



Jurusan Akuntansi Masyarakat Akuntansi Multiparadigma Indonesia



Jurnal Akuntansi Multiparadigma

www.jamal.ub.ac.id



MANFAAT LABA UNTUK MENAMBAH UTANG DAN MENGURANGI PAJAK

Nur Endah Fajar Hidayah, Rahmawati

Universitas Sebelas Maret, Jl. Ir Sutami No.36 A, Surakarta 57126

Surel: nurendahfajarhidayah@gmail.com

Volume 10
Nomor 2
Halaman 262-275
Malang, Agustus 2019
ISSN 2086-7603
e-ISSN 2089-5879

Tanggal Masuk:
01 Juni 2019
Tanggal Revisi:
25 Agustus 2019
Tanggal Diterima:
31 Agustus 2019

Kata kunci:

biaya pajak,
laba ditahan,
kreditur,
pendanaan



Abstrak: Manfaat Laba untuk Menambah Utang dan Mengurangi Pajak. Penelitian ini bertujuan menemukan dampak serentak dan parsial pada likuiditas, struktur aset serta laba korporasi atas struktur modal. Regresi linear berganda digunakan sebagai metode terhadap 25 korporasi ritel sejak tahun 2011-2017. Hasil temuan mengindikasikan korporasi ritel cenderung memaksimalkan pemanfaatan pembiayaan internal dari laba ditahan. Laba ditahan digunakan untuk membiayai aktivitas operasional serta ekspansi bisnisnya sehingga tingkat utang mengalami penurunan. Namun laba korporasi tidak dimanfaatkan manajemen untuk menarik kreditur baru sehingga pembayaran pajak menjadi lebih tinggi. Oleh sebab itu, manajemen harus memanfaatkan laba untuk menambah utang korporasi sebagai pengurang biaya pajak.

Abstract: The Benefits of Profit for Increasing Debt and Reducing Taxes. This study aims to find a simultaneous and partial impact on liquidity, asset structure, and profit on the capital structure. Multiple linear regression was used as a method for 25 retail corporations from 2011-2017. The findings indicate that corporations tend to maximize the utilization of internal financing from retained earnings. It is used to finance operational activities and business expansion so that the level of debt has decreased. However, the profit isn't utilized by management to attract new creditors so that tax is higher. Therefore management must use the profit to increase corporate debt as a deduction from tax costs.

Mengutip ini sebagai: Hidayah, N. E. F., & Rahmawati. (2019). Manfaat Laba Untuk Menambah Utang dan Mengurangi Pajak. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 10(2), 262-275. <https://doi.org/10.18202/jamal.2019.08.10015>

Persaingan bisnis mendorong manajemen untuk membuat keputusan yang tepat terkait pendanaan korporasi yang mengombinasikan antara pinjaman korporasi dengan kepemilikan modal untuk memperoleh susunan modal yang optimal bagi korporasi ritel (ElBannan, 2017; Jadiyah, Vanga, & Krishnankutty, 2016). Susunan modal optimal diperoleh jika korporasi mampu menggabungkan dengan tepat di antara pinjaman dan efek korporasi bersama biaya dan risiko yang ditimbulkan atas keputusan

pendanaan (Febrininta & Siregar, 2014; Yusuf & Gasim, 2015). Pilihan susunan modal merupakan strategi korporasi agar dapat bertahan menghadapi persaingan bisnis antarkorporasi (Klasa, Ortiz-molina, Serfling, & Srinivasan, 2018; Okuda & Aiba, 2018). Susunan modal menjadi salah satu dari tiga komponen keputusan yang harus diambil oleh manajer korporasi (Karadeniz, Kandir, & Balcilar, 2009; Shyu, 2013) sehingga keputusan susunan modal menjadi keputusan serius yang harus dilakukan ma-

najemen terkait dengan aktivitas korporasi (Shaikh dan Wang, 2013; Vo & Ellis, 2017).

Beberapa tahun terakhir perusahaan ritel menjadi isu yang banyak diberitakan baik dalam portal koran digital maupun koran cetak. Isu yang diangkat adalah penutupan gerai dari berbagai korporasi ritel. Korporasi ritel terkena dampak perubahan tren belanja masyarakat yang mulai memanfaatkan teknologi untuk berbelanja. Salah satu korporasi yang menutup gerainya adalah PT *Central Retail Indonesia* yang menutup gerai *central departement store* Neo Soho pada februari 2019. Penutupan gerai juga dilakukan oleh hero *departament store* yang menutup 26 gerai pada awal tahun 2019. Laporan perekonomian Indonesia tahun 2018 memperlihatkan pertumbuhan ekonomi pada sektor eceran pada tahun 2018 mengalami pertumbuhan sebesar 3,74 % lebih besar dari pertumbuhan pada tahun 2017 yang sebesar 2,89% sedangkan pertumbuhan ekonomi digital untuk korporasi ritel *online* mengalami pertumbuhan di atas 100%. Dari laporan yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia mencerminkan bahwa terjadi pergeseran tren belanja masyarakat yang beralih memanfaatkan teknologi untuk melakukan kegiatan jual beli.

Penelitian-penelitian empiris terdahulu berkaitan dengan rancangan modal, likuiditas struktur *asset*, dan laba korporasi menemukan berbagai hasil penelitian yang menunjukkan ketidaksesuaian antarhasil temuan. Vo & Ellis (2017) mendapati bahwa susunan modal mampu dipengaruhi negatif dan relevan susunan aset, laba korporasi, dan likuiditas. Chadha & Sharma (2015) dan Chen, Lim, & Lobo (2016) menemukan bahwa laba korporasi mampu mempengaruhi susunan modal negatif dan relevan, struktur aktiva mempengaruhi positif dan relevan susunan modal sebaliknya, likuiditas tidak mampu memengaruhi susunan modal. Güner (2016) dan Martin & Saona (2017) memperoleh temuan laba perusahaan dan struktur aset dapat mempengaruhi negatif signifikan susunan modal. Dari ketidaksesuaian temuan penelitian terdahulu, maka susunan modal perlu untuk diujikan di Indonesia. Alasannya adalah setiap korporasi mengalami ancaman, kesempatan, kondisi, iklim manajemen, serta kebijakan dan keputusan manajemen yang berbeda-beda dari tiap korporasi di Indonesia.

Keterbaruan penelitian ialah menggunakan susunan modal melalui proksi *Debt*

to Equity Ratio (DER). Pemilihan DER dirasa paling tepat untuk mengukur susunan modal korporasi ritel di Indonesia karena mengukur keseluruhan kewajiban yang harus dibayarkan kepada para kreditur terhadap keseluruhan saham yang beredar di masyarakat. DER juga dapat digunakan untuk mengukur kemampuan korporasi ritel dalam membayar setiap utangnya dari ekuitas yang dimiliki (Anuar & Chin, 2016; Fianto, Gan, Hu, & Roudaki, 2018).

Korporasi ritel yang *listing* di BEI digunakan sebagai objek penelitian karena korporasi ritel terkena imbas langsung dari perubahan pola berbelanja masyarakat. Teori *trade off* menggunakan asumsi susunan modal optimal korporasi menitikberatkan keselarasan antara keuntungan yang didapatkan ketika korporasi memilih pembiayaan dari obligasi maupun ekuitas dengan biaya yang harus dibayarkan kepada kreditur dan biaya kebangkrutan yang melekat pada pendanaan dari pinjaman (Danis, Rettl, & Whited, 2014; Karadeniz, Kandir, & Balcilar, 2009; Martin & Saona 2017; Sofat & Singh, 2017; Yildirim, Masih, & Bacha, 2018). Rasio utang optimal terbentuk saat biaya bunga utang mampu mengimbangi besarnya biaya kebangkrutan (Mukherjee & Mahakud, 2010; Tian, 2016). Biaya bunga dapat dimanfaatkan sebagai pengurang pajak korporasi yang dikenakan pada laba korporasi sehingga keuntungan korporasi yang dapat diberikan kepada para *shareholder* menjadi lebih besar.

