

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA INDUSTRI MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

FARAH MARGARETHA dan ADITYA RIZKY RAMADHAN

Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti
farahmargaretha@yahoo.com

Abstrak: *The study's purpose is to acknowledge the factors that influence the company's capital structure. The samples are manufactures industries in Indonesian Stock Exchange for the period of 2005 up to 2008. Independent variables in this study included size, tangibility, profitability, liquidity, growth, non-debt tax shield, age and investment, whereas dependent variable is capital structure. With using purposive sampling, the total of sample in this study is 40 companies of manufactures industries. Data analysis model is multiple regression. Based on t-test, the results of the size, tangibility, profitability, liquidity, growth, dan age affect the capital structure. But the result of non-debt tax shield and invest-ment has not found significant affect the capital structure. This result indicates that the company's management has to consider size, tangibility, profitability, liquidity, growth, dan age in capital structure decision.*

Keywords: Capital structure, size, tangibility, profitability, liquidity, growth, non-debt tax shield, age and investment.

PENDAHULUAN

Dalam kondisi ekonomi global yang terus maju pada saat ini, akan dapat menimbulkan persaingan usaha yang sangat ketat. Hal ini akan mendorong manajer perusahaan dalam meningkatkan produktivitas kegiatan produksi, pemasaran dan strategi perusahaan. Kegiatan tersebut berkaitan dengan usaha perusahaan dalam memaksimalkan keuntungan di tengah persaingan ekonomi global yang sangat ketat. Selain itu, manajemen perusahaan juga harus memaksimalkan kesejahteraan

pemegang saham (*shareholder*). Dalam pemenuhan tujuan tersebut, maka diperlukan pengambilan keputusan yang tepat dari manajer perusahaan baik keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen.

Salah satu keputusan penting yang dihadapi manajer keuangan dalam kaitannya dengan kegiatan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan. Dimana keputusan pendanaan yang baik dari suatu perusahaan dapat dilihat dari struktur modal, yaitu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi hutang, baik hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek, saham preferen, dan saham biasa yang akan digunakan oleh perusahaan. Dalam persaingan usaha yang ketat, perusahaan harus memiliki keputusan pendanaan yang tepat, dimana perlu adanya peran manajer dalam menentukan struktur modal yang paling optimal. Struktur modal yang optimal dari perusahaan akan mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Beberapa ahli telah mengungkapkan teori-teori mengenai struktur modal. Bhaduri (2002), Indrawati dan Suhendro (2006) serta Ramlall (2009) menerangkan teori Modigliani-Miller, bahwa pada *perfect capital market* ditemukan kondisi yang *irrelevant*. Dimana struktur modal tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Sedangkan pada teori Modigliani-Miller II, Indrawati dan Suhendro (2006) menjelaskan bahwa teori Modigliani-Miller I diperbaiki oleh teori Modigliani-Miller II dimana dengan adanya *factor interest tax-shield* ternyata nilai perusahaan akan meningkat sejalan dengan adanya hutang. Pada *Static Trade Off-Theory*, Ramlall (2009) menyatakan bahwa struktur modal yang optimal terjadi apabila *interest tax shield* seimbang dengan *leverage related cost* seperti *financial distress* dan *bankruptcy*. Ramlall (2009) menjelaskan bahwa pada *Pecking Order Theory* perusahaan cenderung menggunakan sumber pembiayaan internal yaitu *retained earning*, kemudian beralih menggunakan hutang dan terakhir menggunakan *equity*.

Menurut Ramlall (2009), struktur modal (*capital structure*), diukur melalui *leverage*. Dimana terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi *leverage* seperti *growth, size, tangibility of assets, profitability, liquidity, non-debt tax shield, age* dan *investment*. Selain itu, Bhaduri (2002) menyatakan faktor-faktor yang mempengaruhi *capital structure* adalah *assets structure, non-debt tax shield, size, financial distress, growth, profitability, age, signaling*, dan *uniqueness*. Sedangkan menurut Indrawati dan Suhendro (2006) faktor-faktor yang mempengaruhi *capital structure* adalah *size, growth, profitability* dan *ownership*. Teker *et al.* (2009) menyatakan faktor-faktor yang mempengaruhi *capital structure* adalah *tangibility of assets, size, profitability, growth opportunities* dan *non-debt tax shield*. Mengingat keputusan pendanaan sangat penting secara langsung dalam menentukan kemampuan perusahaan untuk bertahan dalam persaingan, maka dapat dilakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Penulisan ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, tujuan penelitian dan organisasi penulisan. Kedua, faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal seperti *size, tangibility, profitability, liquidity, growth, non-debt tax shield, age* dan *investment* terhadap *capital structure*. Ketiga, metoda penelitian terdiri atas pemi-

