

**STRUKTUR MODAL DAN PROFITABILITAS PERUSAHAAN  
ANGGOTA *HOLDING* PT PUPUK INDONESIA (PERSERO)**

**Rahmat Setiawan**

**Koko Sudiro**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga  
rahmatsetiawan@feb.unair.ac.id

***ABSTRACT***

*This research aims to investigate the effect of capital structure on profitability of the firms included in holding company PT Pupuk Indonesia (Persero). Capital structure is measured by 3 proxies, including Debt to Assets Ratio (DAR), Short-term Loan to Total Assets, and Long-term Loan to Total Assets. Profitability is measured by Return on Assets (ROA). Data were obtained from financial reports quarterly during period 2011-2015. The research results show that both DAR and Short-term Loan to Total Assets have negative significant effects on profitability. Long-term Loan to Total Assets does not have a significant effect on profitability.*

**Keywords:** *DAR, Short-term Loan to Total Assets, Long-term Loan to Total Assets, ROA.*

**PENDAHULUAN**

Dalam menghadapi persaingan yang semakin bersifat global dan hiperkompetitif, Kementerian BUMN RI telah mengembangkan strategi pengelolaan BUMN yang berbasis korporasi dan tidak lagi berbasis birokrasi. Keberadaan perusahaan *holding* induk BUMN diharapkan dapat memungkinkan proses alokasi sumber daya finansial dan sumber daya manusia secara lebih fleksibel dan dinamis dari satu perusahaan ke perusahaan lain.

PT Pupuk Indonesia (Persero) pun tidak terkecuali menjadi objek perubahan dalam strategi ini. PT Pupuk Indonesia (Persero), yang semula berfungsi sebagai *operating holding* diubah menjadi *strategic and investment holding* yang berjalan efektif mulai 1 Januari 2011.

Manfaat yang diharapkan melalui strategi tersebut adalah lebih terjamin ketersediaan produk-produk pupuk untuk menunjang program ketahanan pangan jangka panjang. Juga untuk meningkatkan proyeksi pajak penghasilan yang dibayarkan kepada pemerintah. Kemudian, sebagai penggabungan dan sentralisasi fungsi-fungsi organisasi dan kebijakan yang bersifat strategis untuk meningkatkan nilai perusahaan. Selanjutnya, untuk menciptakan mekanisme pengendalian yang lebih efektif oleh PT Pupuk Indonesia (Persero) sebagai induk perusahaan terhadap anak-anak perusahaan. Akhirnya, untuk memperbaiki penerapan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (GCG).

Dengan perubahan bentuk *operating holding* menjadi *strategic and investment holding* maka PT Pupuk Indonesia (Persero) akan lebih fokus dalam pengelolaan sinergi operasional korporasi di antara sesama anak perusahaan, terutama dalam bidang produksi, pemasaran, serta teknik dan pengembangan.

Salah satu bentuk sinergi yang dilakukan adalah sentralisasi pendanaan *holding* dengan PT Pupuk Indonesia (Persero) sebagai *treasury center*. Dengan sinergi ini, diharapkan anggota *holding* dapat memperoleh manfaat berupa penurunan tingkat suku bunga atas pinjaman. Sebelumnya, setiap anggota *holding* memenuhi pendanaan sendiri-sendiri melalui kerjasama dengan perbankan secara bilateral. Dengan mekanisme seperti ini, tingkat suku bunga menjadi tidak merata antara anggota *holding* yang satu dan lainnya.

Hal ini karena perbankan menganalisis risiko perusahaan per anggota *holding* yang tentunya berbeda-beda. Dengan PT Pupuk Indonesia (Persero) sebagai *treasury center*, kebutuhan pendanaan akan terkoordinasikan secara terpusat di PT Pupuk Indonesia untuk selanjutnya dalam satu kesatuan diajukan ke perbankan. Dengan *business size* berupa *holding* yang tentu lebih besar dibandingkan *business size* per anggota *holding*, perbankan dimungkinkan memberikan tingkat suku bunga yang lebih rendah.

