifikansi 5% dengan koefisien positif. Hasil tersebut menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh defisit pendanaan. Semakin besar defisit yang dihadapi maka semakin besar pendanaan eksternal yang dibutuhkan perusahaan. Nilai probabilitas variabel risiko bisnis adalah 0,0680 dan lebih tinggi dari tingkat signifikansi 5% dengan koefisien negatif. Hasil tersebut menunjukkan bahwa struktur modal tidak dipengaruhi oleh umur perusahaan.

PEMBAHASAN

Debt Tax Shield dan Struktur Modal

Pengaruh positif diberikan oleh *debt tax shield* terhadap *debt ratio* perusahaan. Artinya, insentif yang diberikan oleh *debt tax shield* digunakan oleh perusahaan untuk menambah utang. Manfaat tersebut diperoleh dari tambahan utang yang kemudian diukur dengan membandingkan biaya bunga dengan laba operasional perusahaan. Biaya bunga yang tinggi mengartikan bahwa terdapat kewajiban utang yang lebih tinggi yang harus dipenuhi oleh perusahaan. Sesuai dengan *trade-off theory*, perusahaan akan diberikan kebebasan untuk memilih utang sebagai sumber pendanaan eksternal, terutama dengan manfaat yang diberikan oleh *debt tax shield*. Perlindungan pajak utang yang besar mencerminkan bahwa perusahaan memiliki peluang yang lebih luas dalam memanfaatkan kas perusahaan (Sumani et al., 2020). Hal ini disebabkan oleh pembebanan atas biaya bunga pinjaman dalam menghitung penghasilan kena pajak sehingga dasar pengenaan dan beban pajak akan lebih rendah. Dengan kata lain, jika ditinjau secara fiskal maka beban bunga atas pinjaman bersifat *deductible expense*. *Deductible expense* berarti bahwa menurut ketentuan fiskal beban tersebut dapat dikurangkan dari penghasilan sehingga beban pajak terutang akan mengecil seiring dengan menurunnya laba fiskal. Menurut Michalkova et al. (2021) pada studinya disebutkan bahwa perusahaan seringkali menilai insentif pajak sebagai sesuatu yang terkadang tidak penting namun bisa juga sangat penting dalam menentukan porsi utang dalam struktur pendanaan. Kondisi ini terkait dengan risiko gagal bayar yang harus dihadapi perusahaan jika berada dalam kondisi yang tidak menguntungkan. Berkaitan dengan hal tersebut maka tidak sedikit ditemukan upaya kecurangan yang dilakukan oleh oknum dengan memanfaatkan celah demi keuntungan. Celah tersebut kemudian dieksploitasi sehingga beban pajak perusahaan menjadi kecil ataupun nihil utang pajak karena perusahaan telah mengalami rugi fiskal (Kurniawan, 2018). Kondisi inilah yang perlu diwaspadai oleh perusahaan dan bersikap bijak dalam menentukan bauran pendanaan agar keberlanjutan perusahaan tetap dapat terjaga ketika menghadapi kesulitan keuangan. Jika direfleksikan dengan kondisi industri di Indonesia, maka terdapat perspektif lain yang mampu menjelaskan pengaruh dari *debt tax shield* terhadap struktur modal. Ketika berbicara terkait dengan perlindungan pajak atas bunga pinjaman maka tidak terlepas dari fluktuasi suku bunga acuan BI (BI7DRR). Suku bunga acuan BI adalah kebijakan yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia selaku bank sentral yang kemudian diinformasikan kepada publik untuk menjadi dasar dalam perekonomian nasional (Putri et al., 2019). Jika dilihat data historis BI7DRR selama periode penelitian maka telah terjadi fluktuasi yang cukup signifikan. Pada semester pertama 2019, BI7DRR tercatat sebesar 6% dan langsung turun perlahan hingga menyentuh 3,5% pada tahun 2021. Dapat dikatakan bahwa suku bunga acuan menurun seiring dengan meningkatnya kasus Covid 19. Dewi (2022) menyebutkan bahwa pada 15 Juli 2021 tercatat sebagai salah satu rekor tertinggi kasus harian Covid-19. Melalui kondisi yang ada maka hasil penelitian ini mampu mencerminkan bagaimana *debt tax shield* dapat menjadi pendorong perusahaan dalam menambah utang. Dengan nominal pinjaman yang sama, beban bunga yang harus ditanggung oleh perusahaan dapat berbeda yang didasari oleh fluktuasi BI7DRR. Perusahaan secara tidak langsung dapat memanfaatkan skema *debt tax shield* lebih baik saat sebelum pandemi. Pada saat pandemi terjadi, terdapat penurunan suku bunga yang tidak terduga sehingga nilai *debt tax shield* perusahaan pun menurun. Begitupun sebaliknya dimana suku bunga acuan sebelum pandemi dapat memberikan perlindungan pajak yang lebih menguntungkan. Hasil temuan berupa adanya pengaruh positif yang diberikan oleh *debt tax shield* serupa dengan temuan oleh Yunira (2022), Susilawaty (2021), dan Budiansari (2017).