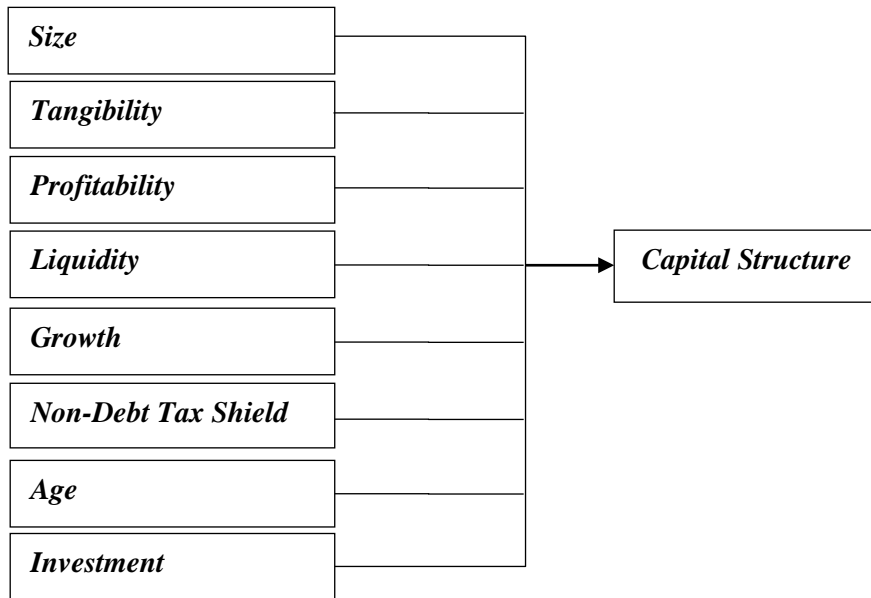
lihan sampel dan pengumpulan data, definisi operasional dan pengukuran variable serta metoda analisis. Keempat, hasil penelitian yang berisi statistik deskriptif serta hasil dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir, penutup yang berisi simpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

KERANGKA TEORITIS

Struktur modal (*capital structure*) suatu perusahaan merupakan gabungan modal sendiri (*equity*) dan hutang perusahaan (*debt*). Modal sendiri (*equity*) berasal dari *common stock*, *paid in capital*, *retained earning*, dan dikurangi *treasury stock* (*internal equity*). Modal sendiri juga dapat berupa *external equity*, yaitu apabila perusahaan menjual sebagian saham kepada investor. Hutang perusahaan (*debt*) berasal dari hutang kepada kreditur maupun penerbitan obligasi perusahaan. Ber macam ragam sumber pendanaan perusahaan menuntut manajer keuangan agar dapat memenuhi komposisi sumber pendanaan yang tepat bagi perusahaan. Masing-masing keputusan sumber pendanaan tersebut mempunyai konsekuensi dan karakteristik keuangan yang berbeda terhadap perusahaan.

