

VARIABEL-VARIABEL YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN PUBLIK SEKTOR NON KEUANGAN

LINDA WIMELDA dan AAN MARLINAH

STIE Trisakti
linda@stietrisakti.ac.id

Abstract: *The purpose of this study is to investigate the variables affecting capital structure in non financial public companies. This study also have purpose to test and improve consistency of result from prior studies. The samples of this study consist of 120 data from 40 non financial companies that has been listing on Indonesia Stock Exchange for the period 2008 to 2010 by purposive sampling method. This study also use multiple regression method to investigate relation between each independent variable to capital structure. The empirical evidences from this study indicates profitability, firm size, business risk, managerial ownership, and structure of assets have influences to capital structure, but liquidity, growth opportunity, dividend, investment and institutional ownership do not have influences to capital structure.*

Keywords: Capital Structure, Profitability, Liquidity, Firm Size, Business Risk, Growth Opportunity, Managerial Ownership, Structure of Assets, Dividend, Investment, Institutional Ownership.

Abstrak: Tujuan dari penelitian ini adalah untuk meneliti variable-variabel yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan public non keuangan. Penelitian ini juga bertujuan untuk menguji dan mengembangkan konsistensi hasil dari penelitian sebelumnya. Sampel penelitian ini terdiri atas 12 data dari 40 perusahaan non keuangan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2008 sampai 2010 dengan metode pemilihan sampel purposive. Penelitian ini juga menggunakan metode regresi berganda untuk meneliti hubungan antara setiap variable independen terhadap struktur modal. Bukti empiris dari penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, dan struktur aktiva memiliki pengaruh terhadap struktur modal tetapi likuiditas, kesempatan pertumbuhan, dividen, investasi, dan kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Kata Kunci: Struktur Modal, Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, Kesempatan Pertumbuhan, Kepemilikan Manajerial, Struktur Aktiva, Dividen, Investasi, Kepemilikan Institusional

PENDAHULUAN

Pada saat ini, dunia bisnis sedang memasuki kondisi ekonomi global yang mendorong persaingan bisnis yang ketat antar perusahaan.

Hal ini mendorong para manajer perusahaan untuk meningkatkan produktivitas kegiatan produksi secara efisien dan efektif. Selain kegiatan produksi, para manajer juga diharuskan meningkatkan produktivitas kegiatan pemasaran,

memaksimalkan fungsi-fungsi di dalam perusahaan dan strategi perusahaan. Kegiatan tersebut dimaksudkan untuk mencapai tujuan perusahaan dengan salah satunya adalah mensejahterakan para pemegang saham dan meningkatkan daya saing dalam menghadapi para kompetitornya. Manajer perusahaan harus melakukan pengambilan keputusan yang tepat dalam hal investasi, pendanaan, dan keputusan dividen untuk mencapai tujuan perusahaan tersebut.

Sumber pendanaan yang ada dalam perusahaan umumnya berasal dari modal sendiri atau hutang yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan melakukan pinjaman atau hutang karena sifatnya yang tidak permanen dan biaya pengadaannya lebih murah dibanding dengan menerbitkan saham sebagai tambahan modal. Ini yang menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan oleh para manajer untuk menentukan struktur modal perusahaan, yaitu proporsi hutang dan modal untuk membiayai investasi yang akan dilakukan perusahaan.

Manajer perusahaan dituntut untuk mengoptimalkan struktur modal yaitu suatu kondisi dimana perusahaan dapat menggunakan suatu kombinasi yang ideal antara hutang dan modal perusahaan dengan memperhitungkan biaya modal yang muncul. Pengambilan keputusan pendanaan oleh manajer perusahaan yang tidak teliti dan tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan (Prabansari dan Kusuma 2005). Jika perusahaan melakukan pendanaan dengan cara berhutang maka biaya yang muncul adalah biaya bunga yang harus dibayarkan pada periode tertentu dan jumlah tertentu kepada kreditur. Manajer yang mengambil keputusan dengan cara berhutang mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak yang ditimbulkannya.

Struktur permodalan banyak dipengaruhi oleh berbagai macam faktor, salah satu diantaranya adalah profitabilitas dimana perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi

cenderung meminjam uang lebih sedikit karena ketersediaan dana internal yang lebih banyak. Tingkat likuiditas yang dimiliki perusahaan juga menjadi pengaruh bagi struktur modal karena tingkat likuiditas memberikan gambaran dana likuid atau kemampuan perusahaan untuk membayar hutang jangka pendeknya dan tidak memerlukan pendanaan eksternal. Salah satu faktor lainnya adalah ukuran perusahaan yang menggambarkan besar atau kecilnya sebuah perusahaan yang dapat dilihat dari total aktivasinya. Perusahaan besar biasanya dianggap mampu untuk melakukan pembiayaan investasi dengan modal sendiri dan apabila perusahaan ingin berhutang maka perusahaan besar dapat memperolehnya dengan mudah.

