

**ANALISIS POLA STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN-PERUSAHAAN
MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA SELAMA MASA PANDEMI COVID-19****Ade Yoan Dwi Putra Rozet, Lusianus Heronimus Sinyo Kelen**

Universitas Kristen Wira Wacana Sumba

ARTICLE INFO

Keywords: *Capital Structure, Pecking Order Theory, Trade-Off Theory.*

Kata Kunci: Struktur Modal, Teori Pecking Order, Teori Trade-Off.

Corresponding author:

Ade Yoan Dwi Putra Rozet
dwiputrarozet@gmail.com

Abstract: *Coronavirus Disease 2019 (COVID-19) has an impact on the economy in Indonesia, one of which is manufacturing firms on the Indonesia Domestic Exchange. Based on IDX data in 2020, manufacturing firms in the year before the onset of COVID-19, one of the sectors, namely the basic and chemical industry sectors, used higher debt than the various industrial and consumer goods and consumer goods sectors. This shows that there is instability in the use of debt in each sector in manufacturing firms in the year before and during COVID-19. This study aims to determine the dominant funding pattern used by manufacturing firms on the Indonesia Domestic Exchange during the COVID-19 pandemic. The measurement in this study uses the measurement of capital structure. By using data in 2020 with a total of 154 firms as the sample of this study. The data analysis technique in this research uses quantitative descriptive analysis techniques, namely descriptive statistics. The results show that the funding pattern of manufacturing firms on the Indonesia Domestic Exchange during the COVID-19 pandemic is that they use more internal funding (equity) in operating the firm but some use external funding (debt).*

Abstrak: *Coronavirus Disease 2019 (COVID-19) memberi dampak bagi perekonomian di Indonesia salah satunya pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan data BEI tahun 2020 bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur pada tahun sebelum terjadinya COVID-19 salah satu sektor yaitu sektor industri dasar dan kimia menggunakan utang lebih tinggi dibandingkan sektor aneka industri dan industri barang dan konsumsi. Hal ini menunjukkan bahwa ada ketidakstabilan penggunaan utang pada masing-masing sektor di perusahaan manufaktur pada tahun sebelum dan selama COVID-19. Penelitian ini bertujuan untuk untuk mengetahui pola pendanaan yang lebih dominan digunakan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia selama masa pandemi COVID-19. Pengukuran dalam penelitian ini menggunakan pengukuran struktur modal. Dengan menggunakan data tahun 2020 dengan total 154 perusahaan sebagai sampel penelitian ini. Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan teknik analisis deskriptif kuantitatif yaitu menggunakan statistik deskriptif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pola pendanaan perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia selama masa pandemi COVID-19 yaitu lebih banyak menggunakan pola pendanaan internal (ekuitas) dalam mengoperasikan perusahaan tetapi ada juga yang menggunakan pendanaan eksternal (utang).*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Sejak awal tahun 2020, *Coronavirus Disease* (COVID-19) yang berasal dari China menjadi peristiwa luar biasa dalam bidang kesehatan. Virus ini menyebabkan ketakutan karena banyaknya korban jiwa yang disebabkan oleh virus corona. Dampak lainnya dari pandemi terdapat banyak perusahaan kecil, menengah dan besar yang menghentikan aktivitas dan produksinya untuk sementara waktu. Tidak hanya tempat-tempat usaha makanan dan minuman yang harus ditutup untuk sementara, bahkan perusahaan-perusahaan dalam berbagai industri juga harus terdampak dari COVID-19 ini. Wabah ini turut memberikan dampak yang kurang baik terhadap perekonomian Indonesia.

COVID-19 juga berpengaruh pada perekonomian Indonesia, khususnya industri manufaktur yang merupakan salah satu industri yang berperan penting dalam pertumbuhan ekonomi nasional. Namun, dengan adanya pandemi COVID-19 aktivitas manufaktur di Indonesia terdampak signifikan. Akibat pandemi COVID-19, industri manufaktur menghadapi dua masalah utama yaitu yang pertama adalah pembatasan arus kas kemudian yang kedua, modal kerja diperlukan. Dua isu utama ini akan memberikan berbagai kebijakan yang mampu menerima berbagai masalah sesuai kebutuhan. Diharapkan dengan mendorong restrukturisasi kredit, langkah stimulus ini juga menjadi salah satu solusi atas keterbatasan arus kas. Saat kondisi sudah kembali beraktivitas secara normal, untuk menghidupkan kembali industri dibutuhkan modal kerja.

Pada akhir triwulan I-2020, *Purchasing Managers Index* (PMI) manufaktur Indonesia belum menunjukkan perubahan yang cukup baik. Hal ini dikarenakan banyaknya daerah yang terdampak COVID-19, membuat penurunan utilitas berbagai sektor manufaktur tak terhindarkan. Kecuali industri alat kesehatan dan farmasi, kapasitas produksi (output) beberapa industri turun hampir 50 persen. Pemerintah terus mendorong industri untuk beroperasi seperti biasa, tetapi tetap mematuhi prosedur protokol kesehatan yang ketat untuk menghindari wabah COVID-19. Dengan demikian, perlu dilakukan upaya untuk mendorong kembali investasi. Industri manufaktur memiliki peran penting dalam mendorong fleksibilitas dan perkembangan keuangan di Indonesia. Namun, ketika pemerintah memberlakukan *physical distancing* untuk membatasi aktivitas orang atau masyarakat di luar rumah dan fokus bekerja dari rumah. Hal ini tentunya berpengaruh pada perusahaan manufaktur, baik pemilik, pengelola dan buruh. Pertimbangan perusahaan juga berpusat pada harga bahan mentah yang terus meningkat akibat perubahan standar nilai tukar rupiah yang terus menurun. Kondisi ini menimbulkan kekhawatiran bagi para pelaku bisnis, khususnya manajer perusahaan, dalam menjaga perusahaannya agar tetap bekerja dengan baik dan menjaga sifat barangnya agar tetap dicari oleh pembeli sehingga dapat memahami prinsipnya. Mensejahterakan pendapatan pemegang saham merupakan tujuan perusahaan dalam manajemen keuangan. Perusahaan berusaha mengelola struktur modal dari berbagai sumber, baik dari dalam yang sumber pembiayaan melalui modal sendiri maupun dari luar melalui utang. Sehingga struktur modal menjadi peran penting dalam menjaga kestabilan perusahaan, karena salah mengambil tindakan dapat mempengaruhi segala aspek apalagi dengan adanya pandemik yang memaksa perusahaan dalam melakukan inovasi agar tetap dapat berkembang di tengah pandemik sekalipun.