Untuk memenuhi komposisi hutang dan modal yang optimal, manajer keuangan perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal. Berdasarkan *Pecking Order Theory*, Ramlall (2009) menjelaskan bahwa terdapat pengaruh negatif antara *non-debt tax shield* dengan *financial leverage*, hal ini sejalan dengan yang dikemukakan Bhaduri (2002) bahwa perusahaan dengan *non-debt tax shield* yang besar maka perusahaan tersebut akan memiliki *leverage* yang kecil. Teker *et al.* (2009) dan Mazur (2007) mengungkapkan bahwa terdapat pengaruh positif antara *size* dengan *capital structure*. Sementara itu *tangibility* berpengaruh negatif terhadap *short-term leverage* dan berpengaruh positif terhadap *long-term leverage* (Ramlall 2009). Indrawati dan Suhendro (2006) dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa perusahaan dengan *profitability* yang tinggi memiliki *leverage* yang rendah, hal ini diperkuat oleh pernyataan yang dikemukakan oleh Bhaduri (2002) bahwa terdapat pengaruh negatif antara *profitability* dengan *leverage*. Sementara itu faktor lain yang mempengaruhi *capital structure* adalah *liquidity*, Ramlall (2009) menjelaskan bahwa *liquidity* akan mengurangi penggunaan *debt*. Sementara itu Ramlall (2009) juga mengungkapkan terdapat pengaruh negatif antara *growth* dengan *leverage*, hal ini sejalan dengan penelitian Eldomiaty dan Azim (2008) yang mengungkapkan bahwa *growth* perusahaan seharusnya berpengaruh negatif terhadap *long-term debt* perusahaan. Sementara itu *capital structure* juga dipengaruhi oleh *investment*, Ramlall (2009) menjelaskan semakin besar *investment* perusahaan maka semakin besar kebutuhan akan hutang. Sedangkan Bhaduri (2002) menjelaskan bahwa *age* merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi *capital structure*, perusahaan kecil yang berumur relatif muda akan menggunakan *debt* yang lebih kecil dibandingkan dengan menggunakan *equity* sebagai struktur modal. Sedangkan menurut Ramlall (2009) perusahaan yang umurnya lebih tua akan menggunakan hutang yang lebih kecil, karena perusahaan besar yang umurnya relatif tua dapat mengelola *cash flow* lebih baik dari pada perusahaan yang lebih muda.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka faktor-faktor penentu dari struktur modal (*capital structure*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah *size*, *tangibility*, *profitability*, *liquidity*, *growth*, *non-debt tax shield*, *age* dan *investment* yang merupakan variabel independen. *Capital structure* sebagai variabel dependen didefinisikan sebagai *leverage*. Bagan yang menguraikan kerangka pemikiran diperlihatkan pada kerangka konseptual di bawah ini:



Gambar 1 Model Penelitian

METODA PENELITIAN

Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu metoda penarikan sampel yang didasarkan pada kriteria-kriteria tertentu. Adapun kriteria-kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut (1) perusahaan-perusahaan yang telah *go public* dan telah mengumpulkan laporan keuangan secara rutin dan lengkap selama empat tahun periode penelitian 2005-2008. Untuk memenuhi perhitungan pada penelitian ini, maka kriteria dalam laporan keuangan harus dilengkapi data-data sebagai berikut: *current assets*, *equipment*, *fixed assets*, *total assets*, *current liabilities*, *long-term liabilities*, *short-term liabilities*, *total liabilities*, *depreciation expense*, *earnings before interest and taxes (EBIT)* dan

Net Profit; (2) Industri yang diteliti merupakan industri manufaktur yang bergerak dalam bidang manufaktur.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *capital structure*, dimana peneliti menggunakan tiga model perhitungan *capital structure* yang diukur dengan perhitungan sebagai berikut:

1. Total Leverage

$$\frac{\text{Total liabilities}}{\text{Total asset}}$$

2. Short-Term Leverage

$$\frac{\text{Short-term liabilities}}{\text{Total asset}}$$

3. Long-Term Leverage

$$\frac{\text{Long-term liabilities}}{\text{Total asset}}$$

Variabel Independen

Size

Size dapat diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$Size = \text{Ln (total assets)}$$

Keterangan: Ln Total assets adalah natural logarithma dari *total assets*.

Tangibility of Assets

Tangibility merupakan hasil dari *fixed asset* dibagi dengan *total asset*.

$$Tangibility = \frac{\text{Fixed assets}}{\text{Total assets}}$$

Profitability dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$Profitability = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total assets}}$$

Liquidity

Liquidity dapat diukur menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{Liquidity} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}}$$

Growth

Growth dapat diukur dengan perhitungan sebagai berikut :

$$\text{Growth} = \Delta \text{ Total assets}$$

Keterangan: Δ Total assets adalah persentase perubahan *total assets*.