Pendekatan teori *pecking order* bahwa manajemen korporasi memanfaatkan susunan modal optimal dengan pemakaian pendanaan internal dengan biaya modal paling rendah hingga keputusan akhir pendanaan bersumber dari penerbitan obligasi dan saham baru (Chen, Jiang, Lin, & Chen, 2014; Güner, 2016; Ramjee & Gwatidzo, 2012). Laba ditahan digunakan sebagai pilihan pertama saat korporasi melaksanakan proyek investasi kemudian diikuti dengan utang ketika laba ditahan dirasa kurang mencukupi pendanaan investasi dan penerbitan saham dipilih sebagai pendanaan terakhir karena dapat mengirimkan sinyal buruk kepada investor yang berakibat pada penurunan harga saham (Abdou, Kuzmic, Pointon, & Lister, 2012; Matemilola, Buny-Arifin & McGowan, 2013). Asimetri informasi menyebabkan munculnya teori *pecking order*, manajemen korporasi yang lebih mengetahui keadaan serta risiko yang

dihadapi oleh korporasi. Setiap keputusan yang dipilih manajemen akan mengantar-kan sinyal kepada para pemegang saham dan penerbitan saham baru menjadi pilihan terakhir dari keputusan manajemen karena akan memunculkan sinyal negatif dalam bentuk penurunan harga saham korporasi (Ajay & Madhumathi, 2015; Sofat & Singh, 2017).

Tujuan penelitian ini adalah untuk melihat sejauh mana korporasi ritel dalam memanfaatkan sumber daya internal untuk membentuk susunan modal, untuk melihat pengaruh sumber daya internal dalam mengubah proporsi utang dan saham korporasi ritel, dan untuk memastikan penggunaan dan pengaplikasian teori *pecking order* dan teori *trade off* saat menyusun kebijakan pendanaan oleh manajemen korporasi ritel. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan sumbangsih atas perkembangan teori susunan modal, teori *pecking order*, dan teori *trade off* untuk penelitian akan datang. Harapan atas hasil temuan adalah mampu sebagai komponen yang perlu perhatian manajer keuangan korporasi ritel untuk memaksimalkan penggunaan laba korporasi sebagai sumber pembiayaan internal. Laba korporasi yang lebih besar dapat dimanfaatkan sebagai penarik minat kreditor untuk meminjamkan dananya serta investor baru menanamkan sahamnya di korporasi ketika korporasi membutuhkan pendanaan eksternal.

METODE

Sasaran penelitian ini menggunakan korporasi ritel yang telah menjual saham korporasinya di pasar saham Indonesia. Penelitian ini memanfaatkan data dari sumber pihak ketiga yaitu pasar saham Indonesia pada rentang waktu penelitian semenjak tahun 2011 hingga tahun 2017.

Data dikumpulkan dengan teknik dokumentasi dalam bentuk laporan keuangan tahunan korporasi ritel. Peneliti memakai teknik *purposive sampling* dengan ketentuan korporasi ritel telah listing di pasar saham Indonesia, korporasi ritel mempublikasikan laporan keuangan di pasar saham dari 2011-2017, korporasi ritel menyediakan laporan keuangan yang dibutuhkan selama penelitian berlangsung dari 2011 sampai 2017 (lihat Tabel 1). Data yang terhimpun terdiri dari serata korporasi ritel yang telah menjual sahamnya di pasar saham Indonesia dari tahun 2011-2017. Dipilih korporasi ritel yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan dari tahun 2011-2017 sebagai

sampel penelitian. Analisis regresi berganda dimanfaatkan sebagai alat untuk membantu peneliti menganalisis perikatan antara variabel terbatas dan variabel bebas.

Statistik deskriptif dimanfaatkan sebagai penyederhana dari representasi sampel penelitian yang diamati dari skor terbawah, skor teratas, skor rerata, serta standar deviasi. Analisis asumsi klasik dimanfaatkan untuk mendapatkan estimator linear tidak bias (BLUE). Analisis asumsi klasik yang dimanfaatkan terdiri dari pengujian kenormalan data, pengujian interaksi antar variabel, pengujian konsistensi data, serta pengujian hubungan data observasi. Pengujian signifikansi dimanfaatkan guna mengukur variabel terbatas dan variabel bebas. Model persamaan regresi dimanfaatkan sebagai alat untuk memprediksi pengaruh tiga variabel bebas dengan satu variabel terbatas. Rumus persamaan model regresi yang terbentuk adalah:

$$SM = \alpha + \beta_1 LIK + \beta_2 SA + \beta_3 PROF$$

Keterangan:

SM	= Susunan Modal
α	= Konstanta
β_1-3	= Koefisien Regresi
LIK	= Variabel Likuiditas
SA	= Variabel Struktur Aset
PROF	= Variabel laba korporasi

Pengujian *Goodness of fit* difungsikan untuk mengetahui jumlah variabel bebas sanggup menerangkan variabel terbatas. Syarat untuk pengujian *goodness of fit* adalah skor dari koefisien determinasi (R^2) condong dekat dengan skor 0, maka mampu ditarik simpulan bahwa variabel bebas tidak mampu menerangkan variabel terbatas (Fagerland & Hozmer, 2017; Hazra, 2015). Jika skor R^2 condong mendekati skor 1, maka simpulannya adalah semakin kuat variabel terbatas dapat dipengaruhi oleh variabel bebas (Castro-Conde, Döhler, & Uña-Álvarez, 2017; Nagelkerke, Oberski, & Vermunt, 2016).

Pengujian serentak dimanfaatkan untuk menguji secara bersamaan variabel bebas terhadap variabel terbatas (Hazra, 2015; Nagelkerke, Oberski, & Vermunt, 2016). Ketentuan pengambilan keputusan adalah dengan melihat derajat signifikansinya (α), dan yang digunakan skor α sebesar 5% atau dengan memadankan hasil skor F hasil perhitungan dengan skor F tabel. Signifikansi tidak dapat ditolak apabila skor F hasil per-

hitungan lebih rendah atau sama dengan skor F tabel atau skor signifikansi lebih dari skor *alpha*. H alternatif diterima apabila skor F hasil perhitungan lebih tinggi dari skor F tabel atau skor signifikansi lebih rendah dari skor *alpha*. Variabel bebas terhadap variabel terbatas secara mandiri dites menggunakan pengujian spekulasi sebagian. Ketetapan penerimaan dari spekulasi melalui derajat penerimaan atau skor *alpha* lebih rendah dari 5% atau dengan memadankan skor t hasil perhitungan dengan skor t tabel. Jika hasil skor t dari perhitungan lebih rendah atau sama dengan hasil skor t yang berada di tabel, maka signifikansi tidak dapat ditolak, tetapi saat skor t hasil perhitungan lebih tinggi dari skor t tabel, maka pengaruh alternatif diterima atau nilai alpha lebih kecil dari 5% (Bou & Satorra, 2018; Fagerland & Hozmer, 2017).

Pada penelitian ini, peneliti menggunakan beberapa variabel yang berasal teori *pecking order* dan *trade off*. Secara garis besar, variabel tersebut ditunjukkan pada Gambar 1.

