

Chairunnisa Fadlia  
R\_2011102431022\_Profitabilitas  
dan Ukuran Perusahaan  
terhadap Struktur Modal.docx  
*by 1 1*

---

**Submission date:** 28-Jun-2024 11:54AM (UTC+0800)

**Submission ID:** 2406768135

**File name:**

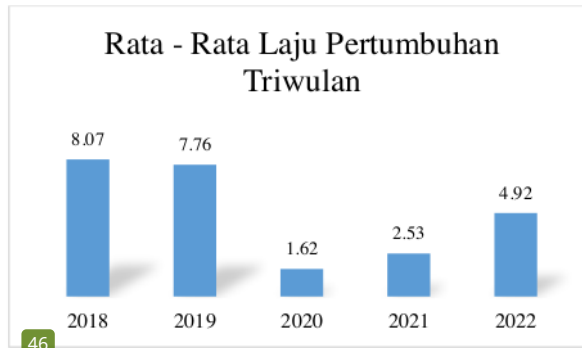
Chairunnisa\_Fadlia\_R\_2011102431022\_Profitabilitas\_dan\_Ukuran\_Perusahaan\_terhadap\_Struktur\_Modal.docx  
(144.57K)

**Word count:** 6423

**Character count:** 42611

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Sektor makanan dan minuman menjadi pilihan investasi yang menarik bagi investor karena ketahanannya terhadap perekonomian Indonesia. Sektor ini dianggap sebagai industri yang dapat bertahan dalam fluktuasi perekonomian. Selain itu, kontribusinya yang besar pada Produk Domestik Bruto (PDB) memperkuat posisinya sebagai sektor kunci dalam perekonomian suatu negara.



**Gambar 1. 1** Pertumbuhan Industri Makanan dan Minuman  
(Sumber : Badan Pusat Statistik, 2023)

Laju pertumbuhan industri makanan dan minuman dalam periode 2018 hingga 2022, seperti yang tersaji pada gambar 1 yang menunjukkan variasi yang cukup signifikan. Pada tahun 2018, laju pertumbuhannya mencapai 8.07 persen, menunjukkan kinerja yang cukup baik. Namun, pada tahun berikutnya, yaitu 2019, terjadi sedikit penurunan dengan rata-rata laju pertumbuhan sebesar 7.76 persen. Tren ini berlanjut pada tahun 2020, di mana terjadi penurunan drastis menjadi hanya 1.62 persen, kemungkinan dipengaruhi oleh dampak pandemi COVID-19 yang signifikan terhadap industri makanan dan minuman. Meskipun demikian, pada tahun 2021, terjadi sedikit pemulihan dengan rata-rata laju pertumbuhan sebesar 2.53 persen. Kemudian, pada tahun 2022, terjadi peningkatan yang cukup signifikan kembali dengan rata-rata laju pertumbuhan mencapai 4.92 persen. Dengan demikian, dari tahun 2018 hingga 2022, industri makanan dan minuman di Indonesia mengalami fluktuasi kinerja yang cukup signifikan, mencerminkan dinamika ekonomi dan faktor-faktor eksternal yang memengaruhinya.

Pada tahun 2022, industri makanan dan minuman (mamin) diperkirakan menyumbang 37,77% PDB pada sektor industri pengolahan nonmigas. Angka ini mencerminkan kontribusi yang signifikan dari sektor mamin dalam menggerakkan pertumbuhan ekonomi, serta menunjukkan keberhasilannya dalam mempertahankan posisinya sebagai salah satu sektor utama dalam struktur industri nasional. Keberhasilan industri mamin dalam menyumbang sebagian besar PDB industri pengolahan nonmigas tidak hanya mencerminkan tingginya permintaan domestik akan produk makanan dan minuman, tetapi juga mencerminkan potensi besar untuk ekspansi dan investasi lebih lanjut di sektor ini (Perindustrian, 2022).

Struktur modal sebuah perusahaan mempunyai peran penting dalam menentukan pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan. Keputusan mengenai bagaimana perusahaan memilih untuk mendanai aktivitasnya, baik melalui utang atau ekuitas, dan dapat mempunyai dampak yang signifikan terhadap kemampuan perusahaan untuk berkembang dan tumbuh. Dengan struktur modal yang optimal, perusahaan

dapat mengembangkan kapasitas produksi, meningkatkan efisiensi, memperluas pangsa pasar, dan menghadapi lingkungan bisnis yang kompetitif dengan lebih baik (Ansca *et al.*, 2019)<sup>7</sup>

Menurut Kasmir (2018) Struktur modal perusahaan memerlukan evaluasi proporsi utang jangka pendek, jangka panjang, saham preferen, serta saham biasa yang bertahan lama. Ini mewakili perpaduan sumber pendanaan, termasuk utang jangka panjang dan ekuitas, dengan tujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan antisipasi profitabilitas. Struktur modal dapat berubah seiring waktu berdasarkan keadaan perusahaan. Manajemen harus menetapkan struktur modal yang jelas dalam mengatasi ketidakpastian<sup>91</sup> dalam lingkup bisnis. Mereka mungkin memilih untuk menaikkan tingkat utang jika tingkat utang saat ini masih di bawah target yang telah ditetapkan (Sianipar, 2017).

Struktur modal perusahaan dapat dievaluasi menggunakan berbagai rasio keuangan yang mengukur tingkat leverage keuangan atau penggunaan<sup>38</sup> utang dalam struktur modalnya. Beberapa rasio yang biasa digunakan dalam konteks ini meliputi *Debt to Asset Ratio* (DAR), *Long Term Debt to Equity Ratio* (LTDER), *Debt to Equity Ratio* (DER), dan *Times Interest Earned* (TIE). DAR menilai porsi total aset perusahaan yang dibiayai melalui utang dengan cara menyandingkan total utang dengan total aset. LTDER menggambarkan sejauh mana utang jangka panjang digunakan relatif terhadap ekuitas, ditentukan dengan membagikan jumlah utang jangka panjang dengan total ekuitas. DER mencerminkan hubungan antara total utang dan total ekuitas perusahaan. Sedangkan TIE mengungkapkan kemampuan<sup>43</sup> perusahaan dalam memenuhi kewajiban bunga dengan pendapatan operasionalnya dengan membagikan laba sebelum bunga dan pajak dengan beban bunga Brigham dan Houston (2019). Beberapa faktor yang memengaruhi struktur modal mencakup tingkat bunga, stabilitas pendapatan, komposisi aset, tingkat risiko aset, kebutuhan modal, kondisi pasar modal, kepemimpinan manajemen, dan skala perusahaan<sup>41</sup> (Nurrohm, 2018).

Menurut Lisiana dan Widyarti (2019) Profitabilitas terkait dengan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba. Dengan tingkat profitabilitas yang tinggi, diharapkan perusahaan mampu mengurangi ketergantungan pada utang jangka panjang, karena mereka dapat meningkatkan persentase laba yang ditahan untuk digunakan sebagai modal perusahaan. Tingkat profitabilitas akan memengaruhi<sup>104</sup> penderungan penggunaan utang jangka panjang serta akan memengaruhi<sup>57</sup> keputusan terkait struktur modal perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan pendapatan yang dapat<sup>57</sup> dari penjualan dan investasi. Oleh karena itu, rasio profitabilitas berfungsi sebagai ukuran efisiensi perusahaan. Perusahaan yang menunjukkan rasio profitabilitas yang tinggi umumnya menghasilkan keuntungan yang signifikan, sehingga investor berminat untuk investasi pada perusahaan itu (Rosyd dan Daffa, 2022).

<sup>36</sup> Analisis rasio keuangan melibatkan penggunaan berbagai rasio untuk menilai kinerja keuangan sebuah perusahaan. *Return on Equity* (ROE) atau laba bersih dibagi ekuitas merupakan salah satu metrik<sup>81</sup> yang umum dipergunakan dalam mengevaluasi profitabilitas. ROE memberikan gambaran efisiensi suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari modal yang disumbangkan oleh pemegang sahamnya. ROE yang lebih tinggi menandakan bahwa perusahaan memperoleh keuntungan yang lebih besar dibandingkan dengan<sup>10</sup> ekuitasnya. Selain ROE, berbagai rasio lain digunakan untuk mengevaluasi profitabilitas, seperti: *Return on Assets* (ROA), *Gross Profit Margin*, dan *Net Profit Margin*.<sup>86</sup> ROA mengevaluasi efektivitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari total asetnya, sedangkan *Gross Profit Margin* dan *Net Profit Margin* masing-masing mengukur proporsi laba kotor dan laba bersih perusahaan, relatif terhadap penjualannya (Winamo, 2019).<sup>88</sup>

Teori keuangan mengupayakan pemahaman yang mendalam terkait hubungan antara profitabilitas sebuah perusahaan dengan struktur modal. Salah satu teori yang relevan yaitu teori *Trade-off* antara Risiko dan *Return*, yang mengandaikan bahwa perusahaan berusaha untuk mencapai keseimbangan antara meminimalkan biaya keuangan (seperti bunga utang) dan memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam konteks

ini, profitabilitas suatu perusahaan berpengaruh signifikan terhadap keputusan mengenai struktur modalnya. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi biasanya menikmati peningkatan akses terhadap sumber pendanaan internal, seperti laba ditahan, sehingga mengurangi ketergantungan mereka pada utang. Menurut teori ini, perusahaan dengan profitabilitas yang kuat sering kali menunjukkan tingkat utang yang lebih rendah karena mereka memiliki kemampuan untuk membiayai investasi mereka melalui pendapatan yang dihasilkan, tanpa perlu bergantung pada sumber pendanaan eksternal yang mahal (Miswanto *et al.*, 2022).