Umur perusahaan dan Struktur Modal

Penelitian ini menemukan bahwa umur perusahaan mampu memberikan pengaruh negatif pada struktur modal. Umur perusahaan mengacu pada berapa lama operasional perusahaan telah berjalan. Semakin lama perusahaan beroperasi, semakin banyak pengalaman yang diperoleh. Konsep *trade-off theory* melazimkan utang sebagai opsi pendanaan. Berkaitan dengan umur perusahaan, maka perusahaan yang sudah lama berdiri mempunyai pengalaman dan reputasi yang lebih baik. Jika dibandingkan dengan perusahaan baru maka reputasi yang sudah terbentuk sejak lama akan memudahkan mereka dalam memperoleh utang (Abor & Biekpe, 2009). Namun melalui penelitian ini ditemukan bahwa pertimbangan kreditur tidak sebatas pada reputasi dan kemampuan perusahaan saja. Perbankan sebagai kreditur juga harus memperhatikan tingkat rasio LDR. Pengaruh negatif yang ditemukan pada uji t tidak sesuai dengan dugaan penulis. Jika diidentifikasi lebih lanjut, penelitian ini dilakukan pada masa

pandemi yang memberikan sentimen yang negatif pada perekonomian. Tercatat bahwa tingkat intermediasi perbankan menurun hingga -2.41% pada tahun 2020 dan baru membaik pada tahun 2022 (Intan et al., 2022). Kondisi serupa ditemukan oleh Ngaa & Long (2021) yang meneliti perusahaan sektor energi di Vietnam dan menyebutkan bahwa ketika kondisi ekonomi memburuk, perbankan menghentikan pembiayaan bahkan kepada perusahaan yang sudah lama berdiri. Ketika rasio LDR perbankan telah mencapai batas toleransi, maka penyaluran kredit harus sangat diperhatikan demi *sustainability* lembaga perbankan itu sendiri. Dengan demikian maka terdapat sentimen lain yang akan diperhatikan oleh kreditur dalam memberikan pembiayaan. Selaras dengan hal tersebut maka pada kondisi sedemikian rupa, keistimewaan yang diperoleh melalui reputasi baik tidak berpengaruh signifikan sehingga perusahaan akan memilih sumber pendanaan lainnya dengan tingkat risiko yang dapat diseimbangkan dengan manfaatnya. Pengaruh negatif yang diberikan oleh umur perusahaan pada struktur modal sejalan dengan hasil yang ditemukan oleh Ngaa & Long (2021) dan Agyei et al. (2020).