Struktur modal merupakan gabungan sumber-sumber dana (saham preferen, utang dan modal sendiri) sebagai dana dasar yang dimiliki perusahaan Brigham & Houston (2019). Kesalahan saat merencanakan desain permodalan akan berakibat ekspansif jika perusahaan suka memanfaatkan banyak utang sehingga dapat membahayakan nilai perusahaan, terutama dalam mempertimbangkan kembali kepada pendukung keuangan. Untuk mengantisipasi kebangkrutan

perusahaan harus fokus pada standar kehakiman saat menggunakan utang dan meskipun kesepakatan perusahaan menurun, biaya operasional perusahaan harus tetap diselesaikan.

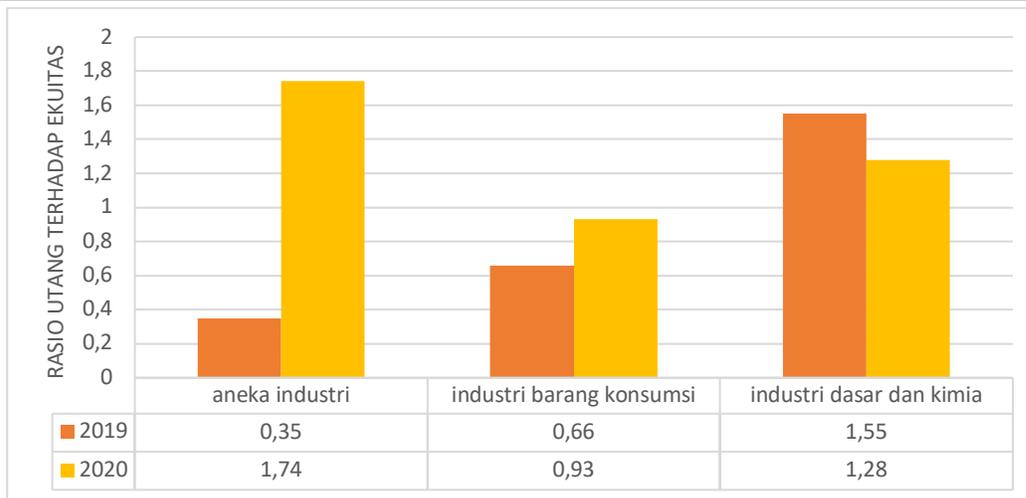
Masa pandemi seperti ini perusahaan harus dikelola dengan sebaik-baiknya, karena COVID-19 sangat berdampak pada keberlangsungan usaha, salah satu yang harus diperhatikan adalah struktur modal dari perusahaan harus digunakan seefisien mungkin sehingga perusahaan bisa terus berjalan meskipun dalam kondisi sulit sekalipun. Baker et al., (2017) mengungkapkan bahwa struktur modal salah satu faktor kunci penentu keberhasilan suatu usaha. Hal terpenting bagi sebuah perusahaan dimana struktur modal yang mengatur segala sesuatu yang akan dikerjakan oleh perusahaan dan keberlangsungan perusahaan.

Dalam pengelolaannya struktur modal harus dikelola dengan baik, untuk itu perusahaan lebih cenderung menggunakan teori *Pecking order* atau teori *Trade-off* yang telah tersedia dalam mengelola struktur modal. Dalam menentukan teori apa yang tepat dalam membantu perusahaan untuk mengelola struktur modal dengan kondisi pandemi seperti sekarang membutuhkan tenaga atau budget dalam menganalisis. Dari masalah tersebut maka peneliti ingin melakukan penelitian dengan membandingkan antara teori *Pecking order* dengan teori *Trade-off*, dari kedua teori tersebut diuji dan teori yang mana yang cocok dengan kondisi pandemi seperti sekarang sehingga dapat membantu perusahaan dalam menjaga kestabilan produksi dan keuntungan.

Teori struktur modal terus mengalami pertumbuhan dan perkembangan dari setiap penelitian yang dilakukan. Menurut Shyam-sunder et al., (1999) menguji model struktur modal tradisional terhadap alternatif model *pecking order* dari pembiayaan perusahaan, dengan ini Shyam-Sunder and Myers mengatakan bahwa model *Pecking Order* jauh lebih besar dari model *Trade-off* statis. Chirinko & Singha, (2000) mengidentifikasi faktor-faktor penentu struktur modal dan dapat menemukan perbedaan hipotesis dan yang mampu bersaing. Miglo, (2010) mencetuskan empat teori yang sering diteliti yaitu: *Market Timing*, *signal*, *Trade-off* dan *Pecking Order*. Dalam penelitian juga menyajikan model dasar dan ide-ide dari masing-masing teori, ada empat teori yang saling berhubungan langsung dengan informasi asimetris, masalah keagenan, pajak, dan biaya kebangkrutan. Sehingga Miglo dapat menguji teori mana yang lebih baik untuk digunakan oleh perusahaan. Kelen, (2014) melakukan pengujian teori struktur modal di Indonesia antara *Pecking Order*, *Trade-off*, dan *Market timing*. Hasil dari pengujian statistik pada penelitian ini membuktikan yang lebih banyak digunakan adalah teori *Pecking Order* pada perusahaan di Indonesia dibandingkan dengan teori *Trade-off* dan teori *Market timing*. Dari hasil pengujian statistik yang dilakukan oleh Amos, (2015) mengungkapkan bahwa antara teori *Trade-off* dan teori *Pecking order* terbukti bahwa *Pecking Order* lebih dominan digunakan oleh perusahaan.

Perdebatan antara teori *Trade-off* dan *Pecking Order* yang sudah diuji secara menyeluruh dalam penelitian-penelitian terdahulu tidak akan berakhir, tetapi terus berkembang karena penelitian yang dilakukan bukan keputusan yang mutlak harus digunakan. Karena semua keputusan tergantung pada manajer yang memegang peran untuk memilih teori mana yang baik untuk digunakan.

Di bawah ini adalah tabel data yang menjelaskan data struktur modal yang diukur melalui rasio utang terhadap ekuitas (DER) pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia yang membandingkan kondisi periode 2019 (sebelum pandemi COVID-19) dengan 2020 (setelah terjadi pandemi COVID-19).



Sumber: Indonesia Stock Exchange (2020)

Gambar 1. Rasio Utang Terhadap Ekuitas Perusahaan pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia

Berdasarkan Gambar 1.1 terlihat bahwa struktur modal dari perusahaan-perusahaan manufaktur pada tiga sektor di atas yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia menjelaskan pertumbuhan struktur modal sejak tahun 2019 sampai dengan tahun 2020 pada sektor Aneka Industri terjadi peningkatan dari 0,35 persen meningkat menjadi 1,74 persen, sektor Industri Barang Konsumsi meningkat dari 0,66 persen menjadi 0,93 persen, sedangkan sektor Industri Dasar dan Kimia mengalami penurunan dari 1,55 persen menjadi 1,28 persen. Dari data tersebut peneliti ingin melakukan penelitian dengan adanya pandemi yang terjadi di Indonesia yang juga mempengaruhi perekonomian Indonesia namun sektor Aneka Industri dan Industri Barang Konsumsi mengalami peningkatan struktur modal namun berbeda dengan sektor Industri Dasar dan Kimia yang mengalami penurunan sehingga peneliti ingin menganalisis pola pendanaan struktur modal perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama masa pandemi COVID-19. Sehingga tujuan dari penelitian ini yaitu menganalisis pola struktur modal di Indonesia pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia selama masa pandemi COVID-19 di Indonesia.