Menurut Gitman dan Zutter (2012), risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan saat tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya. Hal ini dapat terjadi dikarenakan penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat menyebabkan timbulnya biaya bunga yang harus dibayarkan kepada kreditur pun semakin tinggi dan harus dilunasi dalam waktu kurang dari satu tahun. Teori agensi menjelaskan perbedaan kepentingan antara agen (manajer) dengan *principal* (pemegang saham) dimana perbedaan itu dapat menimbulkan konflik agensi dan biaya agensi. Manajer akan bertindak atau mengambil keputusan untuk memaksimalkan kepentingan. Hal ini dapat diantisipasi dengan kepemilikan manajerial, dimana manajer menanamkan modal pribadinya di dalam perusahaan atau pemberian bonus kepada manajer dengan memberikan saham perusahaan. Cara tersebut dapat menyejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham sehingga manajer akan lebih berhati-hati dalam melakukan pengambilan keputusan mengenai pendanaan untuk investasi perusahaan.

Struktur permodalan juga dipengaruhi oleh faktor struktur aktiva dimana struktur aktiva suatu perusahaan dapat menjadi pertimbangan kreditur dalam memberikan pinjaman kepada suatu perusahaan karena kreditur beranggapan

bahwa perusahaan yang memiliki rasio aktiva tetap yang tinggi memiliki tingkat risiko kebangkrutan yang rendah (Joni dan Lina 2010). Selain itu dividen juga menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal. Jika perusahaan dapat membagikan laba secara rutin melalui dividen kepada pemegang saham maka hal ini akan menarik investor lainnya untuk menanamkan modalnya diperusahaan tersebut karena menilai kinerja perusahaan yang baik.

Menurut Margaretha dan Ramadhan (2010), semakin besar investasi perusahaan maka semakin besar kebutuhan akan hutang. Jika perusahaan ingin mendapatkan sebuah peralatan untuk operasionalnya maka perusahaan akan lebih memilih untuk melakukan *leasing* dalam jangka waktu tertentu daripada melakukan biaya pembelian yang mahal (Ramlall 2009). Selain itu, kepemilikan institusional juga mempengaruhi struktur permodalan dikarenakan pemegang saham institusional memiliki dorongan untuk memonitor dan mempengaruhi manajemen untuk melindungi investasi mereka yang signifikan (Rahayu dan Faisal 2005). Kepemilikan institusional juga mengindikasikan tingkat kepercayaan masyarakat terhadap suatu perusahaan. Jika manajer diawasi dengan baik oleh pemegang saham institusi maka manajer akan membuat pertimbangan investasi dan pengambilan keputusan yang lebih tepat.

Perusahaan yang mempunyai kesempatan pertumbuhan tinggi akan menghadapi kesenjangan informasi yang tinggi antara manajer dan investor luar tentang kualitas proyeksi investasi dalam perusahaan, seperti yang dikemukakan Setiawan (2006). Menurut teori agensi yang diungkapkan oleh Sheikh dan Wang (2011) dapat menjelaskan bahwa kesempatan pertumbuhan yang dimiliki oleh perusahaan dapat menyebabkan konflik agensi (*agency conflicts*) antara *debtholder* dan *shareholder*. Untuk mengurangi konflik agensi tersebut maka biasanya perusahaan akan mengurangi *debt/equity ratio*.

Motivasi dalam melakukan penelitian ini adalah untuk menguji variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan

publik sektor non keuangan. Tujuan penelitian adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh profitabilitas, tingkat likuiditas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, kesempatan pertumbuhan, kepemilikan manajerial, struktur aktiva, dividen, investasi dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal.

Penelitian ini disusun dengan sistematis penulisan adalah pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang penelitian, masalah penelitian, tujuan penelitian dan sistematika penelitian. Kedua, kerangka teoritis dan pengembangan hipotesis menguraikan landasan teori, hasil penelitian sebelumnya sebagai dasar pengembangan hipotesis. Ketiga, metoda penelitian terdiri atas obyek penelitian dan cara pemilihan sampel, definisi operasional dan pengukuran variabel. Keempat, hasil penelitian yang berisi hasil pengujian hipotesis dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir, penutup yang berisi kesimpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Asymmetric Information Theory

Adanya *asymmetric information theory* membuat manajer lebih leluasa dalam pengambilan keputusan untuk strategi struktur modal karena manajer lebih menguasai informasi yang ada dalam perusahaan. Informasi baru dalam perusahaan tercermin dalam harga pasar saham dan harus tersedia bagi semua pihak. Ini memungkinkan investor membuat informasi baru direfleksikan dalam harga pasar saham dengan cepat sehingga terjadi pula kompetisi mencari informasi untuk mendapatkan keuntungan sesaat. Menurut Gitman dan Zutter (2012), *asymmetric information* adalah situasi dimana manajer perusahaan memiliki lebih banyak informasi mengenai operasi dan prospek masa depan daripada investor. Investor akan membeli saham baru sesuai dengan informasi yang dapat diverifikasi oleh investor.