Non-Debt Tax Shield

Non-debt tax shield merupakan hasil dari *depreciation expense* dibagi dengan *earnings before interest and taxes* (EBIT).

$$\text{Non-Debt Tax Shield} = \frac{\text{Depreciation Expense}}{\text{EBIT}}$$

Age

Umur perusahaan (*age*) dapat diukur dengan menggunakan perhitungan sebagai berikut:

$$\text{Age} = \text{Log} (\text{Tahun Penelitian} - \text{Tahun Pendirian Perusahaan})$$

Investment

Investment meruoakan hasil *equipment* dibagi dengan *total assets*.

$$\text{Investment} = \frac{\text{Equipment}}{\text{Total assets}}$$

HASIL PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data keuangan dari tahun 2005 hingga tahun 2008 pada industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), serta

memiliki data laporan keuangan yang lengkap selama periode penelitian. Dari kriteria di atas, maka yang dijadikan objek penelitian adalah industri manufaktur yang berjumlah 40 perusahaan, sehingga total observasi menjadi 160 (40 perusahaan selama 4 tahun).

Tabel 1 Statistik Deskriptif

Variabel	n	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Total leverage	160	0,0546	0,9969	0,474706	0,2213798
In short-term leverage	160	-3,6628	-0,1754	-1,258935	0,6037663
In long-term leverage	160	-9,3157	-0,4261	-2,704575	1,5605348
Size	160	8,1473	19,1489	13,205275	1,9219133
Tangibility	160	0,0075	0,8139	0,336269	0,2045056
Profitability	160	-0,2163	0,3199	0,066969	0,0750478
Liquidity	160	0,0722	34,3498	2,469548	3,0521264
Growth	160	-0,4440	2,0537	0,175156	0,2885479
Ndts	160	-10,7965	11,8955	2,426149	3,0389561
Age	160	0,9542	2,0294	1,496506	0,2041546
Investment	160	-0,0583	5,6089	0,06828	0,4526310

Tabel 2 Hasil Regresi

Variabel	Total Leverage	Short-term Leverage	Long-term Leverage
Size	0,358	0,292	0,084*
Tangibility	0,303	0,000***	0,000***
Profitability	0,000***	0,000***	0,884
Liquidity	0,000***	0,000***	0,758
Growth	0,004***	0,006***	0,896
NDTS	0,748	0,650	0,728
Age	0,574	0,086*	0,770
Investment	0,440	0,920	0,649

Keterangan: * signifikan pada tingkat alpha = 10%
 ** signifikan pada tingkat alpha = 5%
 *** signifikan pada tingkat alpha = 1%

Berdasarkan tabel 2 ditemukan bahwa variabel *size* tidak signifikan pada terhadap dua model dengan perhitungan variabel independen *total leverage* dan *short-term leverage*. Hal ini sama dengan penelitian Bhaduri (2002) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak mempengaruhi *total leverage*, sehingga

perusahaan yang bergerak di industri manufaktur di Indonesia tidak mempengaruhi penggunaan *capital structure* perusahaan. Sedangkan hasil yang signifikan pada alpha 10% ditemukan pada model *long-term leverage*, hal ini sama dengan hasil penelitian dari Ramlall (2009) yang menunjukkan bahwa *size* berpengaruh signifikan terhadap *long-term liabilities*, dan perusahaan besar akan cenderung menggunakan sumber dana eksternal sebagai sumber pendanaannya.

Hasil yang signifikan terjadi pada variabel *tangibility* pada dua model yaitu *short-term leverage* dan *long-term leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh pada *tangibility* dengan dua model *capital structure* yang diukur dengan *short-term leverage* dan (*long-term leverage*). Hal ini sependapat dengan penelitian yang dilakukan oleh Taker *et al.* (2009) yang menyatakan bahwa aset berwujud merupakan salah satu jaminan perusahaan untuk mendapatkan pinjaman dari kreditur, hal ini menunjukkan bahwa adanya keterkaitan antara *tangibility of asset* dengan keputusan struktur permodalan perusahaan. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mazur (2007) dan Ramlall (2009) yang menyatakan bahwa *tangibility* memiliki pengaruh terhadap *short-term leverage* dan *long-term leverage*. Namun hasil yang tidak signifikan terjadi pada model *capital structure (total leverage)*, berarti tidak terdapat pengaruh antara *tangibility* terhadap *capital structure (total leverage)*. Hasil ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Ramlall (2009) yang menunjukkan bahwa *tangibility* tidak signifikan terhadap *total liabilities*.