Pemanfaatan dana pinjaman yang berbunga rendah berdampak terhadap perubahan struktur permodalan perusahaan. Rasio struktur modal, *Debt to Assets Ratio* (DAR), secara rata-rata bergerak meningkat dari semula 112% pada 2010 menjadi 201% pada 2016. Hal ini menunjukkan bahwa porsi hutang semakin dominan mendanai aktivitas operasional maupun investasi perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia (Persero). Kondisi peningkatan DAR ini sejalan dengan *pecking order theory* (Myer & Maljuf, 1984) yang menjelaskan bahwa perusahaan akan memprioritaskan sumber pendanaan dari yang utama *internal financing* (laba ditahan).

Jika dana internal tersebut kurang mencukupi maka sumber dana selanjutnya yang dimanfaatkan adalah hutang (*external financing*). Penerbitan saham baru menjadi opsi terakhir yang akan dipilih perusahaan dalam mendapatkan pendanaan setelah pemanfaatan hutang.

Pemanfaatan hutang diharapkan berdampak positif terhadap profitabilitas perusahaan. Dengan biaya bunga yang timbul atas hutang yang ada, perusahaan dapat memanfaatkan *tax saving* atau pengurangan porsi beban pajak yang harus dibayarkan. Berdasarkan pendekatan *agency theory*, disebutkan bahwa dengan pemanfaatan hutang, manajemen menjadi lebih disiplin dan efektif dalam pengelolaan aset karena harus menanggung *fixed cost* berupa biaya bunga.

Hal ini berdampak kepada semakin selaras kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham yaitu menjamin kecukupan laba yang mampu meng-cover biaya bunga (*earning before interest and tax / EBIT*), dan akhirnya,

memaksimalkan laba bersih perusahaan (*earning after tax / EAT*). Dengan demikian, studi ini bertujuan menganalisis pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia (Persero).

Struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang dan ekuitas. Pada dasarnya, keputusan pendanaan (*financing*) perusahaan berkaitan dengan penentuan sumber-sumber dana yang digunakan untuk membiayai usulan-usulan investasi yang telah diputuskan sebelumnya. Pemenuhan kebutuhan dana tersebut dapat disediakan atau diperoleh dari sumber internal maupun eksternal perusahaan. Pendanaan internal (*internal financing*) yang dimanfaatkan oleh perusahaan yaitu dalam bentuk laba ditahan. Sedangkan pendanaan eksternal (*external financing*) dipisahkan menjadi dua yaitu pembiayaan hutang (*debt financing*) dan pendanaan modal sendiri (*equity financing*).

Pembiayaan hutang diperoleh melalui pinjaman, sedangkan pendanaan modal sendiri berasal dari emisi atau penerbitan saham. Chen (2011) menyatakan bahwa penentuan struktur modal merupakan hal yang penting bagi perusahaan untuk mencapai kinerja operasional yang lebih baik. Kesalahan keputusan terkait struktur modal dapat menyebabkan *financial distress* atau lebih buruk lagi yaitu kebangkrutan

Meskipun demikian, sejalan dengan *trade-off theory*, Pathirawasam dalam Tailab (2014) menyebutkan bahwa hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan perusahaan dapat bersifat positif dan dapat pula bersifat negatif. Terdapat beberapa penelitian yang menyebutkan bahwa pengaruh tersebut bersifat positif.

Gill (2011) yang meneliti 272 perusahaan Amerika Serikat yang listing di NYSE selama tahun 2005-2007 menyimpulkan bahwa struktur modal yang direpresentasikan dengan rasio *short term debt to total assets*, *long term debt to total assets*, dan *total debt to total assets* berpengaruh positif terhadap ROE. Disebutkan bahwa perusahaan yang memanfaatkan hutang memperoleh *tax saving* berupa biaya bunga.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rosyadah, et. al. (2013) juga menunjukkan bahwa *Debt Ratio* (atau *Debt to Asset Ratio / DAR*) berpengaruh secara positif terhadap *Return on Assets (ROA)* maupun *Return on Equity (ROE)*. Dijelaskan pula pada penelitian tersebut, agar investor lebih selektif dalam menentukan investasi pada suatu saham perusahaan dengan hutang yang tinggi karena memiliki *leverage* yang tinggi. *Leverage* yang tinggi jika tidak diikuti dengan kemampuan perusahaan untuk menciptakan keuntungan yang lebih tinggi akan menurunkan tingkat profitabilitas, hal ini dapat meningkatkan potensi kebangkrutan dari perusahaan tersebut.