Pecking Order Theory

Struktur modal adalah perpaduan antara hutang jangka panjang dan modal yang dikelola perusahaan, dapat secara signifikan berpengaruh pada nilai perusahaan dengan mempengaruhi risiko dan pengembalian (Gitman dan Zutter 2012). Struktur modal merupakan salah satu area yang paling kompleks dalam pengambilan keputusan keuangan karena *interrelationship* dengan variabel keputusan keuangan lainnya. *Total capital* dalam perusahaan dibagi menjadi 2 komponen yaitu *debt capital* dan *equity capital*. *Debt capital* terdiri atas pinjaman atau hutang jangka panjang dan *equity capital* terdiri dari saham istimewa, saham biasa dan laba ditahan (Gitman dan Zutter 2012). Perusahaan memiliki pilihan untuk mendapatkan sumber dana yaitu dengan pendanaan internal atau eksternal. Pendanaan eksternal dapat melalui pengadaan hutang atau penerbitan saham baru. Biaya modal yang timbul dari hutang lebih rendah daripada biaya modal dari penerbitan saham yang baru. Menurut Gitman dan Zutter (2012), *pecking order* adalah sebuah hirarkhi pendanaan yang dimulai dari laba ditahan, yang diikuti dengan pendanaan hutang dan akhirnya pendanaan eksternal modal. Ini berarti ketika manajer ingin mendanai sebuah proyek atau investasi baru maka pertama kali mereka akan menggunakan laba ditahan. Jika pendanaan internal tidak cukup untuk menghasilkan kas maka manajer akan melakukan pendanaan eksternal melalui pasar hutang. Pilihan yang terakhir adalah dengan menerbitkan saham baru.

Teori Agensi

Teori agensi menyatakan bahwa ada konflik kepentingan yang muncul antara pemegang saham (pemilik) dengan manajer perusahaan (agen) dimana manajer perusahaan kemungkinan dapat melakukan tindakan atau keputusan yang dapat meningkatkan kesejahteraannya dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Menurut Gitman dan Zutter (2012), masalah agensi bukan hanya muncul antara pemegang saham dan manajer tetapi

juga dalam hubungannya antara pemegang saham dan pemberi pinjaman. Pemberi pinjaman melakukan pengawasan kepada manajer yang bertindak atas nama pemegang saham untuk mengambil keuntungan dari pemberi pinjaman, biaya pengawasan itu disebut biaya agensi (Gitman dan Zutter 2012).

Perusahaan memiliki pilihan sumber pendanaan untuk berinvestasi yaitu melalui dana internal dan dana eksternal. Dana eksternal yang biaya modalnya lebih murah adalah dengan berhutang. Menurut Weygandt *et al.* (2010), menerbitkan obligasi memiliki tiga keuntungan dibanding dengan menerbitkan saham baru yaitu (1) pemegang obligasi tidak memiliki hak suara untuk mengontrol perusahaan, (2) adanya penghematan pajak yang timbul dari beban bunga yang merupakan komponen pengurang laba sebelum pajak perusahaan dan (3) nilai *Earnings Per Share* (EPS) perusahaan lebih tinggi dengan melakukan penerbitan obligasi atau surat hutang daripada menerbitkan saham baru.

Profitabilitas dan Struktur Modal

Profitabilitas atau tingkat keuntungan merupakan kemampuan sebuah perusahaan untuk menghasilkan laba pada tingkat penjualan tertentu dalam suatu periode. Perusahaan dengan kondisi keuangan yang baik akan lebih sedikit meminjam uang walaupun mempunyai kesempatan untuk meminjam uang lebih banyak. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* dimana perusahaan akan menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu dibanding dengan pendanaan eksternal karena perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan menghasilkan tambahan laba ditahan bagi perusahaan.

Menurut Seftianne dan Handayani (2011), profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan kondisi keuangan yang sehat akan meminjam uang lebih sedikit, tetapi akan menimbulkan ketertarikan investor dalam menanamkan modalnya.

Penelitian yang dilakukan oleh Ramlall (2009), Bangun dan SURIANTY (2008), Margaretha dan Ramadhan (2010), Nanok (2008), dan Nasruddin (2004) mendapatkan hasil bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan hasil yang berbeda didapat dari penelitian yang dilakukan oleh Joni dan Lina (2010) dimana mendapatkan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Widjaja dan Kasenda (2008), Febriani dan Srimindarti (2010), Harjanti dan Tandellin (2007), Indrawati dan Suhendro (2006), Khan (2010), Ruslim (2010), Setiawan (2006), dan Sheikh dan Wang (2011) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Penelitian yang dilakukan Nurrohimi (2008), Prabansari dan Kusuma (2005), dan Rahayu dan Faisal (2005) mendapatkan hasil bahwa profitabilitas memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut: Ha₁ Terdapat pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal.

Tingkat Likuiditas dan Struktur Modal

Tingkat likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayarkan kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki perusahaan. Menurut *pecking order theory*, sebuah perusahaan yang mempunyai likuiditas tinggi akan cenderung tidak menggunakan pembiayaan melalui hutang. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan likuiditas tinggi mempunyai dana internal yang besar sehingga perusahaan tersebut akan lebih memilih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui hutang ataupun dengan menerbitkan saham baru (Setiawan 2006).

Menurut Seftianne dan Handayani (2011), tingkat likuiditas tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam

melunasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya maka hal tersebut dapat mengindikasikan perusahaan berada dalam keadaan yang sehat.

Penelitian yang dilakukan Margaretha dan Ramadhan (2010) menunjukkan bahwa tingkat likuiditas tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Tetapi penelitian yang dilakukan oleh Ramlall (2009), Setiawan (2006) dan Sheikh dan Wang (2011) mendapatkan hasil bahwa tingkat likuiditas berpengaruh secara negatif terhadap struktur modal. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₂ Terdapat pengaruh tingkat likuiditas terhadap struktur modal.