Di sisi lain, teori *Pecking Order* mengungkapkan bahwa perusahaan biasanya memilih sumber pendanaan yang paling hemat biaya dan mudah digunakan, terlepas dari tingkat profitabilitasnya. Dalam hal ini, perusahaan yang kurang *profitable* mungkin lebih cenderung untuk menggunakan utang sebagai bagian dari struktur modal mereka, karena sulit bagi mereka untuk membiayai investasi mereka melalui sumber dana internal (Allen, 2020). Selain itu, ada teori *Agency* yang mengindikasikan bahwa tingkat profitabilitas dapat memengaruhi preferensi pemegang saham terhadap struktur modal. Perusahaan yang lebih *profitable* mungkin cenderung berkemampuan dalam membayarkan dividend yang lebih tinggi pada *shareholder*, yang dapat mengurangi kebutuhan mereka untuk memperoleh dana melalui utang (Miswanto *et al.*, 2022).

106  
Penelitian sebelumnya telah menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan dalam hubungan antara profitabilitas dan struktur modal perusahaan. Dalam temuan Hendraliany *et al.*, (2022); Meisya *et al.*, (2021); dan Rosdiana *et al.*, (2023) ditemukan bahwa profitabilitas memengaruhi struktur modal dengan positif signifikan. Namun, penelitian oleh Damayanti dan Dana (2017) menemukan hasil yang berbeda, yaitu bahwa profitabilitas memengaruhi negatif pada struktur modal. Riset Nabila (2021) juga menemukan bahwa profitabilitas pengaruhnya signifikan namun bernilai negatif pada struktur modal. Sementara itu, riset oleh Jusmansyah (2022); Mukaromah dan Suwari (2022) menemukan bahwa profitabilitas tak memengaruhi struktur modal. Dengan demikian, terdapat variasi dalam temuan penelitian terkait korelasi antara profitabilitas dengan struktur modal perusahaan, yang mungkin dipengaruhi oleh perbedaan dalam metode penelitian, ukuran sampel, dan karakteristik industri atau perusahaan yang diteliti.

Menurut Aghnitama *et al.*, (2021) Ukuran perusahaan didefinisikan sebagai dimensi yang membedakan antara besar dan kecilnya suatu perusahaan melalui total nilai aset, pendapatan penjualan, dan kapitalisasi pasar. Total nilai aset mencerminkan skala modal yang ditanam, sedangkan jumlah penjualan mencerminkan tingkat perputaran uang dalam perusahaan. Perusahaan yang besar umumnya berpotensi bertumbuh yang lebih tinggi karena dimensi besar memberikan keuntungan dalam hal akses terhadap sumber daya, pasar, dan peluang investasi yang lebih luas. Sebaliknya, ketika ukuran perusahaan menurun, kemungkinan tingkat pertumbuhan juga menurun. Perusahaan yang lebih kecil mungkin menghadapi kendala dalam hal akses terhadap sumber daya finansial dan pasar, yang dapat membatasi kemampuan mereka untuk tumbuh dan berkembang (Hendraliany *et al.*, 2022).

Maka dari itu, ukuran perusahaan menjadi faktor krusial yang memengaruhi keputusan terkait struktur modal. Perusahaan yang lebih besar mempunyai lebih banyak fleksibilitas dalam memilih jalur pendanaan, termasuk opsi untuk memasukkan utang ke dalam struktur permodalan mereka. Di lain sisi, perusahaan yang lebih kecil mungkin lebih bergantung pada modal internal atau ekuitas sebagai sumber pendanaan utama, karena sulit bagi mereka untuk memperoleh akses ke pasar obligasi atau pinjaman bank dengan syarat yang menguntungkan. Oleh karena itu, pemahaman akan hubungan antara ukuran perusahaan dan struktur modalnya menjadi krusial dalam analisis keuangan dan pengambilan keputusan manajerial (Hendraliany *et al.*, 2022).

Ukuran suatu perusahaan, diukur berdasarkan total asetnya (*ln*), menjadi parameter penting dalam menentukan dimensi perusahaan. Tingginya nilai aset perusahaan menjadi tolak ukur utama dalam

mengevaluasi skala atau ukuran relatif sebuah perusahaan (Nabila, 2021).<sup>69</sup> Semakin besar jumlah aset yang dimiliki perusahaan, maka makin besar pula skalanya. Nilai total aset yang tinggi menandakan kemampuan perusahaan dalam mengelola operasional yang lebih luas, mendapatkan akses terhadap lebih banyak sumber daya, dan sering kali mencerminkan keberhasilan perusahaan dalam mengakumulasi aset yang bernilai (Nabila, 2021). Oleh karena itu, total aset menjadi indikator yang relevan untuk menilai skala relatif suatu perusahaan dalam konteks industri dan pasar di mana mereka beroperasi. Analisis terhadap total aset perusahaan tidak hanya memberikan gambaran tentang ukuran fisik perusahaan tetapi juga bisa memberi wawasan mengenai kemampuan perusahaan dalam manajemen risiko, menangkap<sup>97</sup> uang, serta bersaing di pasar. Ukuran perusahaan juga berperan dalam menentukan struktur modalnya. Perusahaan yang lebih besar biasanya mempunyai akses terhadap sumber pendanaan yang lebih luas, sehingga risiko kebangkrutan mereka menjadi lebih kecil. Ukuran perusahaan, yang tercermin dari kapitalisasi pasar atau pendapatan penjualan yang tinggi, juga mencerminkan kinerja perusahaan (Jumansyah, 2022).

Teori *pecking order* mengemukakan bahwa aset perusahaan menentukan besar kecilnya perusahaan, artinya tidak memerlukan pembiayaan untuk mencapai keuntungan yang besar. Selaras dengan *pecking order theory*, perusahaan mengutamakan pendanaan internal ketika membiayai operasionalnya. Sumber daya internal suatu perusahaan yang banyak berasal dari laba yang besar (profitabilitas), namun sebaliknya perusahaan yang labanya kecil mempunyai sumber daya internal yang kecil. Investasi dalam utang yang lebih sedikit adalah strategi yang digunakan oleh perusahaan-perusahaan yang sangat menguntungkan. Karena mereka mempunyai potensi untuk menghasilkan keuntungan besar dan mendapatkan dukungan finansial dari dalam. Kegiatan ini memungkinkan mereka memperoleh pendapatan yang signifikan dan menghasilkan modal internal (Ariawan dan Solikahan, 2022).<sup>73</sup>

Penelitian oleh Meisyta *et al.*, (2021); Nurhayadi *et al.*, (2021) menemukan hasil bahwa ukuran perusahaan pengaruhnya positif signifikan pada struktur modal, yang diartikan makin besarnya ukuran perusahaan, makin besarnya kecenderungan untuk memiliki struktur modal yang didominasi oleh utang. Adapun penelitian Aruan *et al.*, (2022); Rosdiana *et al.*, (2023) menghasilkan ukuran perusahaan pengaruhnya negatif pada struktur modal. Di samping itu, temuan oleh Hendraliany *et al.*, (2022); Jumansyah (2022) memberikan hasil bahwa ukuran perusahaan tak memengaruhi struktur modal, yang berarti bahwa makin besarnya ukuran perusahaan, makin rendahnya proporsi utang dalam struktur modal. Perbedaan ini menunjukkan adanya ketidaksesuaian dalam hasil penelitian yang memerlukan investigasi lebih lanjut. Maka dari itu, penelitian<sup>32</sup> mengenai ketidaksesuaian ini akan membantu mengisi kekosongan pengetahuan mengenai korelasi antara ukuran perusahaan dan struktur modal.

Berdasarkan konteks yang disampaikan, ada perbedaan hasil penelitian terkait dampak profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Maka dari itu, penelitian ini tujuannya untuk menguji kembali pengaruh profitabilitas yang<sup>63</sup> ukurnya menggunakan *Return on Equity* (ROE) sementara ukuran perusahaan dengan *size (ln)* terhadap struktur modal (DER) pada perusahaan subsektor makanan dan minuman selama periode 2020-2022.<sup>35</sup> Judul penelitian ini yaitu "Pengaruh Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Subsektor Makanan dan Minuman".