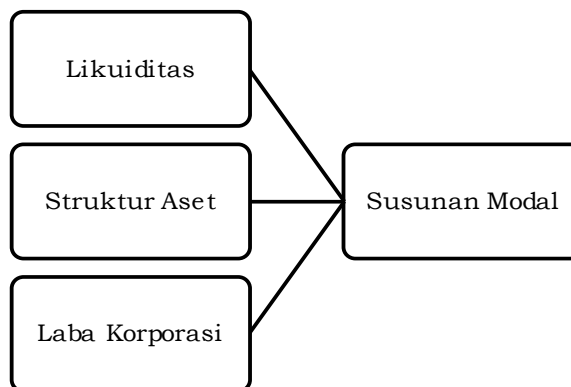
Variabel terbatas penelitian ini menggunakan variabel susunan modal (lihat Gambar 1). Susunan modal merupakan keputusan pendanaan korporasi yang dimanfaatkan sebagai sumber biaya dari aktivitas investasi korporasi yang sedang atau akan dijalankan oleh korporasi. Komposisi pembiayaan berkaitan dengan keputusan atas pembiayaan menggunakan utang dan modal (Chadha & Sharma, 2015; Zavertiaeva & Nechaeva, 2017) dan dalam menentukan komposisi pembiayaan ini korporasi perlu mempertimbangkan tingkat optimalisasi susunan modal. Susunan modal yang optimal terbentuk saat besarnya risiko yang melekat dan manfaat yang diperoleh mampu meningkatkan harga saham korporasi

(Fernandez, Lara, Ugalde, & Sisodia, 2018; Meinen & Raff, 2018; Richards, Hamilton, & Yonezawa, 2018). Proksi yang digunakan untuk menghitung susunan modal adalah dengan menggunakan *Debt Equity Ratio* (DER) yaitu dengan membagi total kewajiban atas total ekuitas korporasi.

Variabel bebas pertama ialah likuiditas (lihat Gambar 1). Likuiditas adalah kesanggupan korporasi untuk memenuhi kewajibannya yang telah habis masa kepada para kreditur (Febriyanti, 2012; Nurkhin, Wahyudin, & Fajriah, 2017). Ketika korporasi dapat membayar kewajibannya yang telah jatuh tempo tepat waktu, maka akan menaikkan kepercayaan para kreditur kepada korporasi yang akan berpengaruh positif bagi korporasi dalam bentuk kemudahan mendapatkan pinjaman dari para kreditur ketika korporasi memerlukan pendanaan untuk investasi (Martellini, Milhau, & Tarelli, 2018; Yanuardi, Hadiwidjojo, & Sumiati, 2014).

Likuiditas berhubungan dengan kas dan aktiva lancar yang bisa dengan mudah dimanfaatkan untuk membayar kewajiban lancar. Semakin besar likuiditas suatu korporasi dalam membayar utangnya, maka akan kian tinggi aktiva lancar yang diperlukan untuk membayar kewajiban korporasi (Yang, Chueh, & Lee, 2014; Castro, Tascón, & Amor-Tapia, 2015). *Current ratio* dimanfaatkan sebagai proksi untuk mengukur likuiditas korporasi dengan membagi aset lancar dengan kewajiban lancar (Vo & Ellis, 2017).

Variabel independen kedua adalah struktur *asset* (lihat Gambar 1). Struktur aset ialah kepemilikan aset tetap korporasi yang dapat dimanfaatkan sebagai penjamin atas pembiayaan melalui utang. Semakin tinggi struktur aset perusahaan yang digunakan sebagai jaminan atas utang kor-



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

porasi, semakin tinggi juga keamanan yang dirasakan oleh para kreditur ketika meminjamkan dananya ke korporasi. Namun, di sisi lain tingginya struktur aset dapat mempengaruhi keberanian korporasi ritel untuk mengambil pembiayaan eksternal dengan penambahan utang (Seo & Chung, 2017; Vo, 2017). Struktur aset diukur menggunakan proksi memilah aset tetap atas total aset korporasi (Karadeniz, Kandir, & Balcilar, 2009; Sofat & Singh, 2017).

Variabel bebas ketiga adalah laba korporasi (lihat Gambar 1). Laba korporasi ialah kemampuan korporasi dalam menghasilkan laba yang dapat dibagikan kepada para *shareholder* dalam wujud deviden ataupun disimpan dalam wujud laba ditahan yang akan dimanfaatkan sebagai dana investasi korporasi (Dang, Huynh, Nguyen, & Nguyen, 2017; Wet & Gossel, 2016). Korporasi yang mampu menciptakan laba yang besar akan membagikan deviden yang besar kepada para pemegang saham sehingga memberikan sinyal positif kepada para pemegang saham bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik (Matias dan Serrasqueiro, 2017). Pedekatan yang digunakan untuk menghitung laba korporasi adalah memanfaatkan pengembalian atas aset korporasi dengan membagi laba sebelum pembayaran pajak atas total aktiva (Naveed, Ramakrishnan, Anuar, Mirzaei, 2015; Vo, 2017).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data yang terkumpul merupakan data yang tidak seimbang (*unbalance data*) yaitu data observasi yang terkumpul tidak sama antarrentang waktu. Populasi yang terhimpun dari penelitian ini sebanyak 140 data obeservasi dari 25 korporasi yang tergolong sebagai korporasi ritel selama tujuh tahun. Sampel penelitian didapatkan dengan teknik *purposive sampling* data yang terhimpun sebanyak 140 data. Delapan data tidak dapat digunakan sebagai sampel penelitian karena memiliki nilai dengan rentang beda yang jauh dengan nilai sampel lainnya. Sampel

penelitian yang dapat diolah sebanyak 132 data. Adapun gambaran data terhimpun dapat dilihat pada Tabel 2.

Statistik deskriptif dimanfaatkan untuk mengestimasi skor terendah, skor tertinggi, skor rerata, serta standar deviasi atas variabel likuiditas, struktur *asset*, laba korporasi, dan susunan modal. Berdasarkan Tabel 2, maka variabel likuiditas mempunyai skor terendah -0,27 yang terdapat pada Centratama Telkom Indo pada tahun 2014, yang menandakan bahwa Centratama Telkom Indo pada tahun 2014 paling rendah dalam hal kemampuannya untuk membayar kewajibannya secara tepat waktu kepada para kreditur, sedangkan *Electronic City* untuk laporan keuangan tahun 2015 menjadi korporasi yang memiliki kemampuan yang paling tinggi dalam memenuhi kewajibannya tepat waktu kepada para kreditur dengan nilai 1,15. Rerata korporasi ritel memiliki kemampuan untuk membayar kewajibannya sebesar 0,3007 atau 30,07% dari aset lancarnya dan standar deviasi sebesar 0,33374. Simpulan dari hasil temuan ini ialah korporasi ritel hanya mampu membayar 30,07% dari keseluruhan utang secara tepat waktu kepada kreditur, sedangkan 69,93% pembayaran utang dilakukan setelah lewat jatuh tempo.

Struktur aset mendapatkan skor terendah sebesar 0,03 yang terdapat pada Rimo Internasional Lestari pada tahun 2015 yang menandakan bahwa Rimo Internasional Lestari pada tahun 2015 memiliki aset yang dapat dijamin atas pembiayaan melalui utang paling kecil jika dibandingkan dengan korporasi ritel lainnya, sedangkan Centratama Telkom Indo tahun 2012 memiliki aset yang dapat dimanfaatkan sebagai penjamin atas pembiayaan dengan utang yang paling banyak di antara korporasi ritel lainnya senilai 1,11. Rerata korporasi ritel memiliki aset yang digunakan sebagai jaminan atas utang sebesar 0,3937 atau sebesar 39,37% dari total aset dengan standar deviasi sebesar 0,20356. Simpulannya adalah korporasi

Tabel 2. Gambaran Data Terhimpun

Variabel	Skor Terendah	Skor Tertinggi	Skor Rerata	Standar Deviasi
Likuiditas	-0,27	1,15	0,3007	0,33374
Struktur Aset	0,03	1,11	0,3937	0,20356
Laba Korporasi	-0,61	1,11	0,0710	0,17113
Susunan Modal	-1,6	1,26	-0,0517	0,54428

ritel menyediakan aset tetap yang digunakan sebagai jaminan atas pembiayaan melalui utang sebesar 39,37% sedangkan 60,63% utang tidak mendapatkan jaminan dari aset tetap korporasi ritel.

Laba korporasi memiliki skor minimum -0,61 yang terdapat pada Centratama Telkom Indo tahun 2012 yang menandakan bahwa Centratama Telkom Indo tahun 2012 memiliki kemampuan dalam menghasilkan laba yang paling rendah jika dibandingkan dengan korporasi ritel lainnya, sedangkan Skybee tahun 2016 merupakan korporasi ritel yang mampu menghasilkan laba tertinggi dengan nilai sebesar 1,11. Rerata korporasi ritel hanya mampu menghasilkan laba sebesar 0,0710 atau 7% atas total aktiva yang dimiliki dengan standar deviasi senilai 0,17113. Simpulan temuan ialah rerata korporasi ritel hanya mampu menaikkan labanya sebesar 7% tiap tahun.