Ukuran Perusahaan dan Struktur Modal

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya perusahaan dimana perusahaan yang besar akan lebih mudah mendapatkan pinjaman dari luar baik dalam bentuk hutang maupun modal saham karena biasanya perusahaan besar disertai dengan reputasi yang cukup baik dimata masyarakat. Ukuran perusahaan dapat juga menggambarkan kemampuan keuangan perusahaan dalam periode tertentu (Ruslim 2010).

Menurut Seftianne dan Handayani (2011), ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang berskala besar akan lebih mudah dalam mencari investor yang hendak menanamkan modalnya dalam perusahaan dan juga dalam rangka perolehan kredit dibanding dengan perusahaan kecil.

Penelitian yang dilakukan Widjaja dan Kasenda (2008), Harjanti dan Tandellin (2007), Indrawati dan Suhendro (2006), Ruslim (2010), Supriyanto dan Falikhatun (2008) dan Sheikh dan Wang (2011) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Ramlall (2009), Bangun dan SURIANTY (2008), Febriani dan Srimindarti (2010), Khan (2010), Margaretha dan Ramadhan (2010), Margaretha dan Sari (2005), Nanok (2008), Prabansari dan

Kusuma (2005), dan Rahayu dan Faisal (2005) mendapatkan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Tetapi hasil yang berbeda didapat oleh Joni dan Lina (2010), Nasruddin (2004), dan Setiawan (2006) dimana ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:
Ha₃ Terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal.

Risiko Bisnis dan Struktur Modal

Saidi (2004) mengungkapkan bahwa risiko bisnis terkait dengan ketidakpastian yang dialami perusahaan dalam kegiatan bisnisnya. Menurut Reilly dan Brown (2012), risiko bisnis adalah ketidakpastian aliran pendapatan yang disebabkan oleh sifat alami dari bisnis yang dilakukan oleh perusahaan. Investor akan meminta *return* yang lebih tinggi berdasarkan ketidakpastian yang mendasari suatu bisnis.

Menurut Seftianne dan Handayani (2011), risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan investor yang memiliki *risk seeker* akan tertarik dengan perusahaan yang memiliki risiko yang tinggi karena mereka beranggapan bahwa jika risiko tinggi maka *return* yang akan mereka dapatkan semakin tinggi.

Penelitian yang dilakukan Joni dan Lina (2010), Harjanti dan Tandellin (2007), dan Setiawan (2006) juga memberikan hasil bahwa risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Khan (2010) dan Ruslim (2010) menunjukkan hasil bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Nasruddin (2004) dan Prabansari dan Kusuma (2005) menunjukkan hasil bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₄ Terdapat pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal.

Kesempatan Pertumbuhan dan Struktur Modal

Dalam penelitian Setiawan (2006) yang menurut pada *pecking order theory*, perusahaan yang mempunyai kesempatan bertumbuh tinggi akan menghadapi kesenjangan informasi yang tinggi antara manajer dan investor luar tentang kualitas proyek investasi perusahaan. Adanya kesenjangan informasi tersebut menyebabkan biaya modal ekuitas saham lebih besar dibanding biaya modal hutang. Sudut pandang investor menganggap bahwa modal saham dipandang lebih berisiko dibandingkan hutang. Perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan umumnya mengandalkan pinjaman jangka pendek jika mereka mempunyai *asymmetry information*. Jika perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan mempunyai hubungan yang dekat dengan pihak kreditur atau bank dan tidak mengalami *asymmetry information*, maka pendanaan melalui hutang jangka panjang dapat diperolehnya (Ruslim 2010).

Menurut Seftianne dan Handayani (2011), kesempatan pertumbuhan memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan peluang pertumbuhan dalam perusahaan akan menyebabkan perusahaan untuk terus mengembangkan usahanya. Hal tersebut akan membutuhkan dana yang banyak sehingga dalam rangka meraih peluang tersebut, perusahaan akan melakukan pinjaman dari pihak luar untuk mendanai kegiatannya.

Setiawan (2006) dan Nasruddin (2004) menunjukkan adanya pengaruh yang positif dan Ruslim (2010) menunjukkan adanya pengaruh yang negatif kesempatan pertumbuhan terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Harjanti dan Tandellin (2007), Febriani dan Srimindarti (2010) dan Sheikh dan Wang (2011) menunjukkan bahwa kesempatan pertumbuhan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₅ Terdapat pengaruh kesempatan pertumbuhan terhadap struktur modal.

Kepemilikan Manajerial dan Struktur Modal

Salah satu dari beberapa alternatif yang digunakan untuk mengurangi biaya agensi adalah meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen agar pihak manajer memiliki kepentingan yang sama dengan para pemegang saham. Kepemilikan manajerial ini membuat manajer akan merasakan langsung konsekuensi dari pengambilan keputusannya tersebut. Jika terjadi kerugian atas keputusan yang diambil manajer maka manajer pun akan merasakan hal yang sama dengan yang dirasakan oleh para pemegang saham.