Di sisi lain, terdapat juga penelitian yang menyebutkan bahwa pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas bersifat negatif. Studi Tailab (2014) terhadap 30 perusahaan energi Amerika Serikat selama periode 2005-2013 menyimpulkan bahwa struktur modal yang diukur melalui *total debt to total assets* berpengaruh negatif terhadap ROA maupun ROE.

Sejalan dengan itu, Chechet dan Olayiwola (2014) yang meneliti pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan Nigeria dalam periode 2000-2009 dengan perspektif *agency cost theory* menyimpulkan bahwa terdapat hubungan secara negatif antara struktur modal dengan profitabilitas.

Studi Marusya dan Magantar (2016) terhadap perusahaan rokok yang terdaftar di BEI selama periode 2008-2015 menyimpulkan bahwa struktur modal yang diukur melalui *Debt to Assets Ratio* (DAR) memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap ROA. Demikian pula Violeta dan Sulasmiyati (2017) pada penelitiannya terhadap perusahaan makanan dan minuman yang listing di BEI selama periode 2013-2016 menyimpulkan bahwa *Debt Ratio* berpengaruh negatif terhadap ROA dan ROE.

## METODE PENELITIAN

Studi ini menggunakan metode kuantitatif untuk mengetahui hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih, dimana ada variabel independen (bebas) yaitu variabel yang mempengaruhi dan variabel dependen (terikat) yaitu variabel yang dipengaruhi (Sugiyono, 2017).

Studi difokuskan kepada pengujian hubungan kausalitas antara struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan anggota holding PT Pupuk Indonesia (Persero) dan variabel kontrol ukuran serta umur perusahaan.

Variabel-variabel dalam penelitian ini dapat diidentifikasi sebagai berikut.

### 1. Variabel independen

Dalam penelitian ini yang dijadikan variabel independen adalah struktur modal yang diukur dengan:

- a. *Debt to Assets Ratio (DAR)* adalah perbandingan antara total hutang yang dimiliki perusahaan dan total aset. Satuan pengukuran DAR adalah dalam persentase.

$$DAR = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

- b. *Short Term Loan to Total Asset (STL/TA)* adalah perbandingan antara total hutang jangka pendek dan total aset.

$$STL/TA = \frac{\text{Total Hutang Jangka Pendek}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

- c. *Long Term Loan to Total Asset (LTL/TA)* adalah perbandingan antara total hutang jangka panjang dan total aset

$$LTL/TA = \frac{\text{Total Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

## 2. Variabel dependen

Variabel dependen studi ini adalah profitabilitas perusahaan yang diukur dengan *return on assets* (ROA).

$$ROA = \frac{EBIT}{Total\ Aset} \times 100\%$$

## 3. Variabel kontrol

Ukuran perusahaan (SIZE) merupakan variabel kontrol yang diukur dengan *log* total aset perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia (Persero) secara triwulanan. Umur (AGE) perusahaan merupakan variabel kontrol yang diukur dengan selisih bulan periode berdiri perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia (Persero) hingga periode berjalan.

Data yang digunakan adalah data sekunder berupa DAR, STL/TA, LTL/TA, investasi modal kerja, investasi aset tetap, ROA dan ROE. Data tersebut bersumber dari laporan keuangan triwulanan perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia (Persero), antara lain: PT Petrokimia Gresik, PT Pupuk Kalimantan Timur, PT Pupuk Sriwidjaja Palembang, PT Pupuk Kujang Cikampek, dan PT Pupuk Iskandar Muda selama periode 2011-2015.

Statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran umum tentang objek penelitian. Statistik deskriptif difokuskan kepada nilai *mean*, standar deviasi, nilai maksimum, dan nilai minimum setiap variabel. Pengujian kausalitas atas hipotesis studi ini menggunakan teknik analisis regresi. Analisis regresi dapat dilakukan apabila memenuhi syarat uji asumsi klasik sebagai berikut: (1) Uji Autokorelasi; (2) Uji Normalitas; (3) Uji Multikolinearitas; dan (4) Uji Heteroskedestisitas. Berdasarkan pendekatan analisis regresi, model regresi untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut.

$$ROA_t = a + b_1 DAR_{t-1} + b_2 SIZE_t + b_3 AGE_t$$

$$ROA_t = a + b_1 STLTA_{t-1} + b_2 SIZE_t + b_3 AGE_t$$

$$ROA_t = a + b_1 LTLTA_{t-1} + b_2 SIZE_t + b_3 AGE_t$$

Pengujian hipotesis dilakukan dengan uji t untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara individu terhadap variabel dependen. Dalam studi ini, *level of significance* yang digunakan adalah sebesar 5%. Kriteria untuk pengambilan keputusan diterima atau ditolaknyanya hipotesis nol ( $H_0$ ) adalah sebagai berikut.

$H_0$ :  $b_1 = 0$ , berarti bahwa struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas.

$H_1$ :  $b_1 \neq 0$ , berarti bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas.

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

Berdasarkan statistik deskriptif sebagaimana tersaji di Tabel 1, profil profitabilitas secara rata-rata berada di level positif. Terlihat bahwa rata-rata nilai ROA dari lima perusahaan dalam penelitian ini adalah sebesar 3,47%, dimana posisi minimum sebesar 0,19% dan maksimum sebesar 7,25% dengan standar deviasi 1,81%. Hal ini mengindikasikan bahwa rata-rata perusahaan anggota *holding* secara positif mampu menggunakan aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba.

**Tabel 1: Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	100	0.00189	0.07246	0.03472	0.01806
DAR	100	0.18227	0.90813	0.55581	0.14803
STLTA	100	0.06955	0.47944	0.26612	0.08514
LTLTA	100	0.00003	0.72543	0.28969	0.11507
AGE	100	317	560	456	67
SIZE	100	3,745,352	30,000,000	10,800,000	7,102,559
Valid N ( <i>listwise</i> )	100				

Sumber: Hasil olah data.

Rasio struktur modal mengindikasikan bahwa struktur modal anak perusahaan PT Pupuk Indonesia (Persero) cenderung agresif dengan aset yang dominan didanai oleh hutang. Struktur modal tercermin dari rata-rata rasio DAR sebesar 55,58%, yakni penggunaan hutang jangka pendek dan jangka panjang relatif sebanding dengan rata-rata sebesar 26,61% dan 28,96%.

Level DAR minimum berada di level 18,23% dan maksimum di level 90,81% dengan standar deviasi 14,80%. Level *short term loan to total assets* (STL/TA) minimum berada di level 6,95% dan maksimum di level 47,94% dengan standar deviasi 8,51%. Sedangkan level *long term loan to total assets* (LTL/TA) minimum berada di level 0,003% dan maksimum berada di level 72,54% dengan standar deviasi 11,50%.

Berdasarkan uji asumsi klasik yang telah dilakukan melalui uji normalitas, uji heteroskedestisitas, uji multikolinearitas, dan uji korelasi, yang hasilnya sebagaimana tersaji di Tabel 2, dapat disimpulkan bahwa model yang telah dikembangkan di atas dapat memenuhi syarat untuk dilakukan regresi lebih lanjut dalam rangka pengujian hipotesis.

**Tabel 2: Hasil Uji Asumsi Klasik**

No	Uji Asumsi Klasik	Model 1	Model 2	Model 3
1	Uji Normalitas	K-S score 0.623	K-S score 0.707	K-S score 0.573
2	Uji Heteroskedestisitas	Tidak ada pola tertentu	Tidak ada pola tertentu	Tidak ada pola tertentu
3	Uji Multikolinearitas	Tolerance >0.1 VIF <10	Tolerance >0.1 VIF <10	Tolerance >0.1 VIF <10
4	Uji Autokorelasi	DW score 0,601	DW score 0,655	DW score 0,565

Hasil pengujian hipotesis (Tabel 3), menunjukkan bahwa pada taraf signifikansi 5% variabel struktur modal yang tercermin dalam rasio DAR dan STL/TA memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap profitabilitas (ROA) Hasil ini menunjukkan bahwa kenaikan rasio DAR dan STL/TA berdampak pada penurunan profitabilitas. Sedangkan rasio LTL/TA memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap profitabilitas. Hasil tersebut menunjukkan bahwa hipotesis  $H_0$  bahwa Struktur Modal tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas ditolak.