Teori Struktur Modal

Struktur modal adalah keseimbangan atau perbandingan antara pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pola pendanaan struktur modal digunakan lebih menggunakan ekuitas atau menggunakan utang untuk membiayai kegiatan operasi perusahaan-perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia terkhususnya pada saat pandemi COVID-19. Penanganan pendanaan dari luar adalah utang jangka pendek atau utang jangka panjang, begitupun dengan pendanaan dari dalam dibagi menjadi laba ditahan dan kepemilikan perusahaan. Memahami struktur modal sangat penting, karena status keuangan suatu perusahaan ditentukan oleh struktur modal. Oleh sebab itu, penting untuk memahami struktur modal, jika utang jangka panjang perusahaan melebihi laba ditahan, perusahaan dapat menderita kerugian besar. Struktur modal akan menyesuaikan keseimbangan dalam perusahaan.

Penggunaan struktur modal menjadi bahan penelitian yang terus dilakukan dalam manajemen keuangan. Keputusan manajer dalam menentukan struktur modal adalah suatu hal penting dalam manajemen keuangan, dimana kualitas sebuah perusahaan dapat dilihat pada aktivitas operasi. Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang menjadi tolak ukur dan menjawab fenomena yang terjadi terkait struktur modal.

Modigliani & Miller (1958) berpendapat bahwa struktur modal tidak ada kaitannya dengan *corporate value*. Untuk membangun teori tersebut dengan dugaan seperti tidak ada pajak dan biaya pajak, di masa depan semua investor dan manajemen peluang investasi memperoleh informasi yang sama, investor bisa berutang dengan suku bunga yang sama dari perusahaan dan penggunaan utang tidak berpengaruh pada pendapatan sebelum bunga pajak dan jika perusahaan mengalami kebangkrutan maka aset dapat dijual pada harga pasar. Teori Modigliani dan Miller tanpa pajak dianggap tidak masuk akal dan banyak mendapat kritikan. Modigliani, (1963) memodifikasikan dan memasukkan pajak ke dalam teori. Dana yang dikeluarkan sebagai kewajiban perusahaan dalam membayar pajak ke pemerintah. Utang dapat menjadi alternatif bagi perusahaan untuk meminimalkan nilai pembayaran pajak. Menurut Musthafa (2017) struktur modal adalah keseimbangan antara jumlah utang jangka pendek, saham preferen dan saham biasanya yang sifatnya permanen. Kebijakan struktur modal adalah pemeliharaan antara dampak dan keuntungan yang diharapkan.

Bagi perusahaan masalah yang terpenting adalah struktur modal sehingga struktur permodalannya menjadi secara langsung mempengaruhi status keuangan perusahaan (Ridho, 2019). Dalam mengelola dan menjalankan sebuah perusahaan agar mendapatkan keuntungan membutuhkan dana untuk mendanai kegiatan operasional dan investasi (Komara et al., 2016). Menentukan struktur modal sebuah perusahaan menjadi sebuah dasar yang baik dan penting bagi sebuah perusahaan (Nita Septiani & Suaryana, 2018). Membandingkan sumber pendanaan yang benar berdampak pada struktur modal yang bagus.

Nilai optimal dari struktur modal perusahaan dapat disimpulkan dari komposisi antara utang dan modal perusahaan, komposisi yang baik juga akan meningkatkan nilai dari perusahaan itu sendiri (Nugroho, 2014). Secara umum, perusahaan memiliki tujuan utama yaitu memaksimalkan kualitas perusahaan. Kualitas perusahaan yang semakin tinggi berpengaruh pada kesejahteraan pemegang saham, kualitas perusahaan juga menjadi dasar kokoh bagi sebuah perusahaan untuk melaksanakan aktivitas operasional dan mampu memperoleh keuntungan maksimal untuk perusahaan (Nadzirah et al., 2016).

Keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan diprioritaskan bagi para pemegang saham. Pemegang saham menginginkan pengembalian dengan jumlah tertentu dan risikonya kecil. Pemegang saham akan lebih sejahtera dan akan menjadi daya tarik jika tingginya tingkat pengembalian dan harga saham juga meningkat. Dengan kesejahteraan pemegang saham yang terjamin dan meningkatnya harga saham akan berdampak pada kelangsungan perusahaan dalam menjalankan bisnis dan pengembangan kedepannya. Jadi untuk mempengaruhi struktur modal itu sendiri harus mempertimbangkan banyak faktor.

Menurut Rahmadani (2019) terdapat beberapa faktor sebelum menentukan struktur modal dikarenakan faktor-faktor tersebut terhubung dengan manajemen perusahaan dalam kelangsungan hidup perusahaan yang telah ditentukan. Dalam mengambil keputusan struktur modal tersebut perusahaan dihadapkan antara teori *Pecking order* dan teori *Trade-off*.

Teori *pecking order*

Pada tahun 1961 Donaldson menjadi orang pertama yang mengemukakan teori ini, namun penamaan teori *Pecking order* dikemukakan oleh Stewart C, Myers tahun 1984. Teori ini menggambarkan terdapat semacam tata urutan (*Pecking Order*) penggunaan modal oleh perusahaan. Teori ini juga lebih menggunakan pendanaan dari dalam atau menggunakan modal sendiri (menggunakan laba yang ditahan) dibandingkan modal dari luar (menerbitkan saham baru).

Teori ini memberi gambaran mengenai preferensi manajer dalam menentukan pendanaan yang tepat dengan modal sendiri sebagai sumber dana utama, jika pendanaan menggunakan

modal sendiri tidak memadai maka dapat menggunakan utang untuk memenuhi dana yang dibutuhkan. Selain itu, teori *pecking order* juga menjelaskan informasi asimetris antara manajer dan investor pertanyaan utama tentang situasi internal perusahaan keputusan struktur modal. Ketika suatu perusahaan mempunyai tingkat laba tinggi maka cenderung memiliki biaya utang yang lebih rendah karena investasi keuangannya lebih banyak menggunakan dana internal.

Teori *pecking order* menjelaskan mengapa perusahaan memiliki daya laba yang tinggi cenderung memiliki lebih sedikit utang. Ini karena perusahaan tidak perlu dana dari luar, karena perusahaan dengan laba yang tinggi cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi (Hanafi, 2016). Utang menjadi salah satu sumber pendanaan bagi perusahaan yang ingin berkembang. Namun itu dilakukan apabila dana sendiri dari perusahaan seperti laba ditahan dan modal sendiri sudah tidak memadai lagi. Sebelum melakukan pinjaman diperlukan analisis keuntungan dan kerugian jika melakukan pinjaman sehingga pilihan berutang yang diambil oleh perusahaan menjadi pilihan yang tepat.