## 1.2 Rumusan Masalah<sup>2</sup>

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah (i) Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman? (ii) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah <sup>18</sup> maka tujuan di dalam penelitian ini yaitu untuk: (i) mengetahui apakah profitabilitas memengaruhi struktur modal pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman. (ii) mengetahui apakah ukuran perusahaan memengaruhi struktur modal pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman.

<sup>51</sup>

### 1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini yaitu: (i) Manfaat teoritis: Penelitian ini bertujuan untuk meningkatkan pemahaman mengenai sejauh mana profitabilitas dan ukuran perusahaan mempengaruhi struktur modal. (ii) Manfaat praktis: Bagi investor, temuan penelitian dapat menjadi bahan pertimbangan dan wawasan yang berharga dalam pengambilan keputusan investasi pada saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Bagi perusahaan, hasil penelitian dapat dijadikan pedoman dalam proses pengambilan keputusan terkait struktur modal. Bagi penulis, penelitian ini merupakan peluang untuk menyempurnakan dan <sup>94</sup>meningkatkan keterampilan di bidang ekonomi. Selain itu bagi peneliti berikutnya diharapkan temuan ini dapat menjadi acuan dan sumber informasi untuk penelitian mendatang sehingga dapat memperkaya literatur yang ada.

### 1.5 Rumusan Hipotesis

#### 1.5.1 Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Menurut Lisiana dan Widyarti (2019), profitabilitas mengacu pada kapasitas perusahaan dalam menghasilkan laba. Dalam konteks ini, laba yaitu faktor utama dari kinerja keuangan perusahaan. Tingkat profitabilitas yang tinggi merupakan keinginan setiap perusahaan, karena mencerminkan efisiensi dan efektivitas dalam menghasilkan pendapatan melebihi biaya dan investasi. Ini menandakan strategi bisnis yang efektif dan memberikan fleksibilitas keuangan. Dengan pendapatan yang kuat, perusahaan dapat berinvestasi, mengembangkan produk, dan mengurangi ketergantungan pada utang jangka panjang, mengurangi risiko yang terkait dengan bunga dan pembayaran utang Rosyid dan Daffa (2022). Salah satu teori yang relevan dalam penelitian ini ialah teori *Trade-off* antara Risiko dan Return, yang mengandaikan bahwa perusahaan berusaha untuk mencapai keseimbangan antara meminimalkan biaya keuangan (seperti bunga utang) <sup>89</sup> dan memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam konteks ini, profitabilitas perusahaan berperan krusial dalam pengambilan keputusan struktur modal. Perusahaan yang lebih menguntungkan biasanya menikmati peningkatan akses terhadap opsi pendanaan internal (seperti laba yang dihasilkan), yang dapat mengurangi ketergantungan mereka pada utang (Allen, 2020). Menurut teori ini, perusahaan yang menghasilkan laba yang tinggi cenderung punya tingkat hutang yang lebih kecil karena mereka memiliki kemampuan untuk membiayai investasi mereka melalui pendapatan yang dihasilkan, tanpa perlu bergantung pada sumber pendanaan eksternal yang mahal (Miswanto *et al.*, 2022).

<sup>33</sup>

Dalam penelitian oleh Hendraliany *et al.* <sup>42</sup> (2022) pada perusahaan manufaktur subsektor makanan dan minuman periode 2017-2021; Meisyta *et al.* <sup>42</sup> (2021) pada perusahaan manufaktur subsektor *pulp and paper* periode 2015-2018; dan Rosdiana *et al.*, (2023) pada perusahaan manufaktur subsektor makanan dan minuman periode 2014-2018 menunjukkan penelitian yang serupa. Ketiga penelitian itu menemukan bahwa profitabilitas pengaruhnya positif signifikan pada struktur modal. Hendraliany *et al.*, (2022) menggunakan analisis regresi linier berganda dan sampel 12 perusahaan, sedangkan Meisyta *et al.*, (2021) menggunakan beragam analisis termasuk deskriptif, pengujian asumsi klasik, analisis regresi data panel, dan lainnya dengan sampel 9 perusahaan, dan Rosdiana *et al.*, (2023)

menerapkan analisis regresi linier berganda dengan sampel 16 perusahaan. Namun, terdapat juga penelitian yang mengungkapkan temuan berbeda. Penelitian oleh Damayanti dan Dana (2017), pada perusahaan manufaktur dengan sampel 40 perusahaan, Dewiningrat dan Musanda (2018) pada perusahaan tekstik dan garmen dengan sampel 8 perusahaan, Prastika dan Candewi (2019) pada perusahaan konstruksi bangunan dengan sampel 9 perusahaan menemukan bahwa profitabilitas pengaruhnya negatif dan tidak signifikan kepada struktur modal. Begitu pula dengan temuan bila (2021) pada perusahaan farmasi periode 2017-2022 dengan sampel 9 perusahaan, menghasilkan bahwa profitabilitas pengaruhnya signifikan dan bernilai negatif terhadap struktur modal. Kemudian, penelitian oleh Jusmansyah (2022) pada perusahaan manufaktur subsektor otomotif periode 2016-2020; Mukaromah dan Suwarti (2022) pada perusahaan *property and real estate* periode 2018-2020 menghasilkan temuan yang berbeda lagi, yaitu bahwa profitabilitass tidak memengaruhi struktur modal. Jusmansyah (2022) dengan menggunakan analisis linier berganda melalui uji data dan hipotesis dengan sampel 13 perusahaan, Mukaromah dan Suwarti (2022) menggunakan metode analisis data *Moderating Regression Analysis* (MRA) dengan sampel 141 perusahaan. Penelitian ini menunjukkan variasi dalam hasil tergantung pada sektor industri dan metode analisis yang digunakan.

**Hipotesis 1 :** profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

### 1.5.2 Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal

Ukuran perusahaan, yang bisa diukur melalui total aset, penjualan, dan kapitalisasi pasar, menjadi faktor kunci dalam menentukan struktur modal perusahaan. Makin besarnya total aset, penjualan, dan kapitalisasi pasar sebuah perusahaan, maka makin besar juga skalanya. Temuan dari penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan besar biasanya menikmati peningkatan akses terhadap jalur pendanaan, seperti pinjaman dari lembaga keuangan atau penerbitan saham, sehingga memungkinkan mereka membiayai investasi dan ekspansi perusahaan. Selain itu, penelitian mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi tingkat pertumbuhan secara signifikan Hendraliany *et al.*, (2022). Perusahaan-perusahaan besar sering kali mengalami percepatan pertumbuhan karena sumberdaya mereka yang melimpah dan kapabilitas yang lebih besar untuk melakukan investasi dalam penelitian dan pengembangan, ekspansi pasar, dan diversifikasi produk Wikartika dan Fitriyah (2018). Teori *pecking order* mengemukakan bahwa aset perusahaan menentukan besar kecilnya perusahaan, artinya tidak memerlukan pembiayaan untuk mencapai keuntungan yang tinggi. Sejalan dengan teori *pecking order*, perusahaan mengutamakan pendanaan internal ketika membiayai operasionalnya. Sumber daya internal suatu perusahaan yang banyak berasal dari laba yang besar (profitabilitas), namun sebaliknya perusahaan yang labanya kecil mempunyai sumber daya internal yang kecil. Investasi dalam utang yang lebih sedikit adalah strategi yang digunakan oleh perusahaan-perusahaan yang sangat menguntungkan. Karena mereka mempunyai potensi untuk menghasilkan keuntungan besar dan mendapatkan dukungan finansial dari dalam. Kegiatan ini memungkinkan mereka memperoleh pendapatan yang signifikan dan menghasilkan modal internal (Ariawan dan Solikahan, 2022).