**Tabel 3: Hasil Uji Hipotesis Penelitian**

No	Keterangan		ROA		
			Model 1	Model 2	Model 3
1	Konstanta		-.001 (.979)	.041 (.759)	.015 (.741)
2	SM	DAR	-.045*** (.000)		
		STL/TA		-.083*** (.000)	
		LTL/TA			-.025 (.103)
3	AGE		5.659E-5* (.065)	4.666E-5 (.135)	9.418E-5*** (.002)
4	Log_SIZE		.005 (.480)	.003 (.631)	-.002 (.758)
5	R <sup>2</sup>		.229	.240	.145
6	N		100	100	100

Keterangan: \*\*\*signifikan pada *level of significant* 1%

\*signifikan pada *level of signifikan* 10%

Berdasarkan sudut pandang manajemen maupun dari sudut pandang pemegang saham, terdapat kecenderungan untuk mengoptimalkan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan eksternal. Myers dan Maljuf (1984) mengemukakan bahwa dari sisi manajemen, perusahaan akan memaksimalkan nilai dengan memilih sumber pendanaan yang berbiaya paling efisien.

Sedangkan dari sudut pandang pemegang saham, berdasarkan pendekatan *agency theory*, untuk meminimalisasi *agency cost* yang timbul salah satunya adalah pemanfaatan hutang. Dengan pemanfaatan hutang, manajemen menjadi lebih disiplin dan efektif dalam pengelolaan aset karena harus menanggung *fixed cost* berupa biaya bunga. Harapan ideal ini berdampak kepada semakin selaras antara kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham yaitu memaksimalkan laba perusahaan.

Namun berdasarkan hasil studi, kondisi tersebut tidak tercermin dalam pemanfaatan hutang di perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia (Persero). Optimalisasi hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan, sesuai hasil studi, memiliki pengaruh negatif terhadap variabel profitabilitas, ROA.

Penambahan rasio DAR 1 satuan berdampak terhadap penurunan ROA sebesar 0,045 satuan. Lebih detail, terjelaskan bahwa pengaruh negatif ini secara signifikan disebabkan oleh faktor hutang jangka pendek. Penambahan rasio STL/TA 1 satuan berdampak pada penurunan ROA sebesar 0,083 satuan.

Hasil penelitian tersebut sejalan dengan temuan-temuan studi oleh Tailab (2014), Chechet dan Olayiwola (2014), Rosyadah et. al (2013), Marusya dan Magantar (2016), serta Violeta dan Sulasmiyati (2017) yang menyimpulkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Dalam pembahasan studi-studi tersebut disebutkan bahwa *leverage* tinggi jika tidak diikuti dengan kemampuan perusahaan untuk menciptakan keuntungan yang lebih tinggi akan menurunkan tingkat profitabilitas.

Berdasarkan perspektif *pecking order theory*, pemanfaatan hutang di perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia (Persero) merupakan sumber dana yang paling *feasible* untuk dilakukan. Sumber dana internal berupa laba ditahan secara dominan teralokasikan untuk dividen pemerintah setiap tahun. Sedangkan dari sisi pendanaan eksternal, dalam 5 tahun terakhir tidak terdapat setoran modal oleh Pemerintah.

Terdapat indikasi bahwa pemanfaatan hutang oleh perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia (Persero) tidak diimbangi dengan tinggi kemampuan perusahaan dalam menciptakan keuntungan. Bisnis perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia (Persero) lebih terkonsentrasi kepada pemenuhan *Public Service Obligation* (PSO) berupa produksi dan penyaluran pupuk bersubsidi.