Defisit pendanaan dan Struktur Modal

Penelitian ini memperoleh hasil bahwa defisit pendanaan mampu mempengaruhi struktur modal. Perusahaan akan dianggap defisit apabila biaya pengeluaran untuk modal kerja, investasi dan dividen lebih besar dibandingkan arus kas operasi perusahaan. Sebanyak 41 sampel dari total 67 sampel pada model *pecking order theory* mempunyai nilai positif. Nilai positif menunjukkan bahwa biaya pengeluaran perusahaan bernilai lebih besar dibandingkan dengan kas perusahaan. Ketika kas perusahaan sudah tidak mampu memenuhi pengeluaran maka perusahaan tersebut dinilai mengalami defisit pendanaan. Dengan demikian maka dapat diartikan bahwa pada penelitian ini perusahaan properti dan *real estate* tengah mengalami defisit pendanaan. Data penelitian ini didominasi oleh data positif yang menunjukkan bahwa kas perusahaan sektor ini tidak mencukupi dalam memenuhi pengeluaran perusahaan. Perusahaan tersebut mengalami kesulitan keuangan sedemikian rupa yang menurut *pecking order theory* mampu mendorong perusahaan untuk melakukan pendanaan eksternal. Terkait dengan hierarki pendanaan, hasil penelitian ini mendukung asumsi *pecking order theory* (Myers, 1984). Dengan demikian sesuai hipotesis penelitian bahwa terdapat pengaruh positif dimana ketika perusahaan mengalami peningkatan defisit pendanaan maka perusahaan akan meningkatkan nilai struktur modal melalui rasio utang. Temuan ini sejalan dengan dugaan dan studi dari Ahmad & Pongoliu (2021), Susanto & Herawati (2020), dan Rathnasingha & Heiyanthuduwa (2019). Rathnasingha & Heiyanthuduwa (2019) menyebutkan bahwa ketika perusahaan tidak mengalami defisit dan mampu membukukan profit, maka opsi pendanaan internal akan menjadi opsi prioritas perusahaan.

Risiko Bisnis dan Struktur Modal

Berdasarkan nilai probabilitas maka pada penelitian ini mengidentifikasi struktur modal tidak dipengaruhi oleh risiko bisnis. Risiko bisnis mewakili berbagai macam risiko yang harus ditanggung sepanjang perusahaan beroperasi. Variabel ini diukur dengan melihat seberapa mampu aset perusahaan dalam menghasilkan laba dan membuat perusahaan mampu menghadapi risiko tersebut. Penelitian ini menduga bahwa risiko bisnis akan memberikan pengaruh negatif, namun hasil uji t menghasilkan bahwa risiko bisnis dinilai tidak berpengaruh meskipun dengan arah koefisien yang sesuai dengan hipotesis penelitian. Jika dikaitkan dengan periode pengamatan, penelitian ini dilakukan pada masa pandemi Covid-19 yang cukup berdampak bagi bisnis di Indonesia. Pandemi menciptakan kondisi ekonomi yang berat dan mengakibatkan perusahaan secara dominan menghadapi situasi yang tinggi risiko yang tidak terduga. Kondisi tinggi risiko pun tidak mampu dihadapi oleh perusahaan karena rendahnya kemampuan perusahaan dalam menghadapi risiko. Dilihat dari obyek penelitian ini, sektor properti dan *real-estate* termasuk industri tinggi risiko yang membutuhkan modal besar, reputasi, dan beban pajak tinggi. Penurunan laba pada masa pandemi berimplikasi pada ketidakmampuan perusahaan dalam menyelamatkan aset perusahaan. Dengan demikian maka sangat diharapkan bagi perusahaan untuk memiliki keberlanjutan yang kuat baik dari sisi finansial dan non finansial. Hasil serupa ditemukan oleh Horri & Artegiani (2015) dimana menurutnya perusahaan yang dinilai memiliki risiko lebih tinggi oleh pasar akan menganggap bahwa utang merupakan opsi pendanaan yang lebih mahal sehingga cenderung untuk menghindari utang. Pada penelitian Meilani & Wahyudin (2021) dan Setiawati & Veronica (2020) juga menemukan hal yang serupa.