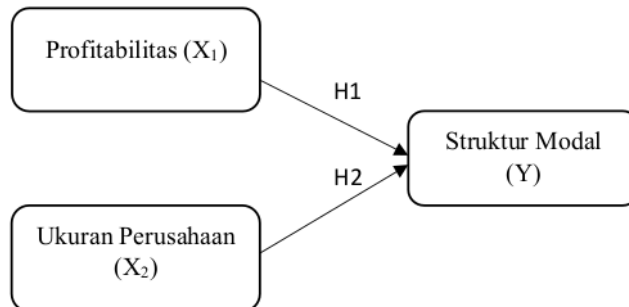
Berdasarkan berbagai temuan yang dilaksanakan oleh Aruan *et al.*, (2022) dan Rosdiana *et al.*, (2023) di perusahaan subsektor makanan dan minuman periode 2017-2020 serta periode 2014-2018, dihasilkan bahwa ukuran perusahaan pengaruhnya negatif pada struktur modal. Studi ini mengadopsi analisis regresi linier berganda dengan sampel yang cukup besar, yaitu 17 perusahaan dan 16 perusahaan secara berturut-turut. Penelitian ini menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak menjadi faktor utama dalam menentukan struktur modal perusahaan di sektor tersebut. Namun, penelitian Meisya *et al.*, (2021) di perusahaan manufaktur subsektor *pulp and paper* periode 2015-2018;

Nurhayadi *et al.*, (2021) di perusahaan *property and real estate* periode 2014-2018; Damayanti dan Dana (2017) pada perusahaan manufaktur periode 2013-2015 menunjukkan temuan yang berbeda. Dalam hal ini, ukuran perusahaan ditemukan pengaruhnya positif signifikan pada struktur modal. Meisyta *et al.*, (2021) menerapkan analisis regresi data panel dengan sampelnya 9 perusahaan, sementara Nurhayadi *et al.*, (2021) menerapkan teknik analisis pengujian statistik dengan metode regresi linier berganda dan sampelnya 21 perusahaan, dan Damayanti dan Dana (2017) menggunakan analisis regresi linier berganda pada sampel 40 perusahaan. Penelitian ini menyarankan bahwa di sektor-sektor tersebut, ukuran perusahaan berperan lebih signifikan dalam menentukan keputusan struktur modal. Kemudian, penelitian Jusmansyah (2023) di perusahaan manufaktur subsektor otomotif periode 2016-2020 dan Hendraliany *et al.*, (2022) di perusahaan manufaktur subsektor makanan dan minuman periode 2017-2021 menghasilkan bahwa ukuran perusahaan tak memengaruhi struktur modal. Jusmansyah (2022) menerapkan analisis linier berganda melalui pengujian data dan hipotesis dengan sampel 13 perusahaan, sedangkan Hendraliany *et al.*, (2022) mengadopsi analisis regresi linier berganda dengan sampelnya 12 perusahaan. Dalam hal ini bahwa hubungan antara ukuran perusahaan dan struktur modal, menemukan terdapatnya variasi dalam hasil penelitian tergantung pada sektor industri dan metode analisis yang digunakan.

**Hipotesis 2 :** Ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

### 1.6 Kerangka Pikir

Berdasarkan landasan teori dan temuan penelitian-penelitian terdahulu, maka kerangka pikir diuraikan dalam Gambar 1.2



Gambar 1. 2 Kerangka Pikir



## METODE PENELITIAN

## 2.1 Lokasi Penelitian

Penelitian ini diselenggarakan di Indonesia, dan data yang digunakan berasal dari website resmi masing-masing perusahaan dalam subsektor industri makanan dan minuman. Data laporan keuangan triwulan menjadi sumber utama informasi dalam penelitian ini.

## 2.2 Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang diterapkan yaitu kuantitatif, dikarenakan data yang akan dianalisis merupakan data rasio, dan tujuan penelitian ini yakni untuk mengevaluasi tingkat hubungan antara variabel yang dikaji. Variabel-variabel yang diinvestigasi meliputi data profitabilitas ( $X_1$ ) dan ukuran perusahaan ( $X_2$ ) terhadap struktur modal ( $Y$ ) dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Menurut Sihotang (2023), Penelitian kuantitatif memerlukan menghasilkan hasil dengan menggunakan metode statistik atau metodologi kuantitatif (pengukuran). Data sekunder sebagaimana dijelaskan oleh Sugiono (2017) yaitu sumber data yang tak menyediakan data secara langsung. Dalam hal ini data sekundernya ialah laporan keuangan triwulanan dari perusahaan-perusahaan terpilih untuk penelitian ini selama periode tahun 2020 hingga 2022 yang tercatat di BEI.

## 2.3 Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi pada penelitian ini 72 perusahaan dan sampel pada penelitian ini adalah 24 perusahaan manufaktur pada sub sektor industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2020 – 2022. Teknik pengumpulan sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah *purposive sampling*.

*Purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel dari populasi berdasarkan pertimbangan atau kriteria – kriteria tertentu. Adapun kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel penelitian diantaranya yaitu (i). Perusahaan manufaktur pada sub sektor industri makanan dan minuman yang telah listing sebelum tahun 2020. (ii). Perusahaan manufaktur pada sub sektor industri makanan dan minuman yang memiliki kelengkapan data laporan keuangan triwulan.

Berdasarkan kriteria tersebut, maka diperoleh 24 perusahaan pada sub sektor industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2020 – 2022.

**Tabel 2. 1** Data Perusahaan Industri Makanan dan Minuman

No.	Nama Perusahaan	Kode Saham
1	PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	AISA
2	PT Tri Banyan Tirta Tbk	ALTO
3	PT Wilmar Cahaya Indonesia Tbk	CEKA
4	PT Delta Jakarta Tbk	DLTA
5	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP
6	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF
7	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI
8	PT Mayora Indah Tbk	MYOR
9	PT Prsidha Aneka Niaga Tbk	PSDN
10	PT Nippon Indosari Corpindo Tbk	ROTI
11	PT Sekar Bumi Tbk	SKBM

12	PT Sekar Laut Tbk	SKLT
13	PT Siantar Top Tbk	STTP
14	PT Ultrajaya Milk Industry Co. Tbk	ULTJ
15	PT Prima Cakrawala Abadi Tbk	PCAR
16	PT Campina Ice Cream Industry Tbk	CAMP
17	PT Buyung Poetra Sembada Tbk	HOKI
18	PT Sariguna Primatirta Tbk	CLEO
19	PT Garudafood Putra Putri Jaya Tbk	GOOD
20	PT Pratama Abadi Nusa Industri Tbk	PANI
21	PT Wahana Interfood Nusantara Tbk	COCO
22	PT Sentra Food Indonesia Tbk	FOOD
23	PT Diamond Food Indonesia Tbk	DMND
24	PT Era Mandiri Cemerlang Tbk	IKAN

Sumber : Bursa Efek Indonesia

#### 2.4 Sumber Data

Data diambil dari laporan keuangan triwulan perusahaan di subsektor industri makanan dan minuman untuk periode 2020-2022. Data tersebut diambil dari situs web resmi masing-masing perusahaan. Sebanyak 24 perusahaan dari industri tersebut digunakan sebagai sampel. Setiap perusahaan menyediakan data dalam bentuk laporan keuangan triwulan selama tiga tahun berturut-turut, sehingga total terdapat 288 data observasi yang akan dianalisa pada studi ini.

#### 2.5 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Dalam studi ini dipertimbangkan dua jenis variabel: (i) Variabel dependen struktur modal (*Debt To Equity Ratio*), yang mewakili rasio antara utang dan ekuitas dalam pembiayaan suatu perusahaan. Rasio ini mendeskripsikan kemampuan perusahaan dalam memenuhi komitmen keuangannya dengan modal sendiri. Kasmir (2018) menyebut rumus untuk menghitung DER adalah sebagai berikut:

$$\text{Debt To Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

Semakin tinggi rasio DER menandakan performa yang kurang baik bagi perusahaan, sehingga, perusahaan harus berupaya agar DER tetap rendah atau berada di bawah standar industri. (ii) Jusmansyah (2022) menyatakan variabel independen pada studi ini yaitu rasio profitabilitas, yang merupakan metrik utama yang digunakan dalam mengevaluasi kapasitas perusahaan saat menghasilkan laba dari operasinya. Salah satu rasio profitabilitas yang umum dipergunakan yaitu *Return on Equity* (ROE). Menurut Hery (2018), ROE adalah indikator keuangan yang memberikan gambaran tentang sejauh apa ekuitas berkontribusi dalam menciptakan laba bersih suatu perusahaan. ROE yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan secara efektif telah menghasilkan laba yang besar bagi pemegang sahamnya dengan modal yang ditanamkan. Ini mencerminkan efisiensi perusahaan dalam pengelolaan sumber daya dan pencapaian hasil yang optimal dari investasi para pemegang saham. Rumus ROE adalah:

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Ekuitas}} \times 100\%$$

Variabel independent, Ukuran perusahaan menurut penelitian Widiastari (2018), merupakan faktor penting yang memiliki dampak signifikan dalam pengambilan keputusan terkait struktur modal perusahaan. Konsep ini menekankan bahwa besarnya ukuran perusahaan mempengaruhi keputusan mengenai struktur

modal yang akan digunakan. Secara khusus, penelitian tersebut mencatat bahwa makin besarnya uk<sup>26</sup> suatu perusahaan, maka makin tinggi pula tingkat pertumbuhannya. Peneliti menggunakan perhitungan *Log Natural (ln)* dari total asset perusahaan untuk mengukur ukuran perusahaan (*size*) pada riset ini, dan rumusnya bisa ditulis sebagai berikut:

$$Size = Ln (total aset)$$

## <sup>20</sup> 2.6 Teknik Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang diterapkan pada studi ini ialah teknik dokumentasi, yang melibatkan pengumpulan data dari pelaporan keuangan triwulan perusahaan terkait dengan variabel penelitian ini yang didapatkan dari BEI.