Susunan modal mempunyai skor minimum senilai -1,60 yang terdapat pada Skybee tahun 2017 yang menandakan bahwa pada tahun 2017 Skybee lebih memanfaatkan pembiayaan eksternal yang lebih besar dibandingkan dengan pembiayaan internal. Matahari *department store* tahun 2014 merupakan korporasi ritel yang memanfaatkan lebih besar pembiayaan internal dengan nilai maksimum sebesar 1,26. Rata-rata korporasi ritel hanya mampu memanfaatkan pembiayaan eksternal dari utang sebesar 5,17% dibandingkan dengan pembiayaan internal yang tercermin dari nilai rata-rata -0,0517 atau - 5,17% dan standar deviasi sebesar 0,54428.

Pengujian normalitas berfungsi sebagai penentu nilai residual yang terstandardisasi telah terdistribusi normal atau tidak (Alejo, Galvao, Montes-Rojas, & Sosa-Escudero, 2015; Gelade, Verardi, & Vermandele, 2015). Hasil pengujian kenormalan data adalah data dapat terdistribusi secara normal yang jika digambarkan membentuk gambar lonceng yang kedua sisinya melebar tidak terhingga. Uji *kolmogorof-smirnov* dimanfaatkan dalam menguji normalitas pada penelitian ini dengan kriteria skor K hasil perhitungan lebih rendah dari skor K_{tabel} atau skor signifikansi $> 0,05$. Hasil pengujian kenormalan data memperlihatkan bahwa nilai *Asym-sig* senilai 0,00 lebih rendah dari 0,05. Simpulannya adalah data terdistribusi secara tidak normal. Data penelitian dapat di-

anggap normal ketika representasi dari data yang mampu terhimpun lebih dari 100 dari data yang terhimpun secara rentang waktu dan rentang ruang (data panel) (Zhang, Tian, Kelly, & Fidge, 2017; Rak & Grech, 2018). Oleh karena itu, simpulan atas uji normalitas adalah data penelitian dapat dianggap normal karena data observasi terdiri dari 132 data yang terhimpun atas rentang ruang dan waktu

Pengujian interaksi antarvariabel berfungsi untuk melihat interaksi linear yang mengarah sempurna antardua variabel bebas atau lebih. Hasil model regresi yang diharapkan atas uji multikolinearitas adalah tidak adanya interaksi antarvariabel bebas penelitian. Pengujian *Tolerance* (TOL) dan *Variance Inflation Factor* (VIF) digunakan untuk menguji multikolinearitas dengan syarat bahwa Skor TOL paling kecil 0,10, sedangkan untuk skor VIF paling besar 10 (Gelade, Verardi, & Vermandele, 2015; Hazra, 2015). Hasil uji TOL dan VIF memperlihatkan bahwa variabel-variabel independen tidak saling berkorelasi sehingga simpulannya adalah data observasi terbebas multikolinearitas.

Pengujian konsistensi data dimanfaatkan untuk melihat variabel apakah ada ketidakkonsistenan pada model regresi. Yang diharapkan dari hasil uji heteroskedastisitas adalah hasil yang konsisten setiap variabel pada model regresi dengan kriteria skor signifikansi paling rendah 0,05. Untuk menguji konsistensi data menggunakan uji park dengan meregresi semua variabel independen terhadap nilai Ln residual kuadrat. Hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa variabel tidak memperlihatkan adanya gejala heteroskedastisitas.

Untuk melihat ada tidaknya hubungan antardata observasi yang dijabarkan secara rentang waktu dan rentang ruang diperlukan suatu alat yaitu pengujian hubungan data (Gelade, Verardi, & Vermandele, 2015; Hazra, 2015). Yang diharapkan dari hasil uji autokorelasi adalah data observasi terbebas dari masalah korelasi yang diuraikan secara rentang waktu ataupun rentang ruang. Metode Durbin Watson digunakan untuk menguji autokorelasi hasil temuan adalah tidak terjadi autokorelasi dengan skor DW senilai 1,957 dengan skor d_U senilai 1,7624 dan skor d_L senilai 1,6696 dengan skor DW berada di antara skor d_U dan skor $4-d_U$ ($1,724 < 1,957 < 2,2376$). Simpulannya adalah

data terhindar dari korelasi atas rentang ruang dan waktu sehingga dapat digunakan untuk penelitian.

Untuk menganalisis dampak dari ketiga variabel bebas atas variabel terbatas digunakan suatu model yang disebut model regresi berganda. Regresi berganda dimanfaatkan untuk melihat persamaan regresi yang tercipta, kelayakan model penelitian, serta hasil pengujian serentak dan pengujian mandiri. Hasil pengolahan data persamaan regresi yang terbangun sebagai berikut.

$$SM: 0,557-1,379Lik-0,482SA-0,066Prof$$

Persamaan regresi yang terbentuk menunjukkan bahwa konstanta sebesar 0,557 menunjukkan bahwa likuiditas, struktur aset, dan laba korporasi konsisten sehingga susunan modal akan naik senilai 0,557. Koefisien regresi likuiditas bertanda negatif menandakan adanya pengaruh yang bertentangan antara likuiditas dengan susunan modal. Koefisien struktur aset bertanda negatif menunjukkan adanya dampak yang berlawanan antara struktur aset dan susunan modal. Koefisien laba korporasi bertanda negatif menandakan adanya dampak yang bertentangan antara laba korporasi dengan susunan modal.

Tabel 3 memperlihatkan bahwa kelayakan model penelitian yang diamati dari skor *adjusted R2* senilai 0,684. Variabel susunan modal mampu diterangkan dengan variabel likuiditas, struktur aset, dan laba korporasi senilai 68,4 %, sementara sisanya sebesar 31,6% diterangkan oleh variabel atau sebab-sebab lain yang tidak menjadi variabel penelitian. Hasil pengujian F atas variabel likuiditas, struktur aset, dan laba korporasi terhadap susunan modal memiliki skor F sebesar 95,646 dengan derajat signifikansi sebesar 0,000. Simpulan atas

hasil pengujian F adalah variabel likuiditas, struktur aset dan laba korporasi secara simultan dapat mempengaruhi susunan modal sehingga dapat dikatakan bahwa model penelitian *fit*.

Hal tersebut memiliki arti bahwa manajemen korporasi ritel memperhatikan likuiditas, struktur aset, dan laba korporasi sebelum menentukan komposisi susunan modal atas penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan kegiatan operasional ataupun ekspansi bisnis. Korporasi yang mampu memperoleh profit atau laba yang besar akan berusaha untuk membayar kewajiban yang habis masanya tepat waktu karena korporasi menjaga kepercayaan dari para kreditur agar jika korporasi membutuhkan pembiayaan melalui utang, korporasi dapat dengan mudah mendapatkan pinjaman dari para kreditur. Aset korporasi juga menjadi perhatian dari manajemen karena dapat dimanfaatkan korporasi sebagai penjamin atas pinjaman kepada para kreditur untuk meminimalisasi risiko gagal bayar dari korporasi.