KESIMPULAN

Penelitian ini menganalisis dua teori struktur modal populer yang bertujuan untuk mengidentifikasi variabel yang harus dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan pendanaan pada perusahaan properti dan *real estate* periode 2017-2021. Penelitian ini mengajukan empat hipotesis penelitian dimana hasil penelitian menerima tiga hipotesis. Pertama, penelitian ini menemukan pengaruh positif dari *debt tax shield* terhadap struktur modal. Kedua, teridentifikasi bahwa umur perusahaan mempengaruhi struktur modal secara negatif. Model ini juga menemukan bahwa menurut perspektif defisit pendanaan, struktur modal perusahaan dapat meningkat seiring dengan peningkatan defisit yang dialami. Selain itu dugaan penulis berkaitan dengan pengaruh yang diberikan oleh risiko bisnis tidak dapat dibuktikan dimana risiko bisnis teridentifikasi tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Melalui penelitian ini, perusahaan sektor properti dan *real estate* di Indonesia dapat dinilai sebagai *moderate risk taker*. Struktur modal perusahaan properti disimpulkan akan meningkat ketika mendapat keuntungan dari pajak atau menghadapi defisit keuangan. Namun disisi lain perusahaan masih mempertimbangkan faktor eksternal dan cenderung menerima risiko serta menyeimbangkan *trade-off* antara risiko dan manfaat sumber dana. Selain itu implikasi teoritis dari penelitian ini ialah mampu mengidentifikasi variabel yang mampu mempengaruhi struktur modal melalui perspektif *trade-off theory* dan *pecking order theory*. Pengaruh tersebut kemudian diinterpretasikan pada kondisi ekonomi dan industri sektor *property* dan *real estate* di Indonesia, tepatnya pada masa pandemi Covid-19 yang terjadi selama periode penelitian.

Objek dan periode penelitian menjadi salah satu keterbatasan penelitian ini. Kelompok perusahaan yang digunakan adalah properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI pada 2017-2021. Hal ini mengakibatkan data observasi yang terbatas dan terjadi dalam kondisi perekonomian yang tidak terduga akibat pandemi. Dengan demikian maka disarankan untuk memperluas populasi data dan memperpanjang periode untuk hasil yang lebih terkini. Selain itu, peneliti selanjutnya juga dapat mengkaji kembali risiko bisnis dan menambahkan perspektif lain seperti ukuran perusahaan dan profitabilitas dalam mengkaji pendekatan *pecking order theory* dalam menentukan struktur modal perusahaan. Selain itu berdasarkan temuan pada penelitian ini maka penelitian selanjutnya diharapkan mampu mempertimbangkan pengaruh eksternal seperti kondisi ekonomi dan risiko pasar berkaitan dengan dalil *trade-off theory* dalam menambah pendanaan.

REFERENSI

- Abor, J. Y., & Biekpe, N. (2009). How Do We Explain The Capital Structure of SMEs in Sub-Saharan Africa?: Evidence From Ghana. *Journal of Economic Studies*, 36(1), 83–87.
- Africa, L. A., & Sunani, A. (2017). Uji Teori : *Pecking Order* , *Trade-Off* Dan *Market Timing* Pada Struktur Modal Perusahaan Perbankan Go Public Di Indonesia. September.
- Aggarwal, C. C. (2017). An Introduction to Outlier Analysis. *Springer International*, 1–2. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-47578-3>
- Agyei, J., Sun, S., & Abrokwah, E. (2020). Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory: Ghanaian Evidence. *SAGE Open*, 10(3). <https://doi.org/10.1177/2158244020940987>
- Ahmad, A. S., & Pongoliu, Y. I. D. (2021). Analisis Struktur Modal Berdasarkan Perspektif Pecking Order Theory. *Jurnal Ilmiah Manajemen Dan Bisnis*, 3(3), 171–182.
- Ariyanto. (2018). Pengaruh Tax Shield dan Non Tax Shield Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan yang Tergabung dalam Sub Sektor Otomotif dan Komponen yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Finance Accounting*, 3(02), 200–211.
- Bhama, V., Jain, P. K., & Yadav, S. S. (2019). Pecking Order Test at Varying Debt Levels: A Comparative Study of Indian and Chinese Firms. *Journal of Emerging Market Finance*, 18(2), 237–261. <https://doi.org/10.1177/0972652719846317>