Menurut Seftianne dan Handayani (2011), kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan dengan adanya pemegang saham yang ikut menjadi dewan direksi maka sebagian besar biaya yang akan dikeluarkan untuk ekspansi perusahaan akan diusahakan berasal dari hutang jangka panjang. Hal tersebut karena dewan direksi yang memiliki saham yang cukup besar dalam perusahaan akan lebih memprioritaskan pembagian dividen bagi para pemegang saham sehingga semakin memperkecil struktur modal perusahaan. Hasil ini juga didapat dari penelitian yang dilakukan oleh Rahayu dan Faisal (2005). Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Bangun dan Surianty (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap struktur modal. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₆ Terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal.

Struktur Aktiva dan Struktur Modal

Setiap perusahaan pasti memiliki aktiva namun struktur aktiva yang dimiliki perusahaan mungkin saja berbeda-beda. Menurut Joni dan Lina (2010), struktur aktiva merupakan variabel yang penting dalam keputusan pendanaan perusahaan karena aktiva tetap menyediakan jaminan bagi pihak kreditur. Pihak kreditur akan memberikan pinjaman jika mendapat keamanan

dengan rasio aktiva tetap yang tinggi dimana jika perusahaan tidak dapat melunasi kewajibannya maka aktiva tetap perusahaan diharapkan dapat untuk menutupinya.

Penelitian yang dilakukan Seftianne dan Handayani (2011), Harjanti dan Tandellin (2007), Nasruddin (2004), dan Nurrohim (2008) menunjukkan bahwa struktur aktiva tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Joni dan Lina (2010), Ramlall (2009), Widjaja dan Kasenda (2008) dan Ruslim (2010) menunjukkan adanya pengaruh positif antara struktur aktiva terhadap struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Febriani dan Srimindarti (2010), Khan (2010), Margaretha dan Ramadhan (2010), Nanok (2008), Sheikh dan Wang (2011) dan Supriyanto dan Falikhatur (2008) menunjukkan bahwa struktur aktiva memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₇ Terdapat pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal.

Dividen dan Struktur Modal

Dividen adalah bagian dari laba perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham. Rasio pembayaran dividen akan menjadi acuan bagi para investor untuk menanamkan modalnya pada sebuah perusahaan karena perusahaan yang melakukan pembayaran dividen secara rutin diasumsikan memiliki dana internal yang mencukupi dan hal ini akan menarik minat para investor. Jika investor menaruh minat pada perusahaan tersebut maka harga saham perusahaan akan naik. Jika harga pasar saham perusahaan naik maka manajer akan memilih untuk menerbitkan saham baru untuk keputusan pendanaan maupun investasinya (Joni dan Lina 2010).

Menurut Joni dan Lina (2010), dividen tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan pembagian dividen akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan menimbulkan ekspektasi

positif dari pasar, sehingga memudahkan perusahaan untuk menerbitkan sekuritas modal dan menurunkan hutang seperti yang diungkapkan Paramu (2006) dalam Joni dan Lina (2010).

Penelitian Rahayu dan Faisal (2005) juga menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh dividen terhadap struktur modal. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Siregar (2005) dalam Joni dan Lina (2010) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh dividen terhadap struktur modal. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₈ Terdapat pengaruh dividen terhadap struktur modal.

Investasi dan Struktur Modal

Perusahaan yang ingin berkembang atau melakukan ekspansi memerlukan dana untuk berinvestasi diberbagai hal, biasanya pada aktiva tetap atau penempatan pada perusahaan lain. Semakin besar investasi yang dilakukan oleh sebuah perusahaan maka semakin besar kebutuhan akan pendanaan dimana biasanya akan dilakukan melalui berhutang seperti yang diungkapkan Ramlall (2009).

Menurut Margaretha dan Ramadhan (2010), investasi tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Selain itu penelitian yang dilakukan Eldomiaty dan Azim (2008) dalam Margaretha dan Ramadhan (2010) menemukan bahwa hasil yang tidak signifikan terjadi pada variabel investasi. Penelitian yang dilakukan Ramlall (2009) menemukan bahwa terdapat hasil yang negatif yang artinya tidak terdapat pengaruh investasi terhadap struktur modal. Namun menariknya penelitian oleh Ramlall (2009) menemukan hasil yang positif untuk *leases* dan hasil yang negatif untuk pinjaman (*loan*). Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₉ Terdapat pengaruh investasi terhadap struktur modal.

Kepemilikan Institusional dan Struktur Modal

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan institusi diluar perusahaan yang menamakan modal pada sebuah perusahaan. Para pemegang saham tersebut berasal dari luar perusahaan dimana dana dari pemegang saham tersebut digunakan untuk mendanai investasi perusahaan. Bagi perusahaan, semakin tinggi kepemilikan institusional sebuah perusahaan maka semakin tinggi pula kontrol yang terjadi dari pihak luar perusahaan. Kontrol atau pengawasan yang dimiliki pihak luar atau eksternal dapat mempengaruhi pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajer sehubungan dengan struktur modal perusahaan dalam hal keputusan investasi. Menurut Widjaja dan Kasenda (2008), tingkat kepemilikan institusional yang tinggi dan efektif dalam sebuah perusahaan dapat mengambil alih peranan hutang sebagai alat kontrol manajemen yang dapat mengurangi penggunaan hutang.