Hasil pengujian t untuk variabel likuiditas memperlihatkan bahwa variabel likuiditas mempengaruhi susunan modal negatif signifikan (lihat Tabel 3). Hasil temuan pada penelitian ini searah dengan teori *pecking order*. Hasil temuan ini memperlihatkan bahwa korporasi ritel memiliki tingkat kemampuan yang tinggi dalam membayar utang dan bunga jatuh tempo tepat waktu. Namun, manajemen memilih untuk tidak menggunakannya untuk menarik para kreditur baru sehingga tidak terjadi meningkatkan proporsi utang pada susunan modal. Korporasi yang menyimpan dana internal yang tinggi lebih suka memanfaatkan dananya baik untuk memenuhi pembiayaan operasional maupun investasi bisnis sehingga tidak mempengaruhi komposisi utang dan modal yang telah terbentuk walaupun korporasi

Tabel 3. Persamaan Regresi

Variabel	B	Standar Error	T	Signifikansi
Konstanta	0,557	0,069	8,083	0
Likuiditas	-1,379	0,082	-16,918	0
Struktur Aset	-0,482	0,134	-3,601	0
Profitabilitas	-0,066	0,157	-0,419	0,676
R	0,832			
R Square	0,692			
Adjusted R Square	0,684			
F	95,646			0

mampu untuk membayar bunga yang lebih tinggi (Haron, 2016; Zhengwei, 2013). Semakin baik korporasi dalam membayar utang dan bunganya tepat waktu, akan meningkatkan kepercayaan para kreditur.

Ketika korporasi ritel membutuhkan tambahan dana untuk investasi korporasi ataupun ekspansi bisnis di masa yang akan datang, sedangkan korporasi ritel merasa mampu mendanai dengan pembiayaan internal, maka korporasi akan cenderung memanfaatkan pembiayaan internal secara optimal sehingga tidak mempengaruhi proporsi utang dan ekuitas korporasi yang telah terbentuk. Namun, jika pembiayaan internal dirasa masih kurang mencukupi, manajemen akan mengambil keputusan untuk menggunakan pembiayaan eksternal yang meminimalisasi terjadinya asimetri informasi. Penerbitan saham baru menjadi pilihan terakhir sebagai pembiayaan eksternal karena manajemen mempertimbangkan terjadinya sinyal negatif yang dapat berakibat pada turunnya harga saham korporasi serta adanya sensitifitas pasar saham terhadap asimetri informasi. Manajemen berpandangan bahwa setiap keputusan dan kebijakan terkait dengan pembiayaan akan mempengaruhi harga saham korporasi dan memunculkan sinyal pada pasar (Rovolis & Faideski, 2014; Sofat & Singh, 2017).

Korporasi yang mampu menjaga kepercayaan para kreditur dapat memberikan pengaruh yang baik kepada korporasi di masa depan dalam bentuk kemudahan memperoleh pinjaman utang. Ketika membutuhkan tambahan utang untuk kegiatan operasional dan ekspansi bisnisnya, korporasi ritel dapat dengan mudah memperoleh pinjaman. Hal ini terjadi karena korporasi memberikan sinyal bahwa berkinerja baik sehingga dapat membayar kewajibannya tepat waktu. Selain itu, semakin baik korporasi dalam membayar kewajibannya juga memperlihatkan tingkat kesehatan korporasi karena korporasi memiliki kelebihan dana internal yang mampu dimanfaatkan untuk membayar utang-utangnya kepada para kreditur tepat waktu. Lunasnya utang-utang kepada para kreditur akan menurunkan tingkat utang yang telah terbentuk sebelumnya (Sheikh & Wang, 2013; Zhang, Zhang, & Zhang, 2016)

Temuan penelitian yang tersaji dalam Tabel 3 dapat digunakan untuk menyangkal berita-berita yang beredar pada akhir-akhir ini yang menyatakan bahwa tutupnya gerai beberapa korporasi ritel dikarenakan gagal-

nya korporasi ritel dalam persaingan bisnis. Kebijakan manajemen lebih mementingkan faktor efektif dan efisien korporasi serta mempersiapkan korporasi untuk beralih dari gerai *offline* menjadi *e-commerce*. Langkah tersebut diambil mengingat terjadinya perubahan tren belanja di masyarakat yang beralih ke *e-commerce* dan menjaga agar korporasi mampu bertahan dalam persaingan bisnis baik dengan sesama korporasi ritel maupun *e-commerce*. Hasil temuan sejalan dengan hasil penemuan dari Naveed, Ramakrishnan, Anuar, Mirzaei (2015), Merino (2013), dan Siqueira, Guenster, Vanacker, & Crucke (2018).

Struktur aset ialah aset yang dimiliki korporasi ritel yang akan digunakan untuk menarik minat para kreditur untuk meminjamkan dananya. Korporasi ritel dapat dengan mudah mendapatkan pinjaman dari para kreditur saat korporasi ritel berani untuk memberikan jaminan aset yang tinggi. Semakin banyak struktur aset yang dijadikan agunan kewajiban, semakin besar tingkat keamaan kreditur untuk meminjamkan dananya jika terjadi gagal bayar (Jahanzeb, Bajuri, & Ghorri, 2015; Merino, 2013). Temuan dari penelitian ini adalah struktur aset mampu mempengaruhi susunan modal secara negatif dan relevan. Hasil temuan tidak sesuai dengan teori *trade off*, tetapi sesuai dengan teori *pecking order*.

Korporasi ritel yang mempunyai komposisi aset tetap lebih banyak akan memudahkan penilaian aset korporasi sehingga dapat menurunkan asimetri informasi (Abdou, Kuzmic, Pointon, & Lister, 2012; Matemilola, Bany-Arifin & McGowan, 2013). Korporasi yang memiliki aset tetap yang besar dapat memanfaatkannya sebagai pembiayaan internal sehingga penggunaan utang sebagai pembiayaan menjadi berkurang (Alami, 2018; Putri, Subekti, & Prihatiningtias, 2016). Temuan ini mencerminkan bahwa korporasi ritel menanamkan sebagian besar kapitalnya pada aset tetap dan akan berusaha untuk mencukupi kepentingannya dari pendanaan internal. Utang dan penerbitan saham baru dipilih sebagai pelengkap pembiayaan jika pendanaan internal kurang mencukupi.

Hasil temuan mengindikasikan bahwa korporasi meminimalisasi pemanfaatan aset tetap sebagai jaminan atas utang. Korporasi ritel berusaha untuk dapat membayar utang dan bunga kepada para kreditur dari laba korporasi dan berusaha untuk menekan

terjadinya gagal bayar. Korporasi ritel yang meminimalkan aset tetap sebagai jaminan atas utang akan terus terpacu untuk memperbaiki dan meningkatkan kinerja korporasi agar terjadi peningkatan perolehan laba korporasi yang digunakan untuk membayar utang dan bunga (Lemma & Negash, 2014; Zhengwei, 2013). Namun, di sisi lain rendahnya aset tetap yang dijaminan korporasi atas utang kepada kreditur memunculkan sikap keengganan dan ketakutan pada kreditur untuk meminjamkan dananya kepada korporasi.

Hal tersebut terjadi karena adanya rasa was-was dari para kreditur jika korporasi mengalami kegagalan dalam membayar, dana yang dipinjamkan oleh kreditur tidak dapat dikembalikan oleh korporasi. Hal tersebut terjadi karena aset yang menjadi jaminan utang lebih sedikit daripada utang dan bunga yang mesti dibayarkan korporasi kepada para pemberi pinjaman. Risiko kegagalan dalam membayar utang dan bunga korporasi dapat menjadi ancaman keamanan bagi kreditur sebagai pemberi pinjaman.

Realita yang terjadi di lapangan menggambarkan bahwa sebagian besar aset korporasi berwujud gerai yang tersebar di berbagai wilayah dan persediaan barang dagangan pada gerai tersebut. Jika aset-aset tersebut digunakan sebagai jaminan atas utang korporasi ritel maka korporasi akan kehilangan banyak sekali biaya peluang yang akan dihasilkan dari aset tersebut. Jika tidak mampu untuk membayar utang dan bunganya, korporasi ritel akan berusaha untuk memperbaiki kinerjanya (Dutra, Yaprak, & Grewal, 2017; Swaffield, Evans, & Welch, 2018; Wansink, 2017). Dengan kinerja yang lebih baik diharapkan mampu mencetak laba yang lebih tinggi dari setiap aset korporasi ritel sehingga menghindarkan aset-aset tersebut untuk diambil alih oleh kreditur. Korporasi ritel juga beranggapan bahwa menjaminkan aset tetap atas utang tidak berbanding lurus nilainya dengan besarnya utang. Nilai aset tetap korporasi ritel lebih besar jika dibandingkan dengan besarnya utang yang harus dibayar korporasi ritel kepada kreditur (Bandyopadhyay & Barua, 2016; Vo, 2017). Hal itu karena setiap aset tetap korporasi ritel dapat terus menghasilkan laba yang mampu untuk menutup utang dan bunga yang telah jatuh tempo.