Menurut Husnan (2015) teori *pecking order* merupakan urutan sumber pendanaan sendiri (Laba ditahan) dan dari luar (penerbitan saham baru). Teori *pecking order* memberi gambaran pendanaan yang digunakan oleh perusahaan. Teori *pecking order* menjelaskan alasan perusahaan secara umum memperoleh keuntungan yang berasal dari jumlah pinjaman yang kecil. Dengan alasan bahwa kebutuhan dana eksternal yang sedikit dan bukan dari target rasio utang yang tinggi.

Perusahaan dengan tingkat keuntungan tidak stabil atau kurang baik maka akan menggunakan utang sebagai jalan keluarnya karena dua hal ini yaitu kurangnya dana dalam memenuhi kebutuhan perusahaan dan lebih menyukai melakukan pinjaman dibandingkan menggunakan modal sendiri (Indriyani, 2020). Menggunakan modal sendiri lebih baik dibandingkan modal dari luar karena pendanaan dari dalam perusahaan menjaga perusahaan agar tidak menggunakan pendanaan dari luar. Jika memperoleh pendanaan yang dibutuhkan perusahaan tanpa harus di publik sebagai dampak dari diterbitkan saham baru. Pendanaan dari luar lebih menjadi pilihan perusahaan dibandingkan dengan pendanaan dari dalam karena dua alasan. Alasan pertama yaitu pertimbangan pengeluaran, biaya emisi obligasi lebih rendah ketimbang menerbitkan saham baru. Karena dampak menerbitkan saham baru adalah menurunnya saham yang lama. Kedua adalah bahwa manajer mengkhawatirkan tentang penerbitan saham baru diduga oleh investor sebagai berita kurang baik menyebabkan *stock price* akan menurun. Hal ini bisa terjadi karena informasi yang didapatkan oleh pihak manajemen dan investor tidak simetris (Husnan, 2015).

Menurut perhitungan *finansial defisit* digunakan untuk mendeteksi penerapan teori *pecking order*. Ada dua tahap perhitungan. Tahap pertama bandingkan antara nilai aset bersih dan laba ditahan. Jika nilai aset bersih lebih kecil dari nilai laba ditahan, Jika nilai net asset lebih kecil daripada *retained earning*, hal ini menunjukkan bahwa modal sendiri telah mampu memenuhi seluruh kebutuhan dana, teori *pecking order* dapat dikatakan telah diterapkan jika kebutuhan dana mampu dipenuhi dana internal. Sebaliknya jika laba ditahan lebih kecil maka dilakukan pengujian tahap kedua, dimana membandingkan dua sumber dana eksternal (utang jangka panjang dan ekuitas). bila jumlah kewajiban tidak lancar positif, berarti ada tambahan utang sebagai dana eksternal dan sesuai dengan susunan pendanaan teori *pecking order*. Dari situasi tersebut tergambar adanya penerapan teori *pecking order*.

Teori Trade-off

Modigliani dan Miller pertama kali mengembangkan teori *Trade-off* pada tahun 1963 melalui sebuah artikel dengan judul *Corporate Income Taxes on the Cost of Capital: A Correction*. Teori ini menjelaskan besaran utang perusahaan dan modal internal perusahaan yang

digunakan agar biaya yang dikeluarkan dan keuntungan yang diperoleh bisa seimbang. Inti teori *Trade-off* dalam struktur modal adalah menggunakan utang agar menyeimbangkan manfaat dan biaya. Jika profit lebih tinggi maka perusahaan boleh menambah utang dan berlaku juga sebaliknya (Modigliani & Miller., 1963).

Teori *Trade-off* menggambarkan kualitas suatu perusahaan yang dapat dilihat melalui struktur modal perusahaan tersebut. Inti dari teori *trade-off* pada struktur modal yaitu untuk menjaga kestabilan manfaat yang diperoleh dari pengambilan utang, selama manfaat lebih besar dari kerugian penggunaan utang, penambahan utang masih diperbolehkan. Pada saat yang sama, jika pengorbanan yang disebabkan oleh penggunaan utang lebih besar, tidak ada tambahan utang yang diizinkan. Teori ini perusahaan jadikan dasar dalam mempertahankan struktur modal yang telah menjadi target untuk memaksimalkan nilai pasar.

Menurut Umdiana dan Claudia (2020) *Trade-off* disebut teori yang menggunakan dana pinjaman untuk memperoleh hasil yang lebih, perusahaan menggunakan insentif pajak untuk pembiayaan utang dengan imbalan masalah dan dapat menyebabkan kebangkrutan. *Trade-off* adalah teori struktur yang mengutamakan utang dalam pendanaan perusahaan dengan akibat yang timbul dari utang tersebut (Pasaribu, 2017).

Struktur modal dikatakan baik apabila memperoleh keuntungan yang diperoleh dengan menggunakan utang yang berimbang dengan menetapkan biaya kebangkrutan dan biaya agen juga disebut dengan model teori *trade-off*. Struktur modal yang optimal yaitu adanya keseimbangan antara penghematan pajak atau utang yang digunakan terhadap biaya kebangkrutan. Menurut (Indriyani, 2020) kondisi turunnya kredibilitas suatu perusahaan, biaya keagenan meningkat dan kesulitan dalam hal biaya keuangan adalah pengertian dari biaya kebangkrutan. Perusahaan mengharapkan adanya struktur modal optimal jika dapat memaksimalkan nilai perusahaan dengan baik.

Untuk mencapai struktur modal yang optimal, perusahaan perlu menyeimbangkan biaya agensi dari kesulitan keuangan dan keuntungan pajak dari pembiayaan utang. Jika *present value* dari *debt tax shield* sama dengan *present value* dari *cost of debt financial distress*, maka struktur modal sudah optimal. Teori tersebut menegaskan apabila perusahaan menggunakan indikator *earning per share* (EPS) agar nilai perusahaan tinggi maka biaya investasi tambahan wajib menggunakan utang. Dikarenakan adanya pembiayaan utang dan perusahaan dapat mempertahankan jumlah saham yang beredar melalui penghematan pajak yang diperoleh. Situasi ini akan mendorong laba per saham (EPS) yang lebih tinggi. Di sisi lain, jika perusahaan tidak dapat membayar bunga dan pokok karena manajemen investasi yang buruk, perusahaan berada di ambang kebangkrutan.

METODE PENELITIAN

Silaen et al. (2019) populasi adalah suatu objek atau keseluruhan objek maupun individu dengan karakteristik tertentu untuk dipelajari. Populasi disebut juga seluruh tempat dan bagian dari objek penelitian. Populasi dari penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2020 yang terdampak COVID-19, terdapat 182 perusahaan yang terbagi dalam 3 sektor yaitu: Industri Dasar dan Kimia, Aneka Industri, dan Industri Barang Konsumsi.