Menurut Rahayu dan Faisal (2005), kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan dimana pemegang saham institusional yang tinggi mungkin merupakan pengambil keputusan yang pasif yang bersekongkol dengan pemegang saham yang terpecah-pecah. Tetapi hasil penelitian yang dilakukan oleh Widjaja dan Kasenda (2008) menunjukkan adanya pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap struktur modal. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Ha₁ Terdapat pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal.

METODA PENELITIAN

Pemilihan Sampel

Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dalam mengambil sampel untuk diobservasi. Berikut ini merupakan hasil dari proses pemilihan sampel:

Tabel 1. Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah Sampel Perusahaan	Jumlah Data
Perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI sejak 1 Januari 2008 sampai dengan 31 Desember 2010	299	897
Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan yang berakhir pada tanggal 31 Desember	(3)	(9)
Perusahaan yang tidak menyajikan laporan keuangan dalam mata uang Rupiah	(17)	(51)
Perusahaan yang tidak melaporkan laba secara konsisten dari tahun 2008-2010	(86)	(258)
Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan institusional secara konsisten dari tahun 2008-2010	(0)	(0)
Perusahaan yang tidak memiliki hutang jangka panjang secara konsisten dari tahun 2008-2010	(74)	(222)
Perusahaan yang tidak membagikan dividen secara konsisten dari tahun 2008-2010	(72)	(216)
Perusahaan yang melakukan <i>share split</i> selama tahun 2008-2010	(7)	(21)
Total Perusahaan dan Data	40	120
Data Penelitian		120

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Struktur Modal (DR) merupakan komponen pendanaan yang digunakan perusahaan untuk mendanai investasi-investasi perusahaan dan komponennya terdiri dari hutang jangka panjang dan ekuitas. Struktur modal merupakan perbandingan antara hutang jangka panjang (*long term debt*) dengan total aktiva untuk mengetahui seberapa besar aktiva perusahaan yang didanai oleh hutang jangka panjang perusahaan. Struktur modal diukur dengan skala rasio yang menggunakan rumus:

$$DR = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Total Aktiva}}$$

Profitabilitas (ROA) adalah suatu ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam suatu periode tertentu dengan memaksimalkan penggunaan aktiva yang dimiliki perusahaan melalui investasi. Profitabilitas

diukur dengan skala rasio yang menggunakan rumus:

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Aktiva}}$$

Tingkat Likuiditas (CR) adalah kemampuan yang dimiliki perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancar yang dimilikinya. Tingkat likuiditas diukur dengan skala rasio yang menggunakan rumus:

$$CR = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

Ukuran Perusahaan (SIZE) adalah suatu ukuran atau besarnya sebuah perusahaan yang dapat dilihat dengan besarnya aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Ukuran perusahaan diukur dengan skala rasio yang menggunakan rumus:

$$SIZE = \ln(\text{Total Aktiva})$$

Risiko Bisnis (RISK) merupakan ketidakpastian aliran pendapatan yang disebabkan oleh sifat alami dari bisnis yang dijalankan oleh sebuah perusahaan dan investor akan cenderung meminta *return* yang lebih tinggi berdasarkan ketidakpastian yang mendasari suatu bisnis tersebut (Reilly dan Brown 2012). Risiko bisnis dapat dihitung dengan standar deviasi dari harga saham secara bulanan selama satu tahun. Risiko bisnis diukur dengan skala rasio yang menggunakan rumus:

$$\text{RISK} = \text{STD Return Saham}$$

Return saham dapat dihitung dengan cara:

$$\text{Return} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Kesempatan Pertumbuhan (GROWTH) adalah kesempatan yang dimiliki oleh perusahaan dalam mengembangkan dirinya dalam pasar (Seftianne dan Handayani 2011). Kesempatan pertumbuhan diukur dengan skala rasio yang menggunakan rumus:

$$\text{GROWTH} = \frac{\text{Harga saham per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

Nilai buku per lembar saham dapat dihitung dengan cara:

Nilai buku per lembar saham =

$$\frac{\text{Total ekuitas pemegang saham biasa}}{\text{Total lembar saham biasa yang beredar}}$$

Kepemilikan Manajerial (MSO) merupakan sejumlah manajemen yang memiliki saham perusahaan dan secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan di dalam perusahaan. Variabel ini menggunakan pengukuran *dummy* variabel dimana 1 untuk perusahaan yang terdapat kepemilikan saham manajerial dan 0 untuk perusahaan yang tidak terdapat kepemilikan saham manajerial.