Semakin besar aset tetap dari korporasi ritel yang dijadikan jaminan pembiayaan

utang menandakan bahwa kinerja manajemen korporasi ritel mengalami penurunan karena semakin besar aset tetap yang dijaminan atas utang, maka akan mengompresi (mengecilkan atau menyusutkan) ukuran korporasi dan menyalahi tujuan dan cita-cita dari berdirinya suatu korporasi yaitu untuk melakukan ekspansi bisnis. Hasil temuan ini tidak sejalan dengan temuan Kanita (2017), Rovolis & Feidakis (2014), tetapi sejalan dengan temuan Pepur, Ćurak, & Poposki (2016) dan Vo (2017).

Hasil uji regresi yang tersaji pada Tabel 3 menunjukkan bahwa laba korporasi mempengaruhi susunan modal negatif tidak signifikan. Hal tersebut menunjukkan bahwa manajemen dalam menentukan susunan modal tidak memanfaatkan laba korporasi sebagai dasar dalam menentukan susunan modal korporasi. Korporasi ritel yang mampu menghasilkan laba besar akan berusaha memberdayakan labanya untuk membayar kebutuhan operasional dan ekspansi bisnis. Korporasi ritel akan berusaha untuk meningkatkan penerimaan laba korporasi yang akan memperbesar deviden yang dibagikan ke investor dan sisanya akan menjadi laba ditahan (Dang, Huynh, Nguyen, & Nguyen, 2017; Wet & Gossel, 2016). Semakin besar kemampuan korporasi ritel dalam menghasilkan laba, akan semakin besar kemampuannya untuk dapat memenuhi setiap kebutuhan dananya secara internal sehingga dapat menekan penggunaan dana eksternal baik dalam bentuk utang maupun penambahan saham beredar (Alderighi, 2018; Gamble & Xu, 2017).

Korporasi ritel cenderung memakai pembiayaan intrinsik dari laba ditahan untuk membiayai investasi dan ekspansi bisnisnya sehingga proporsi utang dalam struktur modal tidak mengalami penambahan. Korporasi ritel yang mendapatkan ROA yang besar akan condong untuk mengurangi penggunaan utang walaupun korporasi mampu untuk membayar bunga yang lebih tinggi (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015; Kumar, Colombage, & Rao, 2017). Namun, temuan ini juga mengindikasikan bahwa manajemen korporasi ritel dalam memutuskan kebijakan penambahan utang ataupun penerbitan saham baru tidak menjadikan laba korporasi sebagai informasi masukan dalam membuat ketetapan pendanaan. Hasil temuan ini sepakat dengan hasil temuan Matias & Serrasqueiro (2017),

Primantara & Dewi (2016), tetapi tidak sejalan dengan temuan Gamble & Xu (2017) dan Sofat & Singh, (2017).

SIMPULAN

Hasil temuan memberi gambaran bahwa manajemen korporasi ritel cenderung menerapkan teori *pecking order* yang mana pembiayaan operasional ataupun ekspansi bisnis dibiayai dari internal yaitu laba korporasi. Laba korporasi yang lebih besar dapat dimanfaatkan untuk menekan peredaran saham korporasi di masyarakat sehingga deviden yang didistribusikan terhadap para *shareholders* menjadi lebih banyak yang mengakibatkan peningkatan kemakmuran para *shareholders*. Akan tetapi, pihak manajer keuangan harus dapat menyeimbangkan antara manfaat dan risiko yang sedang ataupun akan dihadapi ketika memilih pembiayaan internal, karena semakin tinggi laba korporasi, tetapi utang dan bunga yang harus dibayar rendah, maka korporasi akan membayar pajak lebih besar. Realitas yang terjadi pada korporasi ritel adalah korporasi ritel mulai memperbaiki kualitas manajemen internal guna memasuki pasar *e-commerce* yang saat ini konsumen telah beralih dari pasar *offline* (gerai) ke pasar *e-commerce*. Dampak dari kejadian tersebut adalah sebagian korporasi ritel mulai melakukan ekspansi bisnis memasuki era *digital* dan melakukan perampingan beban biaya dengan menutup sebagian gerai ritel yang dirasa kurang menguntungkan. Penutupan sebagian gerai ritel menyebabkan korporasi ritel mempunyai aset tetap yang besar, Namun, aset tetap tersebut tidak dimanfaatkan sebagai agunan utang saat korporasi ritel membutuhkan tambahan dana untuk ekspansi bisnis. Agunan utang dengan aset tetap bagi korporasi ritel menjadi sangat berharga karena penggunaan jaminan dengan aset tetap yang besar akan mengompresi korporasi ritel ketika terjadi gagal bayar utang dan bunga. Untuk menghindari hal tersebut, manajemen akan berusaha untuk memperbaiki kinerjanya dan memanfaatkan sumber daya internal lainnya untuk tetap memertahankan aset tetap agar tidak beralih kuasa kepada para kreditur.

Di masa yang akan datang diharapkan manajer korporasi ritel dapat membuat kebijakan keuangan yang dapat meningkatkan kinerja korporasi dengan memanfaatkan laba korporasi secara maksimal dengan tetap mengoptimalkan manfaat yang diper-

oleh ketika memilih pembiayaan eksternal. Pembiayaan eksternal dengan penambahan utang dapat dimanfaatkan oleh korporasi untuk mengurangi pembayaran pajak atas laba korporasi. Pemanfaatan biaya bunga dapat dimaksimalkan jika manfaat atas pengurangan pajak lebih besar dari biaya kepaillitan. Namun ketika biaya kepaillitan dirasa lebih tinggi dari kebermanfaatan atas biaya bunga, tingkat utang korporasi harus diturunkan sehingga akan memperoleh susunan modal yang optimal yang mampu meningkatkan harga saham korporasi ritel di pasar saham. Dengan demikian, manajer dapat mengambil keputusan secara fleksibel yang disesuaikan dengan situasi dan keadaan korporasi.

Saran untuk penelitian yang akan datang atas temuan, keterbatasan, dan kendala selama penelitian berlangsung bagi manajemen korporasi yaitu menaati regulasi yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) berkaitan dengan penyajian laporan tahunan. Manajemen korporasi diwajibkan menyampaikan laporan tahunan maksimal akhir bulan keempat tahun buku. Sesuai dengan peraturan tersebut, setiap korporasi ritel diwajibkan untuk menyampaikan laporan tahunan di setiap akhir tahun buku. Namun, kendala yang dihadapi saat penelitian berlangsung adalah masih ada korporasi yang tidak menyajikan laporan tahunan yang di publikasikan pada website BEI selama periode penelitian.

Saran bagi manajemen korporasi ritel ialah tidak ada lagi korporasi ritel yang tidak menyampaikan laporan keuangan di setiap akhir tahun buku. Temuan dan keterbatasan lainnya ialah manajemen korporasi tidak menyajikan dan mengungkapkan laporan keuangan tahunan dalam laporan tahunan korporasi ritel. Disarankan manajemen korporasi ritel untuk dapat menyajikan dan mengungkapkan laporan tahunan secara lengkap sesuai pasal 4 peraturan OJK, khususnya laporan keuangan tahunan. Terjadi ketidakkonsistenan korporasi dalam menyajikan besarnya jumlah dan nama akun dalam laporan keuangan tahunan dan didapatkan perbedaan besarnya angka dan selisih angka yang cukup signifikan. Namun, pihak manajemen korporasi tidak mengungkapkannya pada catatan atas laporan keuangan.