Pada pengujian kedua model *capital structure* yang diukur dengan *total leverage* dan *short-term leverage* menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara *profitability* dengan *capital structure* pada tingkat alpha 1%. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian dari Nguyen dan Ramachandran (2006) yang menunjukkan hasil yang signifikan antara *profitability* terhadap *total leverage* dan *short-term leverage*. Hasil ini didukung oleh teori Bhaduri (2002) serta Al-Najjar dan Taylor (2008) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat *profitability* yang tinggi akan cenderung menggunakan *retained earning* sebagai sumber pendanaan, maka *profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage*, ini berarti terdapat pengaruh antara *profitability* dengan *leverage*. Namun pada model *capital structure (long-term leverage)* tidak terdapat hasil yang signifikan, hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh antara *profitability* terhadap *long-term leverage*. Hasil ini sama dengan penelitian yang dilakukan Ramlall (2009) yang menemukan hasil yang tidak signifikan antara *profitability* terhadap *long-term leverage*.

Pada hasil pengujian dengan uji t menunjukkan bahwa variabel *liquidity* signifikan terhadap kedua model *capital structure* yang diukur dengan *total leverage* dan *short-term leverage*, hal ini sama dengan penelitian Ramlall (2009) dimana hasil yang signifikan terjadi pada variabel *liquidity* terhadap *total leverage* dan *short-term leverage*, ini berarti *liquidity* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yang bergerak di industri manufaktur di Indonesia. Hal tersebut didukung oleh hasil penelitian Ramlall (2009) dimana *liquidity* berpengaruh terhadap *total leverage* dan *short-term leverage*. Namun pada model *capital structure (long-term leverage)* tidak terdapat hasil yang signifikan, sehingga tidak terdapat pengaruh

antara *liquidity* terhadap model *capital structure (long-term leverage)*, hal ini sama dengan hasil penelitian Ramlall (2009) dimana tidak terdapat hasil yang signifikan antara *liquidity* terhadap *long-term leverage*.

Pengujian lainnya dilakukan pada *growth of assets*, dimana hasil yang signifikan terjadi pada model *capital structure (total leverage)* dan *capital structure (short-term leverage)* pada alpha 1%. Hal ini sama dengan hasil yang dikemukakan Bhaduri (2002) dimana hasil yang signifikan terjadi pada *growth* terhadap *total leverage*. Hasil ini sama dengan teori yang dikemukakan Bhaduri (2002) yaitu dana eksternal yang digunakan oleh perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi adalah *short-term debt*. Namun hasil yang tidak signifikan terjadi pada model *capital structure (long-term leverage)*, hal ini sama dengan hasil penelitian Ramlall (2009). Sehingga struktur permodalan industri manufaktur di Indonesia, dalam hal ini penggunaan hutang jangka panjangnya tidak dipengaruhi oleh *growth*. Hasil ini disebabkan karena semakin besar pertumbuhan aset perusahaan maka perusahaan akan lebih menggunakan modal internal yaitu *retained earnings* sebagai modal perusahaan, dari pada menggunakan hutang jangka panjang yang lebih berisiko.

Pada pengujian *non-debt tax shield* dengan menggunakan uji t menjelaskan bahwa hasil yang tidak signifikan terjadi pada ketiga model *capital structure* yaitu *total leverage*, *short-term leverage* dan *long term leverage*. Hal ini sama dengan hasil penelitian Ramlall (2009), dalam penelitian Ramlall (2009) menemukan bahwa tidak terdapat hasil yang signifikan antara *non-debt tax shield* terhadap model *capital structure (total leverage)* dan (*short-term leverage*), hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh antara *non-debt tax shield* terhadap *total leverage* dan *short-term leverage*. Namun hasil yang berbeda terdapat pada *long-term leverage*, Ramlall (2009) menemukan bahwa hasil yang signifikan terdapat pada *non-debt tax shield* terhadap *long-term leverage*. Hasil yang berbeda ini disebabkan karena standar deviasi kedua variabel cukup besar (lihat tabel 1), yaitu 3,0389 untuk *non-debt tax shield* dan 1,5605 untuk *long-term leverage*, karena standar deviasi merupakan tingkat variasi dari variabel-variabel tersebut.