Struktur Aktiva (SA) menggambarkan sebagian aset yang dimiliki perusahaan yang dapat dijadikan aset kolateral (jaminan) untuk mendapatkan pendanaan eksternal. Struktur aktiva diukur dengan skala rasio yang menggunakan rumus:

$$\text{SA} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Dividen (DPR) merupakan bagian dari laba yang diperoleh perusahaan dan dibagikan kepada pemegang saham (Joni dan Lina 2010). Dividen diukur dengan skala rasio yang menggunakan rumus:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Cash Dividend}}{\text{Net Income}}$$

Investasi (INVST) merupakan dasar yang mempengaruhi pengambilan keputusan mengenai pendanaan untuk melakukan investasi yang dapat memberikan peluang yang menguntungkan bagi perusahaan (Margaretha dan Ramadhan 2010). Investasi diukur dengan skala rasio yang menggunakan rumus:

$$\text{INVST} = \frac{\text{Purchase of Equipment}}{\text{Total Aktiva}}$$

Kepemilikan Institusional (ISO) merupakan besarnya prosentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham institusi yang dapat mempengaruhi keputusan yang diambil oleh perusahaan. Kepemilikan institusional diukur dengan skala rasio yang menggunakan rumus:

$$\text{ISO} = \frac{\text{Saham yang dimiliki oleh pemegang saham institusi}}{\text{Saham yang beredar dimasyarakat}}$$

HASIL PENELITIAN

Statistik deskriptif untuk mengetahui gambaran data yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini:

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
ROA	120	0,0074147	0,3128570	0,091320253	0,0653945859
CR	120	0,5155211	7,6134305	2,111425813	1,3854846550
SIZE	120	24,8502040	32,3571430	28,814522233	1,6458906909
RISK	120	0,0560617	0,6643098	0,167285241	0,0917054871
GROWTH	120	0,0617858	12,0790920	1,804347390	1,8380808724
MSO	120	0	1	0,52	0,502
SA	120	0,0005449	0,8249244	0,325065044	0,2119536593
DPR	120	0,0366867	1,3130636	0,394023947	0,2273713671
INVST	120	0,0005598	0,2349728	0,032692291	0,0353230077
ISO	120	0,2709613	0,9817860	0,705288851	0,1803185473
DR	120	0,0000861	0,4258642	0,131310199	0,1181463563

Kepemilikan manajerial memiliki nilai terendah sebesar 0 dengan data sebanyak 58 data dan nilai tertinggi sebesar 1 dengan data sebanyak 62 data.

Hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel 3 berikut ini:

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	B	t	Sig.
ROA	-0,874	-4,938	0,000
CR	-0,008	-1,083	0,281
SIZE	0,020	3,214	0,002
RISK	0,322	3,129	0,002
GROWTH	0,002	0,257	0,798
MSO	-0,049	-2,513	0,013
SA	0,163	3,552	0,001
DPR	0,022	0,559	0,577
INVST	-0,016	-0,065	0,949
ISO	0,023	0,463	0,644

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pada tabel 3 di atas maka dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 dimana berada dibawah nilai α sebesar 0,05 yang berarti variabel profitabilitas memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal ini berarti H_{a1} terdukung. Profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Jika profitabilitas naik 1 satuan dan variabel independen lainnya konstan, maka struktur modal akan menurun sebesar 0,874. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan lebih banyak memiliki

dana internal (*net income*) sehingga perusahaan akan lebih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu daripada menggunakan hutang maupun penerbitan saham baru untuk kebutuhan pendanaan perusahaan. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory*.

Sementara itu, variabel tingkat likuiditas memiliki nilai signifikansi sebesar 0,281 dimana berada diatas nilai α sebesar 0,05 yang berarti bahwa variabel tingkat likuiditas tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal ini berarti H_{a2} tidak terdukung.

Hasil uji t pada tabel di atas juga menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,002 dimana berada dibawah nilai *alpha* sebesar 0,05 yang berarti variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal ini berarti H_{a3} terdukung. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Jika ukuran perusahaan naik 1 satuan dan variabel independen lainnya konstan, maka struktur modal akan meningkat sebesar 0,020. Hal ini berarti perusahaan besar atau semakin besar ukuran perusahaan maka akan mempengaruhi keputusan pendanaan dimana perusahaan besar akan cenderung lebih mudah untuk mendapatkan pendanaan eksternal baik berupa hutang maupun berupa penerbitan saham karena biasa perusahaan besar memiliki jaminan aset yang lebih besar sehingga mudah untuk mendapatkan pendanaan eksternal.

Hasil uji t di atas juga menemukan bahwa variabel risiko bisnis memiliki nilai signifikansi sebesar 0,002 dimana berada dibawah nilai *alpha* sebesar 0,05 yang berarti variabel risiko bisnis memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal ini berarti H_{a4} terdukung. Risiko bisnis memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Jika risiko bisnis perusahaan naik 1 satuan dan variabel independen lainnya konstan, maka struktur modal akan meningkat sebesar 0,322. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan cenderung menggunakan pendanaan eksternal baik berupa hutang maupun dengan penerbitan saham. Hal ini dikarenakan para investor beranggapan bahwa perusahaan yang berisiko tinggi akan memberikan *return* yang tinggi juga.

Hasil uji t pada tabel di atas dapat terlihat bahwa variabel kesempatan pertumbuhan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,798 dimana berada diatas nilai *alpha* sebesar 0,05 yang berarti variabel kesempatan pertumbuhan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal ini berarti H_{a5} tidak terdukung.

Hasil uji t pada tabel di atas menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial

memiliki nilai signifikansi sebesar 0,013 dimana berada dibawah nilai *alpha* sebesar 0,05 yang berarti variabel kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal ini berarti H_{a6} terdukung. Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Jika kepemilikan manajerial naik 1 satuan dan variabel independen lainnya konstan, maka struktur modal akan menurun sebesar 0,049. Hal ini dikarenakan dengan adanya pemegang saham yang menjadi dewan direksi atau manajer yang memiliki saham perusahaan maka akan memperketat pengawasan terhadap perilaku manajer dalam mengambil keputusan pendanaan sehingga perusahaan akan lebih sedikit menggunakan pendanaan eksternal dengan menggunakan hutang dan manajer akan lebih berhati-hati dalam memutuskan pendanaan.