## <sup>17</sup> 2.7 Teknik Analisis Data

### 2.7.1 Regresi Data Panel

Analisis data yang diterapkan dalam studi<sup>84</sup> ini adalah regresi data panel. Menurut Nandita *et al.*, (2019), regresi data panel mengintegrasikan data *cross-sectional* dan data *time-series*. Bentuk umum regresi data panel yaitu:

$$DER = \alpha_1 + \beta_1 ROE + \beta_2 Size + e$$

Keterangan :

DER	=	Struktur Modal
$\alpha_1$	=	konstana
$\beta_1, \dots, \beta_5$	=	koefisien
ROE	=	<i>Retun On Equity</i>
<i>Size</i>	=	Ukuran Perusahaan
<i>e</i>	=	Tingkat error

13  
Berbagai metode umum yang dipergunakan dalam men<sup>11</sup> aluasi model regresi dengan data panel yaitu, pertama pendekatan model data panel yang disebut *Common Effect Model* a<sup>32</sup> *Pooled Least Square (PLS)* adalah teknik paling sederhana sebab hanya menggabung<sup>45</sup> data dari *cross section* dan *time series*. Dalam metode ini, tak ada perhatian khusus terhadap dimensi waktu atau individu, sehingga diperkirakan perilaku perusahaan tetap konsisten dalam berbagai periode<sup>24</sup> itu. Pendekatan ini mempergunakan metode *Ordinary Least Square (OLS)* dalam menghitung model data panel tersebut. Kedua *Fixed Effect Model (FEM)* ialah jenis model di mana tiap subjek (*cross section*) memiliki intercept yang beda, namun slope untuk tiap subjek tetap konstan seiring berjalannya waktu. Dalam FEM, diasumsikan bahwa perbedaan antara subjek-subjek tersebut terletak pada intercept, sementara slope tetap konstan di antara subjek-subjek tersebut. V<sup>15</sup>aribel dummy berguna dalam membedakan antara subjek-subjek. Model ini juga diketahui sebagai *Least Square Dummy Variables (LSDV)* (Nandita *et al.*, 2019).

Ketiga *Random Effect Model (REM)* beroperasi dengan asumsi bahwa variasi nilai dan hubungan antar subjek bersifat acak, yang diwujudkan melalui residu. REM memperkirakan data panel dengan memasukkan variabel sisa yang diyakini menunjukkan hubungan antara waktu dan subjek. Hal ini berguna dalam mengatasi kendala FEM, yang mengharuskan penggunaan variabel dummy. Dalam menggunakan model efek acak untuk analisis data panel, syarat yang harus dipenuhi adalah jumlah subjek melebihi jumlah variabel penelitian (Nandita *et al.*, 2019).

### 2.7.2 Uji Asumsi Klasik

Sebuah model regresi harus mematuhi tingkat kesalahan minimum, sehingga memerlukan pemenuhan beberapa asumsi klasik. Dalam studi ini uji asumsi klasik meliputi:

#### a. Uji Multikolinieritas

Peristiwa yang mengindikasikan adanya korelasi antara variabel independent dengan variabel dependent tanpa adanya korelasi yang signifikan antara variabel independent itu sendiri, atau dengan kata lain, tanpa adanya multikolinieritas antara variabel-variabel independent tersebut (Ghozali, 2018).

#### b. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas berguna dalam memastikan adanya ketidakseragaman varian residu antar observasi. Uji Heteroskedastisitas yang digunakan adalah *Breusch-Pagan Godfrey*. Pengambilan keputusan didasarkan pada probabilitas nilai *Obs\*R-squared*. Jika nilai probabilitas tersebut melebihi 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada indikasi heteroskedastisitas dalam model regresi (Ghozali, 2018).

#### c. Uji Autokorelasi

Autokorelasi menandakan adanya korelasi di antara pengamatan yang diurutkan secara berurutan dari waktu ke waktu, yang menyebabkan data dipengaruhi oleh titik data sebelumnya. Autokorelasi biasanya muncul dalam data deret waktu atau sekuensial. Model yang ideal harus bebas dari autokorelasi (Ghozali, 2018).

### 2.7.3 Uji Hipotesis

Uji Z adalah metode statistik yang bertujuan untuk mengevaluasi sejauh mana variabel independent mempengaruhi variabel dependent sambil mengasumsikan keteguhan variabel independent lainnya. Level sig. < 0,05 berarti diterimanya hipotesis alternatif yang menandakan bahwa secara parsial dan signifikan variabel independent memengaruhi variabel dependent. Sebaliknya, Level sig. > 0,05 berarti ditolaknya hipotesis alternatif (Nuryadi *et al.*, 2017).

### 3.1 Analisis Statistik Deskriptif

Data statistik dipergunakan untuk memberi gambaran informasi melalui berbagai ukuran seperti jumlah data, rata-rata (*mean*), standar deviasi, serta nilai maksimum dan minimum dari setiap variabel. Berikut adalah tabel yang menunjukkan hasil analisis statistik deskriptif dari penelitian tersebut :

**Tabel 3.1** Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	180	2.01	206.53	60.31	47.91
ROE	180	-4.62	71.04	7.07	7.88
SIZE	180	25.48	33.07	28.68	1.79

(sumber : olah data Stata 17, 2024)

Tabel 3.1 menunjukkan bahwa seluruh kumpulan data perusahaan (N), yaitu data observasi awal, berisi 288 sampel penelitian setelah melakukan *transforms* dan *outliers* untuk menghilangkan data ekstrim, sehingga data yang digunakan adalah 180 sampel penelitian. Dalam penelitian ini, variabel yang diteliti mencakup struktur modal (Y), Profitabilitas ( $X_1$ ), dan Ukuran Perusahaan ( $X_2$ ), dengan penjelasan sebagai berikut :

#### 1. Struktur Modal (Y)

Berdasarkan pengujian statistik deskriptif variabel struktur modal diketahui memiliki jumlah (N) sebanyak 180 kemudian nilai terendah sebesar 2.01 yaitu terdapat pada PT Diamond Tbk Indonesia Tbk tahun 2021. Nilai tertinggi yaitu 206.53 yang terdapat pada PT Tri Bayan Tirta Tbk pada tahun 2021. Nilai rata-rata sebesar 60.31 dan nilai standar deviasi sebesar 47.91

#### 2. Profitabilitas ( $X_1$ )

Berdasarkan pengujian statistik deskriptif variabel profitabilitas diketahui memiliki jumlah (N) sebanyak 180 kemudian hasil terendah yaitu -4.62 terdapat pada PT Tri Bayan Tirta Tbk pada tahun 2022. Nilai tertinggi yaitu 71.04, terdapat pada PT Nippon Indosari Corpindo Tbk pada tahun 2021. Nilai rata-rata sebesar 7.07 dan nilai standar deviasi sebesar 7.88

#### 3. Ukuran Perusahaan ( $X_2$ )

Berdasarkan pengujian statistik deskriptif variabel ukuran perusahaan diketahui memiliki jumlah (N) sebanyak 180 kemudian hasil terendah yaitu 25.48, terdapat pada PT Era Mandiri Cemerlang Tbk pada tahun 2022. Nilai tertinggi yaitu 33.07, terdapat pada PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk pada tahun 2020. Nilai rata-rata sebesar 28.68 dan nilai standar deviasi sebesar 1.79

### 3.2 Pemilihan Model Regresi Data Panel

Analisis regresi data panel bisa dilakukan dengan menguji tiga model, yaitu yaitu common effect, fixed effect, dan random effect untuk menentukan model data panel yang paling sesuai untuk digunakan.

#### 3.2.1 Pemilihan model *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan Uji Chow.

Uji Chow digunakan untuk menentukan apakah model *Common Effect Model* (CEM) atau *Fixed Effect Model* (FEM) yang lebih sesuai. Berikut ini adalah hasil pengujian Uji Chow yang dilakukan

menggunakan Stata. Berdasarkan hasil dari uji chow, di ketahui nilai profitabilitas yaitu  $0.0000 < 0.05$ , maka model yang dipilih adalah *fixed effect model* (FEM).

Tabel 3. 2 Uji Chow

F(1, 176)	36.73
Prob > F	0.00

(sumber : olah data Stata 17, 2024)

### 3.2.2 Pemilihan model *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM) dengan Uji Hausman.

Setelah diperoleh hasil bahwa *fixed effect model* lebih baik dibandingkan *common effect model*, langkah berikutnya adalah mempertimbangkan perbedaan *fixed effect model* dengan *random effect model*. Maka dilakukan uji Hausman untuk membandingkan kedua model ini. Berikut ini adalah output uji Hausman yang dilakukan menggunakan Stata. Berdasarkan hasil uji Hausman, diketahui bahwa nilai profitabilitas adalah  $-0.97 < 0.05$ . Hal ini menunjukkan bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) adalah model yang lebih tepat untuk digunakan dalam analisis ini.