Atas temuan tersebut disarankan manajemen korporasi ritel untuk lebih memperhatikan dan mengungkapkan ketidaksesuaian angka dan selisih angka yang

signifikan dalam catatan atas laporan keuangan sehingga para pemakai laporan tahunan eksternal mendapatkan informasi yang dibutuhkan. Untuk penelitian yang akan datang diharapkan mampu menggali potensi internal korporasi lebih dalam lagi yang berkaitan dengan susunan modal korporasi serta menemukan faktor-faktor yang berkaitan dengan susunan modal korporasi.

DAFTAR RUJUKAN

- Abdou, H. A., Kuzmic, A., Pointon, J., & Lister, R. J. (2012), Determinants of Capital Structure in the UK Retail Industry: A Comparison of Multiple Regression and Generalized Regression Neural Network. *Intelligent System in Accounting, Finance, and Management*, 19(3), 151-169. <https://doi.org/10.1002/isaf.1330>
- Ajay, R., & Madhumathi, R. (2015). Do Corporate Diversification and Earnings Management Practices Affect Capital Structure? *Journal of Indian Business Research*, 7(4), 360-378. <https://doi.org/10.1108/JIBR-01-2015-0008>
- Alami, I. (2018). Capital Accumulation and Capital Controls in South Africa: A Class Perspective. *Review of African Political Economy*, 45(156), 223-249. <https://doi.org/10.1080/03056244.2017.1389715>
- Alderighi, S. (2018). The Determinants of Retail Trading Activity in Emerging Markets: A Cross-Market Analysis. *Global Finance Journal*, 37, 152-167. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.05.001>
- Alejo, J., Galvao, A., Montes-Rojas, G., & Sosa-Escudero, W. (2015). Tests for Normality in Linear Panel-data Models. *The Stata Journal*, 15(3), 822-832. <https://doi.org/10.1177/1536867X1501500314>
- Alipour, M., Mohammadi, M., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53-83. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2013-0004>
- Anuar, H., & Chin, O. (2016). The Development of Debt to Equity Ratio in Capital Structure Model: A Case of Micro Franchising. *Procedia Economics and Finance*, 35, 274-280. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)00034-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)00034-4)
- Bandyopadhyay, A., & Barua, N. M. (2016). Factors Determining Capital Structure and Corporate Performance in India: Studying the Business Cycle Effects. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 160-172. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.01.004>
- Bou, J. C., & Satorra, A. (2018). Univariate Versus Multivariate Modeling of Panel Data: Model Specification and Goodness-of-Fit Testing. *Organizational Research Methods*, 21(1), 150-196. <https://doi.org/10.1177/1094428117715509>
- Castro, P., Tascón, M. T., & Amor-Tapia, B. (2015). Dynamic Analysis of the Capital Structure in Technological Firms based on Their Life Cycle Stages. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 44(4), 458-486. <https://doi.org/10.1080/02102412.2015.1088202>
- Castro-Conde, I., Döhler, S., & Uña-Álvarez, J. D. (2017). An Extended Sequential Goodness-of-Fit Multiple Testing Method for Discrete Data. *Statistical Methods in Medical Research*, 26(5), 2356-2375. <https://doi.org/10.1177/0962280215597580>
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Determinants of Capital Structure: An Empirical Evaluation from India. *Journal of Advances in Management Research*, 12(1), 3-14. <https://doi.org/10.1108/JAMR-08-2014-0051>
- Chadha, S., & Sharma, A. (2015). Determinants of Capital Structure: An Empirical Evaluation from India. *Journal of Advances in Management Research*, 12(1), 3-14. <https://doi.org/10.1108/JAMR-08-2014-0051>
- Chen, J., Jiang, C., Lin, Y., & Chen, J. (2014). What Determine Firms' Capital Structure in China? *Managerial Finance*, 40(10), 1024-1039. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2013-0163>
- Chen, J. Z., Lim, C. Y., & Lobo, G. J. (2016). Does the Relation between Information Quality and Capital Structure Vary with Cross-Country Institutional Differences? *Journal of International Accounting Research*, 15(3), 131-156. <https://doi.org/10.2308/jiar-51606>
- Dang, T. L., Huynh, T. H. H., Nguyen, M. T., & Nguyen, T. M. H. (2017). The Firm Information Environment and Capital Structure: International Evidence. *Ap-*

- plied Economics*, 49(44), 4482-4500. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1284991>
- Danis, A., Rettl, D. A., & Whited, T. M. (2014). Refinancing, Profitability, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 114(3), 424-443. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.07.010>
- Dutta, S., Yaprak, A., & Grewal, D. (2017). Fairness Perceptions of Retail Price Increases by Foreign and Domestic Brands: The Roles of Ethnocentric Beliefs, Profit Stickiness, and Contextual Information. *Journal of Business Research*, 75, 37-45. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.004>
- ElBannan, M. A. (2017). Stock Market Liquidity, Family Ownership, and Capital Structure Choices in an Emerging Country. *Emerging Markets Review*, 33, 201-231. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.11.001>
- Fagerland, M. W., & Hosmer, D. W. (2017). How to Test for Goodness of Fit in Ordinal Logistic Regression Models. *The Stata Journal*, 17(3), 668-686. <https://doi.org/10.1177/1536867X1701700308>
- Febrininta, C., & Siregar, S. V. (2015). Manajemen Laba Akruar, Manajemen Laba Riiil, dan Biaya Modal. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 5(3), 365-379. <https://doi.org/10.18202/jamal.2014.12.5027>
- Fernandez, A. I., Lara, P. R., Ugalde, M. C., & Sisodia, G. S. (2018). Distinctive Competencies and Competency-based Management in Regulated Sectors: A Methodological Proposal Applied to the Pharmaceutical Retail Sector in Spain. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 42, 29-36. <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2018.01.007>
- Fianto, G. A., Gan, C., Hu, B., & Roudaki, J. (2018). Equity Financing and Debt-Based Financing: Evidence from Islamic Microfinance Institutions in Indonesia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 52, 163-172. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.09.010>
- Gamble, K. J., & Xu, W. (2017). Informed Retail Investors: Evidence from Retail short Sales. *Journal of Empirical Finance*, 40, 59-72. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2016.11.004>
- Gelade, W., Verardi, V., & Vermandele, C. (2015). Time-Efficient Algorithms for Robust Estimators of Location, Scale, Symmetry, and Tail heaviness. *The Stata Journal*, 15(1), 77-94. <https://doi.org/10.1177/1536867X1501500105>
- Güner, A. (2016). The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies. *Procedia Economics and Finance*, 38, 84-89. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)3018-0-0](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)3018-0-0)
- Haron, R. (2016). Do Indonesian Firms Practice Target Capital Structure? A Dynamic Approach. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), 318-334. <https://doi.org/10.1108/JABS-07-2015-0100>
- Hazra, A. (2015). A Simulation-Free Exact Conditional Goodness-of-Fit Test for the Binomial Distribution. *Calcutta Statistical Association Bulletin*, 67(3-4), 105-128. <https://doi.org/10.1177/0008068320150302>
- Jadiyappa, N., Vanga, R. N., & Krishnankutty, R. (2017). Financial Liberalisation and Capital Structuring Decisions of Corporate Firms: Evidence from India. *Economics Letters*, 149, 33-37. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2016.10.004>
- Jahanzeb, A., Bajuri, N. H., & Ghorri, A. (2015). Market Power Versus Capital Structure Determinants: Do They Impact Leverage? *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1-9. <https://doi.org/10.1080/23322039.2015.1017948>
- Karadeniz, E., Kandir, S. Y., & Balcilar, M. (2009). Determinants of capital structure : evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21(5), 594-609. <https://doi.org/10.1108/09596110910967827>
- Klasa, S., Ortiz-molina, H., Serfling, M., & Srinivasan, S. (2018). Protection of Trade Secrets and capital Structure Decisions. *Journal of Financial Economics*, 128(2), 266-286. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.02.008>
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on Capital Structure Determinants: A Review and Future Directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
- Lemma, T. T., & Negash, M. (2014). Determinants of the Adjustment Speed of Capital Structure. *Journal of Applied*