Dalam penelitian ini sampel yang digunakan adalah teknik *purposive sampling*. Kriteria penarikan sampel harus ditetapkan agar tidak terjadi kesalahan saat penentuan sampel penelitian sehingga sampel yang digunakan akan mempengaruhi hasil analisis. Kriteria yang ditetapkan dalam penelitian ini yaitu: a) perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada Tahun 2020, b) laporan keuangan lengkap yang dikeluarkan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur pada Tahun 2020, c) laporan keuangan disajikan dalam mata uang rupiah. Laporan

keuangan yang menggunakan mata uang selain rupiah dikeluarkan karena dalam perhitungan struktur modal yang dilakukan merupakan menganalisis pola pendanaan yang digunakan selama masa pandemi COVID-19, sehingga nilai yang dikonversi dengan menggunakan kurs pada satu tanggal cenderung memberikan hasil yang kurang dibandingkan dengan nilai perusahaan lain yang tercatat dalam rupiah, d) utang terhadap ekuitas dan utang terhadap aset menggunakan rasio antara 0,5 hingga 1,0, karena umumnya standar rasio ini bisa diterima oleh para investor dan kreditur.

Berdasarkan kriteria di atas, maka sampel yang akan digunakan adalah sebanyak 154 perusahaan dalam penelitian ini. Data sekunder adalah data yang diperoleh berdasarkan studi dokumentasi terhadap kegiatan perusahaan yang dilaksanakan guna untuk memenuhi data yang dibutuhkan (Wardiyanta et al., 2017). Data sekunder merupakan data yang diambil bukan dari sumber datanya secara langsung. Dalam penelitian ini data diperoleh dengan cara mengunduh laporan keuangan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2020, dan semua laporan keuangan perusahaan yang diunduh melalui *website* BEI adalah sampel dari penelitian ini. Teknik pengumpulan data menggunakan studi dokumentasi yang merupakan teknik pengumpulan data dengan cara dipilih oleh peneliti untuk memenuhi kebutuhan data dalam penelitian ini. Dokumen ini adalah catatan tentang apa yang terjadi.

Berikut ini variabel dan penelitian ini menggunakan pengukuran seperti tersaji pada tabel berikut:

Tabel 1. Pengukuran Penelitian

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Sumber
Struktur Modal (DEBT)	1) Utang jangka panjang perusahaan setiap tahunnya. 2) Jumlah Utang dibagi Ekuitas. 3) Utang Jangka Panjang dibagi ekuitas.	D/E, D/A, SD/E, SD/A, LD/E, LD/A	Shyam-sunder & Myers, (1999)

Keterangan simbol:

SD = Total Utang Jangka Pendek (*Short Debt*)

LD = Total Utang Jangka Panjang (*Long Debt*)

D/E = Total Utang dibagi Total Ekuitas (*Debt to Equity*)

D/A = Total Utang dibagi Total Aset (*Debt to Asset*)

SD/E = Total Utang Jangka Pendek dibagi Ekuitas (*Short Debt to Equity*)

SD/A = Total Utang Jangka Pendek dibagi Aset (*Short Debt to Asset*)

LD/E = Total Utang Jangka Panjang dibagi Ekuitas (*Long Debt to Equity*)

LD/A = Total Utang Jangka Panjang dibagi Aset (*Long Debt to Asset*)

Menurut Shyam-Sunder & Myers (1999) pendanaan perusahaan dengan model *pecking order* dapat dijelaskan bahwa perusahaan akan menerbitkan utang jika dana *internal* tidak mampu penuhi investasi dan kebijakan dividen. Ekuitas diterbitkan apabila kondisi perusahaan mungkin hanya mampu mengeluarkan "*junk debt*" dan biaya kesulitan keuangan tinggi.

Teknik analisis data yang digunakan adalah deskriptif kuantitatif yaitu menggunakan statistik deskriptif. Menurut Hilgers et al., (2019) statistik deskriptif adalah tingkat kegunaannya untuk menggambarkan karakteristik yang dimiliki oleh sekumpulan data sehingga dapat ditarik informasi yang mudah dipahami. Data yang dianalisis dengan menggunakan statistik deskriptif yaitu dengan cara:

- a. Menghitung nilai *Debt to Equity*, yaitu perbandingan antara total utang dengan total ekuitas;
- b. Menghitung nilai *Debt to Asset* yaitu total utang banding total aset;
- c. Menghitung nilai *Short Debt to Equity*, yaitu perbandingan antara utang jangka pendek dengan ekuitas;
- d. Menghitung nilai *Short Debt to Asset*, yaitu perbandingan utang jangka pendek dengan aset;
- e. Menghitung nilai *Long Debt to Equity*, yaitu perbandingan utang jangka panjang dengan ekuitas
- f. Menghitung nilai *Long Debt to Asset*, yaitu perbandingan utang jangka panjang dengan aset;
- g. Kemudian menghitung rata-rata (*mean*) yaitu jumlahkan seluruh data lalu membaginya dengan banyaknya data.
- h. Menghitung nilai median dengan cara mengurutkan data dari nilai terkecil hingga nilai data terbesar lalu dibagi dua.
- i. Menghitung simpangan baku untuk mengukur seberapa besar kemencengan data.
- j. Nilai maksimum untuk menentukan berapa nilai terbesar dari data yang telah dianalisis.
- k. Nilai minimum untuk menentukan berapa nilai terkecil dari data yang telah dianalisis.

HASIL, ANALISIS, DAN PEMBAHASAN

Karakteristik Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari laporan keuangan perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia yang terdiri dari tiga sektor yaitu aneka industri, industri barang konsumsi serta industri barang dan kimia selama masa pandemi COVID-19. Dengan menggunakan laporan keuangan tahunan pada tahun 2020 dan terdapat 154 perusahaan yang memenuhi kriteria penarikan sampel. Teknik analisis data menggunakan teknik analisis deskriptif yang ditampilkan dalam tabel maupun grafik yang dihitung dalam rata-rata yang diperoleh, median, simpangan baku, nilai maksimum dan nilai minimum.