Tabel 3. 3 Uji Hausman

chi(2)	$= (b-B) \cdot [(V_b - V_B)^{-1}] \cdot (b-B)$
	-0.97

(sumber : olah data Stata 17, 2024)

### 3.3 Uji Asumsi Klasik

Dalam penelitian ini, dilakukan analisis terhadap asumsi klasik yang mencakup uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Hasil pengujiannya adalah sebagai berikut:

#### 3.3.1 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas digunakan untuk menentukan apakah ada korelasi antara variabel independen dalam model regresi. Model regresi yang baik seharusnya tidak menunjukkan adanya korelasi di antara variabel independen. Analisis nilai toleransi dan perubahan *variance inflation factor* (VIF). Nilai akhir yang bertujuan untuk mengindikasikan adanya multikolinearitas adalah jika toleransi melebihi 0,1 atau jika nilai VIF kurang dari 10. Berdasarkan hasil uji multikolinearitas, dapat dipastikan bahwa nilai VIF untuk setiap variabel berada di bawah 10, menunjukkan tidak adanya tanda-tanda multikolinearitas antara variabel independen dalam model regresi. Maka dapat disimpulkan bahwa model regresi ini sesuai untuk analisis lebih lanjut..

Tabel 3. 4 Uji Multikolinearitas

Variable	VIF	1/VIF
ROE	1.05	0.951297
SIZE	1.05	0/951297
Mean VIF	1.05	

(sumber : olah data Stata 17, 2024)

#### 3.3.2 Uji Heteroskedastistas

Uji Heteroskedastisitas yang digunakan adalah *Breusch-Pagan C4dfrey*. Dari hasil analisis ini, terlihat bahwa nilai probabilitas *Obs\*R-squared* dalam model regresi lebih <sup>16</sup> dari 0,05 ( $\alpha = 5\%$ ), yaitu sebesar 0,0559. Dengan demikian, H0 diterima. Berdasarkan hasil ini, dapat disimpulkan bahwa model regresi yang diteliti tidak mengalami masalah heteroskedastisitas.

**Tabel 3. 5** Uji Heteroskedastisitas dengan Uji Bruesch-Pagan

chi2 (1)	3.66
Prob > chi2	0.0559

(sumber : olah data Stata 17, 2024)

### 3.3.3 Uji Autokorelasi

Anggapan mengenai kebebasan residual (non-autokorelasi) dapat diuji dengan menggunakan uji runs. Jika nilai probabilitas dari uji runs <sup>14</sup>  $> 0,05$ , maka tidak terjadi autokorelasi. Berdasarkan hasil uji runs, nilai probabilitas yaitu  $0 < 0,05$ , maka telah terjadi autokorelasi.

**Tabel 3. 6** Uji Autokorelasi

obs	180
N(runs)	33
z	-8.67
Prob>  z	0

(sumber : olah data Stata 17, 2024)

### 3.4 Uji Hipotesis

Berdasarkan uji asumsi klasik, data panel dalam penelitian ini terindikasi memiliki gejala autokorelasi dan heteroskedastisitas. Menurut Gujarati dan Porter (2009), ketika data menunjukkan adanya autokorelasi (*serial-correlation*) dan heteroskedastisitas, metode *generalized least squares* dapat digunakan <sup>103</sup> untuk mengatasi masalah tersebut. Hasil analisis data menggunakan metode *generalized least squares* adalah sebagai berikut:

- Hasil uji hipotesis 1 <sup>25</sup> menunjukkan bahwa variabel profitabilitas (ROE) memiliki tingkat signifikansi sebesar  $0.000 < 0.05$ , serta nilai koefisien sebesar -1.809. Hal ini <sup>102</sup> mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara profitabilitas (ROE) terhadap struktur modal (DER). Dengan kata lain, <sup>16</sup> peningkatan profitabilitas cenderung menurunkan struktur modal. Oleh karena itu, hipotesis 1 yang menyatakan adanya profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal diterima.
- Hasil uji hipotesis 2 <sup>23</sup> menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki tingkat signifikansi sebesar  $0.011 < 0.05$ , serta nilai koefisien sebesar 4.949. Hal ini mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal (DER). Oleh karena itu, hipotesis 2 yang menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal ditolak.

**Tabel 3. 7** Uji Hipotesis (Uji Z)

DER	Coefficient	Std. err	z	Prob>  z
ROE	-1.809	0.441	-4.10	0.000
SIZE	4.949	1.935	2.56	0.011
_cons	-68.841	55.021	-1.25	0.211

(sumber : olah data Stata 17, 2024)

### 3.5 Pembahasan

### 3.5.1 Pengaruh Profitabilitas (ROE) terhadap Struktur Modal

Hasil analisis menunjukkan bahwa profitabilitas berdampak negatif dan signifikan pada struktur modal perusahaan dalam industri makanan dan minuman. Hasil analisis data ini menandakan bahwa ketika profitabilitas perusahaan meningkat, tingkat utang dalam struktur modal cenderung menurun. Penjelasan utama dari hasil ini dapat dikaitkan dengan *Teori pecking order* menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal (laba ditahan) daripada pendanaan eksternal (utang atau ekuitas baru) untuk membiayai proyek atau operasional baru. Dengan kata lain, perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung menggunakan keuntungan yang diperoleh untuk mendanai aktivitas mereka, mengurangi ketergantungan pada pembiayaan eksternal seperti utang (Ariawan dan Solikahan, 2022). Selain itu, perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi biasanya memiliki arus kas yang lebih stabil dan cukup untuk memenuhi kebutuhan modal kerja serta investasi tanpa harus mengambil pinjaman. Dampak negatif ini juga dapat mencerminkan kepercayaan diri manajemen dalam menggunakan dana internal untuk menghindari biaya-biaya terkait dengan utang seperti bunga dan potensi risiko kebangkrutan (Rachmaniah, 2018). Secara keseluruhan, hasil ini menekankan pentingnya profitabilitas sebagai faktor utama dalam menentukan struktur modal perusahaan sub sektor makanan dan minuman. Implikasinya, peningkatan profitabilitas dapat mengurangi ketergantungan pada utang dan memperkuat stabilitas keuangan perusahaan.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan yang dilakukan oleh Damayanti dan Dana (2017), pada perusahaan manufaktur dengan sampel 40 perusahaan, Dewiningrat dan Musanda (2018) pada perusahaan tekstil dan garmen dengan sampel 8 perusahaan, Prasetya dan Candradewi (2019) pada perusahaan konstruksi bangunan dengan sampel 9 perusahaan menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

### 3.5.2 Pengaruh Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap Struktur Modal

Hasil analisis menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman. Penelitian ini bertentangan dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman. Hal ini berarti, semakin besar ukuran perusahaan, semakin tinggi proporsi utang dalam struktur modalnya. Hasil ini berkaitan dengan *Teori trade-off* menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung lebih mudah mengakses sumber pembiayaan eksternal, seperti utang. Ukuran perusahaan sering diukur berdasarkan total aset atau pendapatan, yang mencerminkan kapasitas perusahaan untuk mengakses berbagai sumber pendanaan. Perusahaan besar lebih disukai oleh lembaga keuangan untuk memberikan pinjaman dengan suku bunga yang lebih rendah karena mereka memiliki reputasi yang lebih baik di pasar dan dianggap lebih stabil. (Irfani, 2020). Selain itu, perusahaan besar sering kali membutuhkan lebih banyak modal untuk ekspansi dan investasi dalam skala besar. Untuk memenuhi kebutuhan modal tersebut, mereka lebih cenderung menggunakan utang sebagai salah satu sumber pembiayaan. Penelitian oleh Myers (1984) mendukung pandangan ini dengan menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki keunggulan dalam hal akses ke pasar modal dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini diperkuat oleh Titman dan Wessels (1988) yang menemukan bahwa struktur modal perusahaan besar lebih cenderung mengandalkan utang karena biaya kebangkrutan yang lebih rendah.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan yang dilakukan oleh penelitian Meisyta *et al.*, (2021) di perusahaan manufaktur subsektor *pulp and paper* periode 2015-2018, Nurhayadi *et al.*, (2021) di perusahaan *property and real estate* periode 2014-2018, Damayanti dan Dana (2017) pada perusahaan



manufaktur periode 2013-2015. Dalam hal ini, ukuran perusahaan ditemukan pengaruhnya positif signifikan pada struktur modal. Meisyta *et al.*, (2021) menerapkan analisis regresi data panel dengan sampelnya 9 perusahaan, sementara Nurhayadi *et al.*, (2021) menerapkan teknik analisis pengujian statistik dengan metode regresi linier berganda dan sampelnya 21 perusahaan, dan Damayanti dan Dana (2017) menggunakan analisis regresi linier berganda pada sampel 40 perusahaan.