Pada pengujian lainnya, dilakukan pada variabel *age*. Dari hasil pengujian menggunakan uji t menunjukkan bahwa hasil yang signifikan terjadi pada variabel *age* terhadap model *capital structure (short-term leverage)* pada tingkat alpha 10%, dimana hal ini sama dengan hasil penelitian Ramlall (2009) dimana hasil yang signifikan terjadi pada variabel *age* terhadap *short-term leverage*. Ini berarti mengindikasikan bahwa pada industri manufaktur di Indonesia terdapat pengaruh antara umur perusahaan terhadap penggunaan *short-term leverage* perusahaan. Pernyataan tersebut sama dengan yang dikemukakan oleh Bhaduri (2002). Sedangkan pada model *capital structure (total leverage)* dan *capital structure (long term leverage)* terlihat tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel *age*. Hal ini sama dengan hasil penelitian yang didapatkan Ramlall (2009), dimana dalam penelitiannya ditemukan hasil yang tidak signifikan terjadi antara *age* terhadap *total leverage*, namun pada penelitian Ramlall (2009) hasil yang signifikan terjadi pada variabel *age* terhadap *long-term leverage*.

Pengaruh yang tidak signifikan juga terdapat pada variabel *investment* pada industri manufaktur di Indonesia. Hasil yang tidak signifikan ini terjadi pada ketiga model *capital structure* yaitu *total leverage*, *short-term leverage* dan *long term leverage*. Hasil ini berbeda dengan teori yang dikemukakan oleh Eldomiaty dan Azim (2008) serta Ramlall (2009), yang mengungkapkan bahwa faktanya investasi yang besar akan menyebabkan besarnya kebutuhan akan hutang. Namun sama dengan hasil penelitian yang dilakukan Eldomiaty dan Azim (2008) serta Ramlall (2009) yang menemukan bahwa hasil yang tidak signifikan terjadi pada *investment* terhadap ketiga model *capital structure* yaitu *total leverage*, *short-term leverage* dan *long-term leverage*. Sehingga tidak terdapat pengaruh antara *investment* terhadap *capital structure* pada industri manufaktur di Indonesia. Hasil yang tidak signifikan ini disebabkan karena standar deviasi dari variabel *investment* yang cukup besar, yaitu 0,4526.

PENUTUP

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut pertama, *size* berpengaruh terhadap *capital structure* pada model *long-term leverage* tetapi *size* tidak mempunyai pengaruh terhadap kedua model *capital structure* yaitu *total leverage* dan *short-term leverage*. Kedua, *tangibility* berpengaruh terhadap kedua model *capital structure* yaitu *short-term leverage* dan *long-term-leverage*, *tangibility* tidak berpengaruh terhadap *capital structure* pada model *total leverage*. Ketiga, *profitability* berpengaruh terhadap kedua model *capital structure* yaitu *total leverage* dan *short-term leverage* tetapi *profitability* tidak mempunyai pengaruh terhadap model *capital structure* pada model *long-term leverage*. Keempat, *liquidity* berpengaruh terhadap kedua model *capital structure* yaitu *total leverage* dan *short-term leverage* tetapi *Liquidity* tidak mempunyai pengaruh terhadap model *capital structure* pada model *long-term leverage*. Kelima, *growth* berpengaruh terhadap kedua model *capital structure* yaitu *total leverage* dan *short-term leverage* tetapi *growth* tidak mempunyai pengaruh terhadap model *capital structure* pada model *long-term leverage*. Keenam, *non-debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap ketiga model *capital structure* yaitu *total leverage*, *short-term leverage* dan *long-term leverage*. Ketujuh, *age* berpengaruh terhadap model *capital structure*, yaitu *short-term leverage* tetapi *age* tidak berpengaruh terhadap kedua model *capital structure* yaitu *total leverage* dan *long-term leverage*. Kedelapan, *investment* tidak berpengaruh terhadap ketiga model *capital structure* yaitu *total leverage*, *short-term leverage* dan *long-term leverage*.