- Budiansari, J. (2017). Pengaruh Debt Tax Shield, Non Debt Tax Shield dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan yang Tergabung dalam Sub-Sektor Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia. *Finance Accounting*, 2(3), 457–468.
- Budiarso, N. S., & Pontoh, W. (2021). Pecking order, earnings management and capital structure. *Accounting*, 7(6), 1389–1394. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2021.3.026>
- Cahyani, R. T., & Suhadak. (2017). Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Manufaktur Sebelum Dan Sesudah Perusahaan Melakukan IPO (Initial Public Offering) Pada Tahun 2015 Di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 45(1), 10–18.
- Dewi, H. K. (2022). Kasus Harian Covid-19 Indonesia Cetak Rekor Tertinggi Selama Pandemi, Capai 57.049. *Nasional Kontan [Online]*, 1. <https://nasional.kontan.co.id/news/kasus-harian-covid-19-indonesia-cetak-rekor-tertinggi-selama-pandemi-capai-57049>
- Febriana, D., & Yulianto, A. (2017). Pengujian Pecking Order Theory Di Indonesia. *Management Analysis Journal*, 6(2), 153–165. <http://maj.unnes.ac.id>
- Fransisca, & Dermawan, E. S. (2022). Pengaruh Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Asset Turnover, dan Usia Perusahaan Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, IV(2), 837–846.
- Intan, N., Puspaningtyas, L., & Damhuri, E. (2022). Lima Tahun OJK: Tantangan Perbankan di Tengah Pandemi Covid-19. *Republika [Online]*, 1. <https://news.republika.co.id/berita/r94fma440/lima-tahun-ojk-tantangan-perbankan-di-tengah-pandemi-covid19>
- Jalil, M. (2018). Pengaruh Risiko Bisnis dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 9(2), 1–10. <https://ejournal.unisi.ac.id/index.php/jak/article/view/453>
- Kuntari, S. E., & Machmuddah, Z. (2021). Pengaruh Rasio Likuiditas dan Leverage Terhadap Financial Distress dengan Rasio Profitabilitas Sebagai Pemoderasi. *Dinamika Akuntansi, Keuangan Dan Perbankan*, 4955(2), 145–155.
- Kurniawan, A. M. (2018). Penguatan Pembebanan Bunga untuk Mencegah Penghindaran Pajak. *Simposium Nasional Keuangan Negara*, 1, 285–304.
- Kusmawati, Y., & Ovalianti, N. (2022). Pengaruh Current Ratio dan Debt To Equity Ratio terhadap Return on Equity Pada PT. Permodalan Nasional Madani (PNM) Periode 2012-2021. *Lensa Ilmiah: Jurnal Manajemen Dan Sumberdaya*, 1(1), 53–61. <https://doi.org/10.54371/jms.v1i1.182>
- Lianto, V., Sinaga, A. N., Susanti, E., Yaputra, C., & Veronica, V. (2020). Analisis Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, Likuiditas, dan Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Journal of Economic, Bussines and Accounting (COSTING)*, 3(2), 282–291. <https://doi.org/10.31539/costing.v3i2.1064>
- Megawati, F. T., Umdiana, N., & Nailufaroh, L. (2021). Faktor-Faktor Struktur Modal Menurut Trade Off Theory. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 26(1), 55–67. <https://doi.org/10.23960/jak.v26i1.255>
- Meilani, U., & Wahyudin, A. (2021). Pengaruh Struktur Aset, Risiko Bisnis, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 19(1), 2541–5204.
- Michalkova, L., Stehel, V., Nica, E., & Durana, P. (2021). Corporate Management: Capital Structure