#### 4.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan hasil regresi dengan menggunakan metode *Fixed Effect Model* (FEM) pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman, dapat ditarik kesimpulan penting mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Ini berarti bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung memiliki proporsi hutang yang lebih rendah dalam struktur modal mereka. Penjelasan utama untuk temuan ini adalah bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan lebih memilih menggunakan laba ditahan untuk membiayai aktivitas mereka, sesuai dengan *teori pecking order*. Penggunaan pendanaan internal ini mengurangi ketergantungan pada pembiayaan eksternal seperti hutang, menghindari biaya bunga dan risiko kebangkrutan.

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Persentase utang dalam struktur modal perusahaan biasanya lebih besar. Meskipun *teori pecking order* menyarankan preferensi untuk pendanaan internal, dalam praktiknya, perusahaan besar mungkin lebih cenderung menggunakan hutang karena akses yang lebih mudah ke sumber pembiayaan eksternal. Selain itu, kebutuhan pendanaan yang lebih besar untuk proyek ekspansi dan investasi strategis sering kali mendorong perusahaan besar untuk memanfaatkan hutang.

#### 4.2 Saran

Berdasarkan hasil analisis dan kesimpulan dari penelitian ini, beberapa saran dapat diberikan untuk perusahaan sub sektor makanan dan minuman. Perusahaan disarankan untuk memaksimalkan penggunaan laba ditahan sebagai sumber utama pendanaan. Mengingat temuan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal, perusahaan yang lebih menguntungkan sebaiknya mengandalkan dana internal untuk membiayai operasi dan ekspansi. Ini akan membantu mengurangi ketergantungan pada hutang, menghindari biaya bunga yang tinggi, dan menurunkan risiko kebangkrutan.

Perusahaan besar yang memiliki akses mudah ke pasar modal disarankan untuk memanfaatkan berbagai sumber pendanaan guna mengurangi risiko finansial dan meningkatkan fleksibilitas. Meskipun hutang dapat memberikan manfaat penghematan pajak, diversifikasi pendanaan penting untuk menghindari ketergantungan pada satu sumber. Memanfaatkan skala ekonomi dapat membantu perusahaan mendapatkan kondisi pinjaman yang lebih menguntungkan. Dengan membangun hubungan baik dengan lembaga keuangan dan menjaga reputasi kredit yang baik, perusahaan dapat memperoleh pinjaman dengan suku bunga lebih rendah dan persyaratan lebih fleksibel, mendukung pertumbuhan jangka panjang.

Untuk penelitian selanjutnya, disarankan untuk memperluas cakupan studi dengan menambahkan variabel lain yang mungkin mempengaruhi struktur modal. Variabel-variabel ini dapat memberikan pandangan yang lebih menyeluruh tentang faktor-faktor yang memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Selain itu, penelitian mendalam menggunakan data panel yang lebih panjang dan mencakup lebih banyak perusahaan dari berbagai sub sektor industri akan memberikan wawasan yang lebih komprehensif dan representatif. Pendekatan ini tidak hanya akan meningkatkan validitas temuan, tetapi juga memungkinkan peneliti untuk memahami dinamika struktur modal dalam konteks yang lebih luas dan bervariasi. Dengan demikian, hasil penelitian dapat menjadi dasar yang lebih kuat untuk rekomendasi kebijakan dan praktik manajemen keuangan yang lebih efektif.

# Chairunnisa Fadlia R\_2011102431022\_Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal.docx

## ORIGINALITY REPORT

29%

SIMILARITY INDEX

27%

INTERNET SOURCES

20%

PUBLICATIONS

15%

STUDENT PAPERS

## PRIMARY SOURCES

1	<a href="https://dspace.umkt.ac.id">dspace.umkt.ac.id</a> Internet Source	1%
2	<a href="https://eprints.perbanas.ac.id">eprints.perbanas.ac.id</a> Internet Source	1%
3	Submitted to Universitas Jenderal Soedirman Student Paper	1%
4	<a href="https://repository.uinjkt.ac.id">repository.uinjkt.ac.id</a> Internet Source	1%
5	<a href="https://lib.unnes.ac.id">lib.unnes.ac.id</a> Internet Source	1%
6	Submitted to Universitas Diponegoro Student Paper	1%
7	<a href="https://www.scribd.com">www.scribd.com</a> Internet Source	1%
8	<a href="https://core.ac.uk">core.ac.uk</a> Internet Source	1%
9	<a href="https://123dok.com">123dok.com</a> Internet Source	1%

10	<a href="https://dspace.uii.ac.id">dspace.uii.ac.id</a> Internet Source	1 %
11	<a href="https://repository.usu.ac.id">repository.usu.ac.id</a> Internet Source	1 %
12	<a href="https://repository.unj.ac.id">repository.unj.ac.id</a> Internet Source	1 %
13	<a href="https://repository.ibs.ac.id">repository.ibs.ac.id</a> Internet Source	1 %
14	<a href="http://www.usahid.ac.id">www.usahid.ac.id</a> Internet Source	<1 %
15	Submitted to Tarumanagara University Student Paper	<1 %
16	<a href="http://docobook.com">docobook.com</a> Internet Source	<1 %
17	Submitted to iGroup Student Paper	<1 %
18	<a href="http://badanpenerbit.org">badanpenerbit.org</a> Internet Source	<1 %
19	Submitted to University of Nottingham Student Paper	<1 %
20	<a href="https://repository.uin-suska.ac.id">repository.uin-suska.ac.id</a> Internet Source	<1 %
21	Submitted to Sriwijaya University Student Paper	<1 %

22	Submitted to Universitas Negeri Medan Student Paper	<1 %
23	Submitted to Trisakti University Student Paper	<1 %
24	Submitted to Universitas Pamulang Student Paper	<1 %
25	<a href="http://jurnal.harianregional.com">jurnal.harianregional.com</a> Internet Source	<1 %
26	<a href="http://pt.scribd.com">pt.scribd.com</a> Internet Source	<1 %
27	<a href="http://repository.ub.ac.id">repository.ub.ac.id</a> Internet Source	<1 %
28	Matsaid Budi Reksono, Teddy Chandra, Rini Yayuk Priyati. "Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Leverage dan Profitabilitas Perusahaan", Neraca : Jurnal Akuntansi Terapan, 2021 Publication	<1 %
29	Submitted to STIE Perbanas Surabaya Student Paper	<1 %
30	<a href="http://manajemen.feb.unila.ac.id">manajemen.feb.unila.ac.id</a> Internet Source	<1 %
31	<a href="http://openjournal.unpam.ac.id">openjournal.unpam.ac.id</a> Internet Source	<1 %

[eprints.iain-surakarta.ac.id](http://eprints.iain-surakarta.ac.id)

32

Internet Source

<1 %

33

[ojspustek.org](http://ojspustek.org)

Internet Source

<1 %

34

Erni Irmayanti Hamzah. "PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, STRUKTUR AKTIVA DAN PROFITABILITAS TERHADAP STRUKTUR MODAL (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)", Jurnal Ilmu Ekonomi dan Bisnis Islam, 2021

Publication

<1 %

35

Submitted to Universitas Pendidikan Indonesia

Student Paper

<1 %

36

[eprints.upj.ac.id](http://eprints.upj.ac.id)

Internet Source

<1 %

37

[konsultasiskripsi.com](http://konsultasiskripsi.com)

Internet Source

<1 %

38

[repository.upiyptk.ac.id](http://repository.upiyptk.ac.id)

Internet Source

<1 %

39

[e-repository.perpus.iainsalatiga.ac.id](http://e-repository.perpus.iainsalatiga.ac.id)

Internet Source

<1 %

40

[journal2.uad.ac.id](http://journal2.uad.ac.id)

Internet Source

<1 %

41	Evan Hamzah Muchtar, Herni Purwatiningsih. "ANALISA FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PENGUNGKAPAN CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY PADA EMITEN SAHAM SYARIAH", Al-Amwal, 2021 Publication	<1 %
42	Totok Susilo Pamuji Nugroho, Ayu Dewi Retnaningrum. "Analisis Profitabilitas Pada Perusahaan Perdagangan, Jasa Dan Investasi Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2020", Review of Applied Accounting Research (RAAR), 2023 Publication	<1 %
43	epub.imandiri.id Internet Source	<1 %
44	nianawawi.wordpress.com Internet Source	<1 %
45	repo.darmajaya.ac.id Internet Source	<1 %
46	Submitted to Universitas Pendidikan Ganesha Student Paper	<1 %
47	Submitted to Universitas Putera Batam Student Paper	<1 %
48	Submitted to Universiti Teknologi Petronas Student Paper	<1 %

49

Internet Source

&lt;1 %

50

Submitted to Universitas Muhammadiyah  
Surakarta

Student Paper

&lt;1 %

51

Submitted to Universitas Sultan Ageng  
Tirtayasa

Student Paper

&lt;1 %

52

ejurnalunsam.id

Internet Source

&lt;1 %

53

Submitted to King's College

Student Paper

&lt;1 %

54

Submitted to Universitas Nasional

Student Paper

&lt;1 %

55

repositories.buddhidharma.ac.id

Internet Source

&lt;1 %

56

Indah Novi Wardyani, Sholikha Oktavi  
Khalifaturifah. "Analisis Rasio Keuangan  
Dalam Mempengaruhi Pertumbuhan Laba  
Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek  
Indonesia", Journal of Economic, Bussines and  
Accounting (COSTING), 2023