Sedangkan implikasi manajerial dari penelitian ini bagi manajer keuangan perlu mempertimbangkan faktor *size*, *tangibility*, *profitability*, *liquidity*, *growth* dan *age* dalam mengambil keputusan struktur modal. Hal ini ditunjukkan oleh adanya pengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Selain itu hasil penelitian ini memberikan informasi kepada para investor, bahwa saat melakukan investasi ke dalam suatu perusahaan sebaiknya memperhatikan faktor *size*, *tangibility*, *profitability*, *liquidity*, *growth*

dan *age*. Hal ini disebabkan karena variabel-variabel tersebut mempunyai pengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan diantaranya perusahaan yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel dalam penelitian hanya sebanyak 40 perusahaan serta faktor-faktor yang diteliti hanya pada *size*, *tangibility*, *profitability*, *liquidity*, *growth*, *non-debt tax shield*, *age* dan *investment*.

Saran untuk penelitian selanjutnya antara lain tidak hanya melakukan penelitian pada industri manufaktur, untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Namun menggunakan seluruh perusahaan yang tercatat di BEI dan untuk penelitian berikutnya, dapat menggunakan faktor-faktor lain yang mempengaruhi kebijakan struktur modal, misal: *sales stability*, *operating leverage*, *taxes*, *control*, *management attitudes*, *lender and rating agency attitudes*, *market conditions*, *the firm's internal condition* dan *financial flexibility* (Brigham dan Daves 2003).

REFERENSI:

- Ahmed, H.J.A. dan Hisham, N. 2009. Revisiting Capital Structure Theory: A Test of Pecking Order and Static Order Trade-Off Model From Malaysian Capital Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 30, hlm. 58-65.
- Akhtar, Shumi 2005. The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations. *Australian Journal of Management*, Vol. 30, No. 2, hlm. 321-341.
- Al-Najjar, B. dan Taylor, P. 2008. The Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure. *Managerial Finance*, Vol. 34, No. 12, hlm. 919-933.
- Bhaduri, S.N. 2002. Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 26, No. 2, hlm. 200-215.
- Brigham, E.F. dan Daves, P.R. 2003. *Intermediate Financial Management*, (eighth edition). USA, Thomson: Shouthwestern.
- Eldomiaty, T.I. dan Azim, M.H. 2008. The Dynamics of Capital Structure and Heterogeneous Systematic Risk Classes in Egypt. *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 3, No. 1, hlm. 7-37.
- Gitman, L.J. 2009, *Principle of Managerial Finance*, (eleventh edition). Boston: Pearson Education Inc.
- Heyman, D., M. Deloof dan H. Ooghe .2008. The Financial Structure of Private Held Belgian Firms. *Small Business Economics*, Vol. 30, hlm. 301-313.
- Indrawati, T. dan Suhendro. 2006. Determinasi Capital Structure Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2004. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 3, No. 1, hlm. 77-105.
- Margaretha, Farah. 2004. *Manajemen Keuangan Investasi dan Sumber Dana Jangka Panjang*. Jakarta: Grasindo.
- Mazur, Kinga. 2007. The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies. *International Advertising and Economics Research*, Vol. 13, hlm. 495-514.
- Miller, M.H. 1988. The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years. *The Journal of Economics Perspectives*, Vol. 2, No. 4, hlm. 99-120.
- Nguyen, T. D. K. dan N. Ramachandran. 2006. Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam, *ASEAN Economics Bulletin*, Vol. 23, No. 2, hlm. 192-221.

- Ozkan, Aydin. 2001. Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance and accounting*, Vol. 28, No. 1 dan 2.
- Ramlall, Indranarain. 2009. Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 31, hlm. 83-92.
- Ross, S.A., RW. Westerfield, J. Jaffe dan BD. Jordan. 2008. *Modern Financial Management*, Eight Edition. USA: Mc Graw-Hill Companies.
- Ruslim, Herman. 2009. Pengujian Struktur Modal (Teori Pecking Order): Analisis Empiris terhadap Saham di Lq-45. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 3, hlm. 209-221.
- Seppa, Raul. 2008. Capital Structure Decisions: Research in Estonian non-financial Companies. *Baltic Journal of Management*, Vol. 3, No. 1, hlm. 55-70.
- Teker, D., O. Tasseven dan A. Tukul. 2009. Determinants of Capital Structure for Turkish Firms: a Panel Data Analysis. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 29, hlm. 180-187.