Hasil dan Analisis

Berikut ini disajikan tabel yang menunjukkan hasil analisis deskriptif dari data yang telah diolah oleh peneliti yang terdiri dari jumlah data (*n*), rata-rata (*mean*), median, simpangan baku dan nilai minimum dan maksimum. Hasil analisis data dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 2. Analisis Deskriptif

Statistik Deskriptif	D/E	D/A	SD/E	SD/A	LD/E	LD/A
Jumlah data (<i>n</i>)	154	154	154	154	154	154
Rata-rata	2,10	0,48	1,30	0,30	0,79	0,17
Median	0,83	0,46	0,49	0,28	0,17	0,10
Simpangan baku	9,45	0,37	4,65	0,19	4,96	0,33
Maksimum	114,29	3,93	53,05	1,07	61,24	3,82
Minimum	-2,01	0,00	-1,08	0,00	-1,30	0,00

Sumber: Data diolah (2021)

Debt to Equity (D/E)

Dari Tabel 4.1. di atas dapat dilihat bahwa nilai utang terhadap aset (D/E) menunjukkan nilai *mean* data sebesar 2,10 kali dengan median (nilai tengah) sebesar 0,83 dan nilai simpangan baku sebesar 9,45. Sehingga menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI memiliki tingkat utang yang tinggi selama masa pandemi COVID-19. Dalam hal ini perusahaan

dalam kondisi yang tidak baik karena nilai rata-rata utang terhadap ekuitas yang tinggi. Nilai maksimum utang terhadap ekuitas (D/E) sebesar 114,29 diperoleh dari perusahaan PT Asia Pacific Investama Tbk dan nilai minimum yang diperoleh dari perusahaan Tirta Mahakam Resources Tbk sebesar -2,01.

Berikut ini adalah tabel yang menunjukkan nilai utang terhadap aset pada perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI. Perhitungan di bawah ini adalah perusahaan yang nilai ekuitasnya negatif dihilangkan:

Tabel 3. Nilai Debt to Equity

Statistik Deskriptif	D/E
D/E di atas 1	64
D/E di bawah 1	87
D/E sama dengan 1	1
n (jumlah data)	152

Sumber: Data diolah (2021)

Dari data pada Tabel 4.2. di atas dapat diketahui bahwa terdapat 64 perusahaan yang memiliki nilai utang terhadap ekuitas di atas 1, 87 perusahaan yang memiliki nilai utang terhadap ekuitas dan terdapat 1 perusahaan yang memiliki nilai utang terhadap aset sama dengan 1 kali. Perusahaan yang memiliki D/A di atas 1 menunjukkan bahwa perusahaan cenderung menggunakan ekuitas untuk membiayai utang perusahaan, sedangkan perusahaan yang D/A di bawah 1 menunjukkan perusahaan yang tidak menggunakan ekuitas untuk membiayai utang perusahaan, dan yang D/A sama dengan 1 menjelaskan perusahaan yang menggunakan ekuitas untuk mengelola utangnya.

Debt to Asset (D/A)

Tabel 4.1. menunjukkan bahwa nilai rasio utang terhadap aset memiliki rata-rata sebesar 0,48 dengan nilai tengah (median) adalah sebesar 0,46 yang diperoleh perusahaan PT Impack Pratama Industri Tbk dan nilai simpangan baku sebesar 0,37. Berarti bahwa perusahaan cenderung menggunakan aset daripada utang yang dilihat dari nilai rata-rata sebesar 0,48 atau di bawah 0,5 yang menunjukkan bahwa perusahaan dalam keadaan baik. Nilai maksimum yang diperoleh dari perusahaan Jakarta Kyoei Steel Works Tbk sebesar 3,39 kali dan nilai minimum yang diperoleh dari adalah sebesar 0,00 kali di perusahaan PT Buana Artha Anugerah Tbk.

Berikut ini adalah tabel yang menunjukkan nilai utang terhadap aset pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Perhitungan di bawah ini adalah perusahaan yang nilai asetnya negatif dihilangkan:

Tabel 4. Nilai Debt to Asset

Statistik Deskriptif	D/A
D/A di atas 0,5	64
D/A di bawah 0,5	85
D/A sama dengan 0,5	3
n (jumlah data)	152

Sumber: Data diolah (2021)

Dari Tabel 4.3. di atas dapat dilihat bahwa terdapat 64 perusahaan yang memiliki nilai utang terhadap aset di atas 0,5 kali, 85 perusahaan yang memiliki nilai utang terhadap aset di bawah 0,5 kali dan ada 3 perusahaan yang memiliki nilai utang terhadap aset sebesar 0,5 kali.

Perusahaan yang memiliki D/A di atas 0,5 menunjukkan bahwa perusahaan cenderung menggunakan aset untuk membiayai utang perusahaan, sedangkan, perusahaan yang D/A di bawah 0,5 menunjukkan perusahaan yang tidak menggunakan aset untuk membiayai utang perusahaan menggunakan, dan yang D/A sama dengan 0,5 menerangkan berapa banyak perusahaan yang menggunakan aset untuk mengelola utangnya.

Short Debt to Equity (SD/E)

Berdasarkan data pada Tabel 4.1. dapat dilihat bahwa utang jangka pendek terhadap ekuitas memiliki nilai rata-rata sebesar 1,30 tahun, nilai median (nilai tengah) sebesar 0,49 dan nilai simpangan baku sebesar 4,65. Dalam hal ini perusahaan-perusahaan manufaktur yang ada di BEI selama masa COVID-19 tidak dapat melunasi kewajiban jangka pendek menggunakan modal sendiri dalam waktu di bawah satu tahun. Nilai maksimum utang jangka pendek terhadap modal sendiri (ekuitas) ada pada perusahaan PT Asia Pacific Investama Tbk sebesar 53,05 sedangkan nilai minimum utang terhadap ekuitas ada pada perusahaan Tirta Mahakam Resources Tbk sebesar -1,08.

Short Debt to Asset (SD/A)

Data pada Tabel 4.1. dapat diketahui bahwa nilai utang jangka pendek terhadap aset mempunyai nilai rata-rata sebesar 0,30 tahun, nilai tengah sebesar 0,28 dan nilai simpangan baku sebesar 0,19. Pada kondisi ini perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI selama masa pandemi COVID-19 mampu membiayai utang jangka pendeknya menggunakan aset perusahaan. Adapun nilai maksimum utang jangka pendek terhadap aset adalah sebesar 1,07 yaitu pada perusahaan Tirta Mahakam Resources Tbk sedangkan nilai minimum ada pada perusahaan Duta Pertiwi Nusantara Tbk sebesar 0,00.

Long Debt to Equity (LD/E)

Pada Tabel 4.1. menunjukkan nilai utang jangka panjang terhadap modal sendiri memiliki rata-rata sebesar 0,7 tahun, median sebesar 0,17 dan simpangan baku sebesar 4,96. Berarti selama masa pandemi COVID-19 perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI dinilai baik karena mampu membiayai utang jangka panjang menggunakan modal sendiri dalam waktu kurang dari satu tahun. Adapun nilai maksimum utang jangka panjang terhadap modal sendiri sebesar 61,24 yaitu pada perusahaan PT Asia Pacific Investama Tbk dan nilai minimum utang jangka panjang terhadap modal sendiri adalah sebesar -1,30 yaitu pada perusahaan Jakarta Kyoei Steel Works Tbk.