- Accounting Research*, 15(1), 64-99. <https://doi.org/10.1108/JAAR-03-2012-0023>
- Naveed, M., Ramakrishnan, S., Anuar, M. A., & Mirzaei, M. (2015). Factors Affecting Speed of Adjustment under Different Economic Conditions. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 8(3), 165-182. <https://doi.org/10.1108/JCEFTS-08-2014-0015>
- Martellini, L., Milhau, V., & Tarelli, A. (2018). Capital Structure Decisions and the Optimal Design of Corporate Market Debt Programs. *Journal of Corporate Finance*, 49, 141-167. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.011>
- Martin, P. S., & Saona, P. (2017). Capital Structure in the Chilean Corporate Sector: Revisiting The Stylized Facts. *Research in International Business and Finance*, 40, 163-174. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.01.004>
- Matemilola, B. T., Bany-Arifin, A. N., McGowan, C. B. (2013). Unobservable Effects and Firm's Capital Structure Determinants. *Managerial Finance*, 39(2), 1124-1137. <https://doi.org/10.1108/MF-08-2012-0187>
- Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are There Reliable Determinant Factors of Capital Structure Decisions? Empirical Study of SMEs in Different Regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, 40, 19-33.
- Meinen, R., & Raff, H. (2018). International Trade and Retail Market Performance and Structure: Theory and Empirical Evidence. *Journal of International Economics*, 115, 99-114. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2018.08.010>
- Merino, F. (2013). Capital Structure of Foreign Affiliates and the Investment Decision: Two Questions to Consider. *Journal of Business Economics and Management*, 14(1), 470-492. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.692704>
- Mukherjee, S. & Mahakud, J. (2010). Dynamic Adjustment Towards Target Capital Structure: Evidence from Indian Companies. *Journal of Advances in Management Research*, 7(2), 250-266. <https://doi.org/10.1108/09727981011085020>
- Nagelkerke, E., Oberski, D. L., & Vermunt, J. K. (2016). Goodness-of-fit of Multi-level Latent Class Models for Categorical Data. *Sociological Methodology*, 46(1), 252-282. <https://doi.org/10.1177/0081175015581379>
- Nurkhin, A., Wahyudin, A., & Fajriah, A. (2017). Relevansi Struktur Kepemilikan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Barang Konsumsi. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 8(1), 35-46. <https://doi.org/10.18202/jamal.2017.04.7038>
- Okuda, H., & Aiba, D. (2018). Capital Structure Decisions in a Highly Dollarized Economy: Evidence from Cambodian Firms. *Journal of Asian Economics*, 58, 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2018.08.001>
- Pepur, S., Ćurak, M., & Poposki, K. (2016). Corporate Capital Structure: The Case of Large Croatian Companies. *Economic Research*, 29(1), 498-514. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2016.1175726>
- Putri, I., Subekti, I., & Prihatiningtias, Y. (2016). Determinan Efisiensi Usaha berdasarkan Tata Kelola Korporat. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 7(3), 349-363. <https://doi.org/10.18202/jamal.2016.12.7026>
- Rak, R., & Grech, D. (2018). Quantitative Approach to Multifractality induced by Correlations and Broad Distribution of Data. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 508, 48-66. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2018.05.059>
- Ramjee, A., & Gwatidzo, T. (2012). Dynamics in Capital Structure Determinants in South Africa. *Meditari Accountancy Research*, 20(1), 52-67. <https://doi.org/10.1108/10222521211234228>
- Richards, T. J., Hamilton, S. F., & Yonezawa, K. (2018). Retail Market Power in a Shopping Basket Model of Supermarket Competition. *Journal of Retailing*, 94(3), 328-342. <https://doi.org/10.1016/j.jretai.2018.04.004>
- Rovolis, A. & Faideski, A. (2015). Evaluating the Impact of Economic Factors on Reits' Capital Structure around the World. *Journal of Property Investment & Finance*, 32(1), 4-20. <https://doi.org/10.1108/JPIF-08-2013-0050>
- Seo, S. W., & Chung, H. J. (2017). Capital Structure and Corporate Reaction to Negative Stock Return Shocks. *International Review of Economics & Finance*, 49, 292-312. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.02.005>

- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2013). The Impact of Capital Structure on Performance: An Empirical Study of Non-Financial Listed Firm in Pakistan. *International Journal of Commerce and Management*, 23(4), 354-368. <https://doi.org/10.1108/IJCoMA-11-2011-0034>
- Shyu, J. (2013). Ownership Structure, Capital Structure, and Performance of Group Affiliation. *Managerial Finance*, 39(4), 404-420. <https://doi.org/10.1108/03074351311306210>
- Siqueira, A. C. O., Guenster, N., Vanacker, T., & Crucke, S. (2018). A Longitudinal Comparison of Capital Structure between Young for-Profit Social and Commercial Enterprises. *Journal of Business Venturing*, 33(2), 225-240. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2017.12.006>
- Sofat, R., & Singh, S. (2017). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Manufacturing Firms in India. *International Journal of Law and Management*, 59(6), 1029-1045. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2016-0051>
- Swaffield, J., Evans, D., & Welch, D. (2018). Profit, Reputation and 'Doing the Right Thing': Convention Theory and the Problem of Food Waste in the UK Retail Sector. *Geoforum*, 89, 43-51. <https://doi.org/10.1016/j.geoforum.2018.01.002>
- Tian, Y. (2016). Optimal Capital Structure and Investment Decisions under Time-Inconsistent Preferences. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 65, 83-104. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2016.02.001>
- Vo, X. V. (2017). Research in International Business and Finance Determinants of Capital Structure in Emerging Markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.001>
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An Empirical Investigation of Capital Structure and Firm Value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 90-94. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.014>
- Wansink, B. (2017). Healthy Profits: An Interdisciplinary Retail Framework that Increases the Sales of Healthy Foods. *Journal of Retailing*, 93(1), 65-78. <https://doi.org/10.1016/j.jretai.2016.12.007>
- Wet, L. H. D., & Gossel, S. J. (2016). South African Capital Structure Decisions: A Survey of Listed Companies. *Journal of African Business*, 17(2), 167-187. <https://doi.org/10.1080/15228916.2016.1132509>
- Yang, G. J. A., Chueh, H., & Lee, C. H. (2014). Examining the Theory of Capital Structure: Signal Factor Hypothesis. *Applied Economics*, 46(10), 1127-1133. <https://doi.org/10.1080/00036846.2013.864040>
- Yanuardi, A., Hadiwidjojo, D., & Sumiati. (2014). Faktor Determinan atas Profitabilitas Perbankan yang Listing di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 5(2), 202-218. <https://doi.org/10.18202/jamal.2014.08.5014>
- Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants of Capital Structure: Evidence from Shari'ah Compliant and Non-Compliant Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 198-219. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.06.008>
- Yusuf, A., & Gasim, G. (2015). Relevansi Nilai Modal Intelektual terhadap Nilai Pasar Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 6(2), 201-213. <https://doi.org/10.18202/jamal.2015.08.6016>
- Zavertiaeva, M., & Nechaeva, I. (2017). Impact of Market Timing on the Capital Structure of Russian Companies. *Journal of Economics and Business*, 92, 10-28. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2017.04.001>
- Zhang, S., Zhang, K., & Zhang, M. (2016). Bank Ownership and Dynamic Capital Structure Adjustment of Firms: Evidence from China. *China Journal of Accounting Studies*, 4(2), 143-164. <https://doi.org/10.1080/21697213.2016.1196056>
- Zhang, Y. F., Tian, Y. C., Kelly, W., & Fidge, C. (2017). Scalable and Efficient Data Distribution for Distributed Computing of All-to-All Comparison Problems. *Future Generation Computer Systems*, 57, 152-162. <https://doi.org/10.1016/j.future.2016.08.020>
- Zhengwei, W. (2013). Optimal Capital Structure : Case of SOE Versus Private Listed Corporation. *Chinese Management Studies*, 7(4), 604-616. <https://doi.org/10.1108/CMS-09-2013-0169>