Publication

&lt;1 %

57

Wawan Anggara, Mukhzarudfa, Tona Aurora  
L. "Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan  
Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Nilai

&lt;1 %



Perusahaan Pada Perusahaan LQ 45 di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2017", Jurnal Akuntansi & Keuangan Unja, 2019

Publication

58

[anzdoc.com](http://anzdoc.com)

Internet Source

<1 %

59

[danielstephanus.wordpress.com](http://danielstephanus.wordpress.com)

Internet Source

<1 %

60

[ejurnal.ung.ac.id](http://ejurnal.ung.ac.id)

Internet Source

<1 %

61

Faustina Iignes Anastasia, Benny Budiawan Tjandrasa. "Pemodelan Struktur Modal Perusahaan Farmasi yang Terdapat di Bursa Efek Indonesia", Moneter - Jurnal Akuntansi dan Keuangan, 2022

Publication

<1 %

62

[ageconsearch.umn.edu](http://ageconsearch.umn.edu)

Internet Source

<1 %

63

[ejournal.unitomo.ac.id](http://ejournal.unitomo.ac.id)

Internet Source

<1 %

64

[ejurnal.stie-trianandra.ac.id](http://ejurnal.stie-trianandra.ac.id)

Internet Source

<1 %

65

[owner.polgan.ac.id](http://owner.polgan.ac.id)

Internet Source

<1 %

66

Ariyanto Ariyanto. "PENGARUH PROFITABILITAS, STRUKTUR AKTIVA DAN

<1 %

UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP  
STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN  
PROPERTI DAN REAL ESTATE YANG  
TERDAFTAR DI BEI 2013-2017",  
Entrepreneurship Bisnis Manajemen  
Akuntansi (E-BISMA), 2020

Publication

67

Siswadi Sululing, Stefany Sandangan.  
"Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas  
Terhadap Return Saham (Studi Empiris Pada  
Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan  
dan Minuman di Bursa Efek Indonesia)",  
Kompertemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi, 2020

Publication

<1 %

68

[adoc.tips](http://adoc.tips)  
Internet Source

<1 %

69

[e-journal.unmas.ac.id](http://e-journal.unmas.ac.id)  
Internet Source

<1 %

70

[eprints.ums.ac.id](http://eprints.ums.ac.id)  
Internet Source

<1 %

71

[jurnal.fea.uniba-bpn.ac.id](http://jurnal.fea.uniba-bpn.ac.id)  
Internet Source

<1 %

72

[jurnal.stiesahidbali.ac.id](http://jurnal.stiesahidbali.ac.id)  
Internet Source

<1 %

73

[media.neliti.com](http://media.neliti.com)  
Internet Source

<1 %

74	Submitted to Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia Student Paper	<1 %
75	Fernando Alvin Yulio, Imam Mas'ud, Oktaviani Ari Wardhaningrum. "Pengaruh Risiko terhadap Profitabilitas Bank yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia", Moneter - Jurnal Akuntansi dan Keuangan, 2024 Publication	<1 %
76	Submitted to Universitas Muria Kudus Student Paper	<1 %
77	<a href="http://acopen.umsida.ac.id">acopen.umsida.ac.id</a> Internet Source	<1 %
78	<a href="http://digilib.uinkhas.ac.id">digilib.uinkhas.ac.id</a> Internet Source	<1 %
79	<a href="http://edoc.site">edoc.site</a> Internet Source	<1 %
80	<a href="http://ejournal.nusantaraglobal.ac.id">ejournal.nusantaraglobal.ac.id</a> Internet Source	<1 %
81	<a href="http://eprints.pancabudi.ac.id">eprints.pancabudi.ac.id</a> Internet Source	<1 %
82	<a href="http://id.123dok.com">id.123dok.com</a> Internet Source	<1 %
83	<a href="http://jom.unpak.ac.id">jom.unpak.ac.id</a> Internet Source	<1 %

84	repository.uinsu.ac.id Internet Source	<1 %
85	text-id.123dok.com Internet Source	<1 %
86	www.industry.co.id Internet Source	<1 %
87	www.jurnalmudiraindure.com Internet Source	<1 %
88	Rayhan Fidho Baghaskoro, Ade Banani, Najmudin Najmudin. "Pengaruh Profitabilitas, Aktiva Berwujud, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Dan Umur Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Properti Dan Real Estate Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)", Bahtera Inovasi, 2021 Publication	<1 %
89	Ruli Indriani, Ratna Septiyanti, Ninuk Dewi Kusumaningrum, Usep Syaipudin. "Analisis Efek Anteseden Struktur Modal Pada Nilai Perusahaan", Jurnal Akuntansi dan Keuangan, 2021 Publication	<1 %
90	Sheva Ordelia Chau, Angie Evadne. "Pengaruh Return on Equity Dan Current Ratio Terhadap Nilai Perusahaan Pada	<1 %

Perusahaan Food dan Beverages", JAE  
(JURNAL AKUNTANSI DAN EKONOMI), 2023

Publication

---

91	<a href="https://id.scribd.com">id.scribd.com</a> Internet Source	<1 %
92	<a href="https://journal.ikopin.ac.id">journal.ikopin.ac.id</a> Internet Source	<1 %
93	<a href="https://journal.unisnu.ac.id">journal.unisnu.ac.id</a> Internet Source	<1 %
94	<a href="https://novitasari1.blogspot.com">novitasari1.blogspot.com</a> Internet Source	<1 %
95	<a href="https://repository.stei.ac.id">repository.stei.ac.id</a> Internet Source	<1 %
96	<a href="https://repository.um-palembang.ac.id">repository.um-palembang.ac.id</a> Internet Source	<1 %
97	<a href="https://repository.umy.ac.id">repository.umy.ac.id</a> Internet Source	<1 %
98	<a href="https://repository.unpas.ac.id">repository.unpas.ac.id</a> Internet Source	<1 %
99	MAKSI MAKSI MAKSI. "Volume 3 Nomor 2 Desember 2012", JURNAL RISET AKUNTANSI DAN AUDITING "GOODWILL", 2012 Publication	<1 %
100	Siti Wulan Astriah, Rizky Trinanda Akhbar, Erma Apriyanti, Dewi Sarifah Tullah.	<1 %

---

"PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN,  
PROFITABILITAS DAN LEVERAGE TERHADAP  
MANAJEMEN LABA", JURNAL AKUNTANSI,  
2021

Publication

101

[repository.stiesia.ac.id](https://repository.stiesia.ac.id)

Internet Source

<1 %

102

Eny Maryanti. "ANALISIS PROFITABILITAS,  
PERTUMBUHAN PERUSAHAAN,  
PERTUMBUHAN PENJUALAN DAN STRUKTUR  
AKTIVA TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA  
PERUSAHAAN SEKTOR INDUSTRI BARANG  
KONSUMSI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK  
INDONESIA (Studi Empiris Pada Perusahaan  
Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek  
Indonesia Tahun 2012-2014)", Riset Akuntansi  
dan Keuangan Indonesia, 2016

Publication

<1 %

103

MAKSI MAKSI MAKSI. "Volume 2 Nomor 1 Juni  
2011", JURNAL RISET AKUNTANSI DAN  
AUDITING "GOODWILL", 2011

Publication

<1 %

104

Maratusholihah Abd Latif, Mukhzarudfa  
Mukhzarudfa, Rita Friyani. "Analysis of  
Company Size, Profitability, and Growth on  
Company Value Mediated By Carbon Emission  
Disclosure (Study on Food & Beverage Sub-  
Sector Listed on IDX For The Period 2018-

<1 %

2022)", Jurnal Akuntansi & Keuangan Unja,  
2023

Publication

105

Nita Riyana, Ratih Kusumawardhani, Risal Rinofah. "Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan", Owner, 2024

Publication

<1 %

106

[lib.ibs.ac.id](http://lib.ibs.ac.id)

Internet Source

<1 %

107

[repository.ut.ac.id](http://repository.ut.ac.id)

Internet Source

<1 %

Exclude quotes Off

Exclude matches Off

Exclude bibliography Off

# Chairunnisa Fadlia R\_2011102431022\_Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal.docx

---

PAGE 1

---

PAGE 2

---

PAGE 3

---

PAGE 4

---

PAGE 5

---

PAGE 6

---

PAGE 7

---

PAGE 8

---

PAGE 9

---

PAGE 10

---

PAGE 11

---

PAGE 12

---

PAGE 13

---

PAGE 14

---

PAGE 15

---

PAGE 16

---

PAGE 17

---