Long Debt to Asset (LD/A)

Pada Tabel 4.1. nilai utang jangka panjang terhadap aset memiliki *mean* sebesar 0,17, *median* sebesar 0,10 dan nilai simpangan baku sebesar 0,33. Perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI selama masa pandemi COVID-19 mampu membiayai utang jangka panjang menggunakan aset dalam jangka waktu kurang dari satu tahun. Adapun nilai maksimum utang jangka panjang terhadap aset adalah sebesar 3,82 yaitu pada perusahaan Jakarta Kyoei Steel Works Tbk dan nilai minimum utang jangka panjang terhadap aset adalah sebesar 0,00 pada perusahaan PT Buana Artha Anugerah Tbk.

Pembahasan

Struktur modal pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia selama masa COVID-19 perlu diperhatikan. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa pola pendanaan perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI selama masa COVID-19 yaitu lebih banyak menggunakan pendanaan internal dalam mengoperasikan perusahaan. Hal ini dilihat dari

hasil analisis yang menunjukkan bahwa penggunaan ekuitas lebih banyak dibandingkan dengan utang. Dalam melakukan kegiatan operasi perusahaan lebih banyak menggunakan ekuitasnya daripada utang baik utang jangka panjang maupun utang jangka pendek namun tidak menutup kemungkinan bahwa ada saatnya perusahaan memutuskan agar biaya operasional perusahaan bersumber dari utang. Peneliti berpendapat bahwa selama masa pandemi COVID-19, perusahaan-perusahaan manufaktur mampu mengelola utangnya dengan baik sehingga tidak mengalami dampak selama masa pandemi COVID-19.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa teori *pecking order* adalah teori yang cenderung digunakan oleh perusahaan dalam mengelola pola pendanaan struktur modal. Apabila menggunakan teori *pecking order* struktur modalnya lebih dominan menggunakan ekuitas, sehingga ekuitas mampu membiayai operasional perusahaan dengan tingkat risiko yang lebih rendah dengan tingkat keuntungan yang terbatas. Namun, jika teori *trade-off* struktur modalnya lebih cenderung menggunakan utang untuk mengoperasikan perusahaan dengan tingkat risiko yang tinggi tetapi tingkat keuntungan juga lebih tinggi. Pada penelitian ini terbukti bahwa teori *pecking order* lebih banyak digunakan untuk pola pendanaan struktur modal di perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI selama pandemi COVID-19 tetapi terdapat beberapa perusahaan yang menggunakan teori *trade-off* atau menggunakan utang lebih banyak untuk operasional perusahaan.

Dapat dilihat dari tabel hasil analisis menunjukkan bahwa teori *pecking order* lebih banyak digunakan karena perusahaan mampu mengelola dana internal atau ekuitas untuk membiayai *debt to asset* (D/A), *short debt to equity* (SD/E), *short debt to asset* (SD/A), *long debt to equity* (LD/E), dan *long term to asset* (LD/A). Sedangkan, *debt to equity* pada tabel di atas menjelaskan bahwa perusahaan dinilai tidak baik karena perusahaan tidak mampu membiayai utang dengan modal sendiri (ekuitas) perusahaan. Penelitian yang sama dilakukan oleh Syafariah & Eduardus (2020) menunjukkan bahwa teori *pecking order* lebih cenderung digunakan pada perusahaan yang bukan dibidang keuangan di Indonesia apabila defisit keuangannya positif dan variabel profitabilitas serta ukuran perusahaan bernilai negatif. Demikian juga penelitian yang dilakukan oleh Pontoh (2018) bahwa di Indonesia penggunaan struktur modal cenderung menggunakan teori *pecking order*. Secara empiris, pada perusahaan-perusahaan terbuka penggunaan *long debt* akan cenderung rendah jika investasi yang diambil berisiko bisnis tertentu.

Penelitian serupa dilakukan oleh Akhtar et al. (2021) bahwa perusahaan lebih menggunakan utang jangka pendek (*short debt*) daripada utang jangka panjang (*long debt*). Kontribusi utang jangka pendek merupakan pilihan utama sumber utang dalam pembiayaan kembali yang lebih tinggi bagi perusahaan. Selain itu juga, penggunaan utang merupakan alternatif yang tepat bagi perusahaan dalam menambah pendanaan perusahaan sehingga kondisi perusahaan tidak semakin memburuk. Keuntungan dari keputusan untuk pendanaan eksternal juga adalah perusahaan memperoleh bunga sebagai pengurang pajak. Utang juga dapat menuntut agar perusahaan dapat memenuhi kewajibannya sehingga berdampak positif bagi perusahaan. Namun, dalam penelitian ini perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI pada masa pandemi COVID-19 lebih cenderung menggunakan modal sendiri dibandingkan utang.

Penelitian selanjutnya oleh Kelen (2014) dengan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa teori *pecking order* lebih dominan dibandingkan *trade-off* dan *market timing*. Tetapi bukan berarti bahwa kedua teori tersebut tidak berlaku karena terbukti signifikan di beberapa model penelitian. Demikian juga hasil penelitian yang dilakukan oleh Amos (2015) bahwa teori *pecking order* lebih dominan daripada teori *trade-off* yang dibuktikan dari hasil regresi terhadap beberapa model penelitian menunjukkan bahwa defisit keuangan lebih dominan dibandingkan target utang. Kedua penelitian di atas sejalan dengan hasil penelitian ini karena terbukti bahwa teori *pecking order* lebih banyak digunakan dalam pendanaan struktur modal dibandingkan dengan

teori *trade-off* namun tidak menutup kemungkinan bahwa teori *trade-off* terbukti pada beberapa perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis deskriptif yang telah dilakukan pada 154 perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan statistik deskriptif, maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI lebih dominan menggunakan pola pendanaan modal sendiri atau pendanaan internal dibandingkan menggunakan utang atau pendanaan eksternal pada masa pandemi COVID-19.

Hal ini membuktikan bahwa teori *pecking order* adalah teori yang relevan digunakan oleh perusahaan dalam mengelola pola pendanaan struktur modal. Dapat dilihat dari tabel hasil analisis menunjukkan lebih banyak menggunakan teori *pecking order* karena perusahaan mampu mengelola dana internal untuk membiayai utang terhadap aset, utang jangka pendek terhadap modal sendiri (ekuitas), utang jangka pendek terhadap aset, utang jangka panjang terhadap ekuitas, dan utang jangka panjang terhadap aset. Sedangkan, *debt to equity* pada tabel di atas menjelaskan bahwa perusahaan dinilai tidak baik karena perusahaan tidak mampu membiayai utang dengan modal sendiri (ekuitas) perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa pola pendanaan struktur modal dengan teori *pecking order* lebih banyak digunakan karena secara perhitungan banyak perusahaan yang menggunakan ekuitas daripada utang tetapi bukan berarti bahwa teori *trade-off* tidak terbukti dalam penelitian ini karena terdapat beberapa perusahaan yang menggunakan utang yang tinggi daripada ekuitas di masa pandemi COVID-19.

Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas peneliti memberikan saran sebagai berikut: Perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia agar lebih bijak dalam mengelola dana eksternal selama masa pandemi COVID-19. Agar perusahaan lebih efektif dan efisien dalam menggunakan dana, sehingga risiko yang dihadapi oleh perusahaan lebih rendah ketika menggunakan modal sendiri dibandingkan menggunakan pendanaan eksternal dengan tingkat risiko yang tinggi. Penelitian ini hanya menguji pola struktur modal secara analisis deskriptif, maka untuk peneliti selanjutnya mencoba meneliti secara statistik parametrik dengan menggunakan uji pengaruh untuk pembuktian teori *pecking order* dan teori *trade-off* terhadap struktur modal dan memperpanjang periode penelitian misalnya tahun 2020 dan 2021.

DAFTAR PUSTAKA

- Alamsyah, F., & Madyan, M. (2021). Pengaruh Board Characteristics Proporsi Woman On Board Pada Kinerja Keuangan. *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*, 8(2). doi:<https://doi.org/10.35794/jmbi.v8i2.34663>
- Akhtar, M., Yusheng, K., Haris, M., Ain, Q. U., & Javaid, H. M. (2021). Impact of financial leverage on sustainable growth, market performance, and profitability. In *Economic Change and Restructuring* (Issue 0123456789). Springer US. <https://doi.org/10.1007/s10644-021-09321-z>
- Amos, J. (2015). *Pengujian Pola Pendanaan Perusahaan dengan Teori Pecking Order dan Teori Trade-Off pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*.
- Arxiliria, & Prima, Y. S. S. E. M. A. (2016). Kebijakan Struktur Modal : Pengujian Trade-Off

Theory dan Pecking Order Theory. *Angewandte Chemie International Edition*.

- Baker, H. K., Kumar, S., Colombage, S., & Singh, H. P. (2017). Working capital management practices in India: survey evidence. *Managerial Finance*, 43(3), 331–353. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2016-0186>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management 15 Edition*. Cengage Learning.
- Chirinko, R. S., & Singha, A. R. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: A critical comment. *Journal of Financial Economics*, 58(3), 417–425. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00078-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00078-7)
- Cristina, Y. M. (2016). Pengujian Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory dalam Penentuan Kebijakan Struktur Modal. *Laboratorium Penelitian Dan Pengembangan Farmaka Tropis Fakultas Farmasi Universitas Mulawarman, Samarinda, Kalimantan Timur*.
- Hanafi, M. M. (2016). *Manajemen Keuangan edisi 2*. BPFEE.
- Hilgers, R.-D., Heussen, N., & Stanzel, S. (2019). *Statistik, deskriptif* (Issue 1). https://doi.org/10.1007/978-3-662-48986-4_2900
- Husnan, S. dan E. P. (2015). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan (Ketujuh)*. UPP STIM YKPN.
- IndonesiaStockExchange. (2020). *Idx statistics 2020*. 6.
- Indriyani, E. (2020). COVID-19 dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur. *AL-TSARWAH*, 3.
- Kelen, L. H. S. (2014). *Teori Struktur Modal Di Indonesia Apakah Pecking Order, Trade-Off Atau Market Timing?*
- Komara, A., Hartoyo, S., & Andati, T. (2016). Analisis Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan Pada PERusahaan Otomotif. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 20(1), 10–21.
- Miglo, A. (2010). *Teori Waktu Pasar dari Struktur Modal : Tinjauan*. 203.
- Modigliani, F., & Miller., M. H. (1963). *Taxes and the Cost of Capital: A. Correcti*. American Economic Review.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review.
- Musthafa. (2017). *Manajemen Keuangan*. CV Andi Offset.
- Nadzirah, Yudiaatmaja, F., & Cipta, W. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal. In *E-Journal Bisma*. Universitas Pendidikan Ganesha.
- Nita Septiani, N. P., & Suaryana, I. G. N. A. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan,

Struktur Aset, Risiko Bisnis dan Likuiditas pada Struktur Modal. *E-Jurnal Akuntansi*, 22, 1682. <https://doi.org/10.24843/eja.2018.v22.i03.p02>

- Nugroho, N. C. (2014). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, Dan Umur Perusahaan Terhadap Struktur Modal Usaha Mikro Kecil Dan Menengah Kerajinan Kuningan Di Kabupaten Pati. *Management Analysis Journal*, 3(2), 6–10. <https://doi.org/10.15294/maj.v3i2.3951>
- Pasaribu, D. (2017). Pengujian Teori Pecking Model Dan Trade-Off Dalam Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Chemical Information and Modeling*, 110(9), 1689–1699.
- Pontoh, W. (2018). Pengujian Teori Pecking Order Atas Struktur Modal (Studi Pada Entitas Terbuka Di Indonesia). *Going Concern: Jurnal Riset Akuntansi*, 13(01), 36–39. <https://doi.org/10.32400/gc.13.01.18938.2018>
- Rahmadani, A. R. P. & W. A. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan Dan Dividend Payout Ratio Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Akuntansi Manajemen*.
- Ridho, M. (2019). Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public. *Jurnal Ekonomi Dan Keuangan*.
- Shyam-sunder, L., & Myers. (1999). *Menguji Trade-Off statis terhadap model pecking order struktur modal*. 51, 219–244.
- Silaen, F. K., Sitepu, S. F., & Oemry, S. (2019). *Populasi dan persentase serangan Bactrocera dorsalis (Diptera : Tephritidae) pada tanaman Jeruk (Citrus sinensis L.) di desa Bandar Meriah kecamatan Munte pasca erupsi gunung Sinabung*. 7(2337), 542–548. <https://doi.org/10.32734/jaet>
- Syafariah, R. M., & Prof. Eduardus, T. M. B. A. P. . (2020). *Pengujian Kembali Teori Pecking Order, Trade-Off Dan Market Timing Pada Perusahaan Non-Keuangan Di Indonesia*.
- Umdiana, N., & Claudia, H. (2020). Analisis Struktur Modal Berdasarkan Trade off Theory. *Jurnal Akuntansi : Kajian Ilmiah Akuntansi*, 7(1), 52–70.
- Wardiyanta, W., Sudarmadji, S., & Nopirin, N. (2017). Studi Eksploratif Mengenai Yogyakarta sebagai Pengirim Wisatawan Keluarga. *Jurnal Ilmu Sosial Dan Ilmu Politik*, 20(1), 84. <https://doi.org/10.22146/jsp.18005>
- Yonggara, Y., Murni, S., & Tulung, J. (2021). Analisis Komparatif Kinerja Keuangan Berbasis Tingkat Struktur Modal Pada Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di BEI. *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*, 8(1). doi:<https://doi.org/10.35794/jmbi.v8i1.31327>