Di dalam mekanisme PSO tersebut, volume dan margin pupuk bersubsidi telah ditetapkan sesuai dengan pagu yang diatur oleh Pemerintah. Hal ini memberikan pembatasan (*limitation*) kepada perusahaan untuk mencoba bergerak lebih untuk menciptakan keuntungan. Sehingga, *financial leverage* yang diperoleh dari pemanfaatan hutang yang semakin tinggi menjadi kontraproduktif bagi perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia (Persero). Perusahaan harus menanggung



*fixed cost* berupa beban bunga saat pendapatan potensial sangat tergantung kepada keterbatasan kapasitas anggaran subsidi pupuk pemerintah.

## KESIMPULAN

Struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Kenaikan porsi hutang perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia (Persero) berdampak kepada penurunan *Return on Asset* (ROA). Diindikasikan penambahan hutang tidak terimbangi dengan kemampuan perusahaan dalam menciptakan keuntungan lebih besar karena terbatas oleh ketentuan subsidi yang telah diatur oleh pemerintah.

Sehingga diperlukan kajian lebih lanjut mengenai penambahan dukungan pendanaan dari porsi ekuitas untuk memperkuat struktur permodalan perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia. Perlu dilakukan evaluasi terkait alternatif antara lain penambahan setoran modal atau penyesuaian kembali kebijakan dividen oleh pemerintah atas perusahaan anggota *holding* PT Pupuk Indonesia.

Perusahaan perlu secara efektif dalam penggunaan hutang yang ada. Pertimbangan yang tepat dalam mengalokasikan hutang di pos aset lancar atau aset tetap dapat mereduksi dampak negatif di sisi profitabilitas perusahaan. Saat kondisi terdapat keterbatasan perusahaan dalam menciptakan kesempatan untuk menambah pendapatan, pengalokasian dana ke aset tetap diindikasikan semakin membebani profitabilitas perusahaan dengan penambahan beban penyusutannya.

Di samping itu, dengan karakteristik bahwa pengadaan bahan baku dominan bergantung kepada impor dari luar negeri, perlu dilakukan *hedging* (lindung nilai) untuk meminimalisasi risiko rugi kurs atas kewajiban yang akan jatuh tempo. Terjadinya rugi kurs dapat berdampak ganda bagi keuangan perusahaan, yaitu (a) kenaikan nilai kewajiban yang menyebabkan tingginya risiko gagal bayar (*default*) dan (b) nilai rugi kurs yang terjadi dapat mengurangi laba tahun berjalan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Chen, L. J., and S. Y. Chen. (2011). How the Pecking Order Theory Explain Capital Structure. *Journal of International Management Studies* 6(3): 92-100.
- Chechet, I & Olayiwola. (2014). Capital Structure and Profitability of Nigeria Quoted Firms. The Agency Cost Theory Perspective. *American International Journal of Social Science*. 3(1), 139-158.
- Darminto. (2008). Pengaruh Investasi dan Sumber Dana Terhadap Profitabilitas. *Stratejik* 1(1): 16-26
- Gill, A., Biger, N., and Mathur, N. (2011). The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management* 28(4): 3-15.

- Jakhotiya, G. P. (2012). *Strategic Financial Management* (2<sup>nd</sup> Edition). India: Vikas Publishing House Pvt Ltd.
- Marusya, P. dan Magantar, M. (2016). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Tobacco Manufacturers yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2008-2015. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi* 16(3): 484-492.
- Myers, S. C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.
- Rosyadah, F., Suhadak, dan Darminto. (2013). Pengaruh Struktur Modal terhadap Profitabilitas (Studi Pada Perusahaan Real Estate dan Properti yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2009–2011). *Jurnal Administrasi Bisnis* 3(2).
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Tailab, M.M. (2014). Analyzing Factors Effecting Profitability of Non-Financial U.S. Firms. *Research Journal of Finance and Accounting*. 5, 17-26
- Violita, R. Y. dan Sulasmiyati, S. (2017). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas (Studi pada Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di BEI Tahun 2013-2016). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)* 51(1): 138-144.