- and Tax Shields. *Marketing and Management of Innovations*, 3, 276–295.
<https://doi.org/10.21272/mmi.2021.3-23>.This
- Myers, C. S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 34(3), 574–592.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Ngaa, N. T. V., & Long, G. N. (2021). The Choice of Capital Structure: A Study on Energy Industry in a Developing Country. *Accounting*, 7(2), 289–294. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.12.002>
- Nurhayadi, W., Sulistiana, I., Nurkhalishah, S., Salam, A. F., & Abdurrohman. (2018). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan dan Risiko Bisnis pada Struktur Modal. *E-Jurnal Akuntansi*, 16(1), 2391. <https://doi.org/10.24843/eja.2018.v23.i03.p29>
- Putri, Y. Y., Adikara, P. P., & Adinugroho, S. (2019). Prediksi Suku Bunga Acuan (BI 7-Day Repo Rate) Menggunakan Metode Extreme Learning Machine (ELM). *Jurnal Pengembangan Teknologi Informasi Dan Ilmu Komputer*, 3(5), 4251–4258. <http://j-ptiik.ub.ac.id>
- Rahma, A., Muslim, A., & Nalurita, F. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Umur Perusahaan, Ukuran Perusahaan Dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Makanan, Minuman Dan Tembakau Bursa Efek Indonesia Periode 2012 – 2017. *Prosiding Seminar Nasional Cendekiawan*, 1–8. <https://doi.org/10.25105/semnas.v0i0.5851>
- Rathnasingha, D. L. P. M., & Heiyanthuduwa, C. P. (2019). Revisiting External Pecking Order Hypothesis: Evidence from Sri Lankan Companies Capital Structure. *Journal of Financial Risk Management*, 08(04), 200–223. <https://doi.org/10.4236/jfrm.2019.84014>
- Santia, T. (2022). Menko Airlangga Jabarkan Peran Industri Properti, Sumbang 9,14 Persen ke PDB. *Liputan 6*. <https://www.liputan6.com/bisnis/read/5064112/menko-airlangga-jabarkan-peran-industri-properti-sumbang-914-persen-ke-pdb>
- Sari, M., Jufrizen, & Al-Attas, H. M. (2020). Pengaruh Return on Equity dan Debt to Equity Ratio Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Sub Sektor Perdagangan Besar Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indoneisa. *Prospek: Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 2(1), 83. <https://doi.org/10.23887/pjmb.v2i1.26203>
- Setiawati, M., & Veronica, E. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, Pertumbuhan Penjualan, Pertumbuhan Perusahaan, Likuiditas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Sektor Jasa Periode 2016-2018. *Jurnal Akuntansi*, 12(2), 294–312. <https://doi.org/10.28932/jam.v12i2.2538>
- Suherman, Khodijah, S., & Ahmad, G. (2017). Pengaruh Struktur Aktiva , Non Debt Tax Shield , Umur Perusahaan Dan Investasi Terhadap Struktur Modal : Studi Pada Perusahaan Barang Konsumsi. *Jurnal Ekonomi*, 8(2), 135–145.
- Sumani, Roziq, A., & Manurung, D. T. H. (2020). Relevankah Teori Struktur Modal di Indonesia? *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 11(2), 373–385.
- Susanto, A., & Herawati, N. R. (2020). Pengaruh Defisit Pendanaan Internal Terhadap Struktur Modal. *JURNAL EKOMAKS: Jurnal Ilmu Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi*, 9(1), 22–29. <https://doi.org/10.33319/jeko.v9i1.50>
- Susilawaty, T. E. (2021). The Effect of Debt Tax Shield and Non Debt Tax Shield on Capital Structure

on Advertising Printing Media Companies Listed in Indonesia. *Enrichment: Journal of Management*, 12(1), 639–646.

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

Yunira, H. (2022). Pengaruh Debt Tax Shield dan Efektif Tax Rate Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Advertising Printing Media. *Owner*, 6(2), 1144–1156.
<https://doi.org/10.33395/owner.v6i2.534>