Hasil uji t pada tabel di atas juga menunjukkan bahwa variabel struktur aktiva memiliki nilai signifikansi sebesar 0,001 dimana berada dibawah nilai *alpha* sebesar 0,05 yang berarti variabel struktur modal memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal ini berarti H_{a7} terdukung. Struktur aktiva memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Jika struktur aktiva naik 1 satuan dan variabel independen lainnya konstan, maka struktur modal akan meningkat sebesar 0,163. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki aktiva yang lebih banyak akan lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan. Hal lainnya dapat dikarenakan penggunaan pendanaan internal maupun eksternal dapat meningkatkan aktiva perusahaan untuk menjalankan kegiatan operasionalnya.

Sementara itu, variabel dividen memiliki nilai signifikansi sebesar 0,577 dimana berada diatas nilai *alpha* sebesar 0,05 yang berarti variabel dividen tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal ini berarti H_{a8} tidak terdukung.

Hasil uji t juga memperlihatkan bahwa variabel investasi memiliki nilai signifikansi sebesar 0,949 dimana berada diatas nilai *alpha* sebesar 0,05 yang berarti variabel investasi

tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal ini berarti H_{a9} tidak terdukung.

Hasil uji t pada tabel diatas juga menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki nilai signifikansi sebesar 0,644 dimana berada dibawah nilai α sebesar 0,05 yang berarti variabel kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hal ini berarti H_{a10} tidak terdukung.

PENUTUP

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, maka penelitian ini dapat menyimpulkan bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, kepemilikan manajerial dan struktur aktiva memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Tingkat likuiditas, kesempatan pertumbuhan, dividen, investasi dan kepemilikan institusional tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Keterbatasan penelitian ini adalah obyek penelitian menggunakan perusahaan non keuangan dengan jumlah perusahaan yang diobservasi hanya empat puluh perusahaan dimana

belum menggambarkan seluruh perusahaan non keuangan yang ada dan tidak menggunakan perusahaan keuangan. Periode penelitian ini juga relatif pendek dimana penelitian-penelitian lainnya menggunakan periode penelitian yang relatif lebih panjang. Penelitian ini hanya menggunakan 10 variabel independen sedangkan masih banyak faktor-faktor lainnya yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan sehingga penelitian ini belum mencakup keseluruhan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal.

Rekomendasi yang diberikan untuk mengatasi keterbatasan dalam penelitian ini dan untuk penelitian selanjutnya adalah memperluas populasi penelitian dan menambah perusahaan yang akan diobservasi dalam penelitian agar menggambarkan keseluruhan perusahaan, memperpanjang periode penelitian misalnya 5 tahun sehingga menggambarkan kondisi perusahaan yang sebenarnya dan menambah variabel independen lainnya yang diharapkan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan seperti penambahan variabel *free cash flow*, *non debt tax shield*, dan pertumbuhan penjualan.

REFERENSI:

- Anderson, David R., Dennis J. Sweeney., dan Thomas A. William. 2011. *Statistics for Business and Economics*. 11th International Edition. China: South-Western Cengage Learning.
- Bangun, Nurainun dan Vivi Surianty. 2008. Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (studi empiris terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ). *Jurnal Akuntansi*. Tahun XII, No. 1, Hlm. 35-47.
- Febriyani, Nina dan Ceacilia Srimindarti. 2010. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan-perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2008. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Vol. 2, No. 2, Hlm. 138-159.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, Lawrence J., dan Chad J. Zutter. 2012. *Principles of Managerial Finance 13th Edition*. New York: Pierson Prentice Hall.
- Harjanti, Theresia Tri dan Eduardus Tandelilin. 2007. Pengaruh *firm size*, *tangible assets*, *growth opportunity*, *profitability*, dan *business risk* pada struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia: studi kasus di BEI. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vo. 1, No. 1, Hlm. 1-10.
- Indrawati, Titik 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.
- Joni dan Lina. 2010. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12, No. 2, Hlm 81-96.

- Khan, Zeba Shariff. 2010. Determinants of capital structure: case of listed paint manufacturing companies. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. Vol. 2 No. 6 Hlm. 253-271.
- Margaretha, Farah dan Aditya Rizky Ramadhan. 2010. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12, No. 2, Hlm. 119-130.
- Margaretha, Farah dan Lina Sari. 2005. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan multinasional di Indonesia. *Media Riset Bisnis & Manajemen*. Vol. 5, No. 2, Hlm. 230-252.
- Nanok, Yanuar. 2008. Capital structure determinant di Indonesia. *Akuntabilitas*, Maret. Vol. 7, No. 2, Hlm. 122-127.
- Nasruddin, Drs., MM. 2004. Faktor-faktor yang menentukan keputusan struktur modal: studi empirik pada perusahaan industri farmasi di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*. Vol. 5, No. 1, Hlm. 62.
- Nurrohm KP, Hasa. 2008. Pengaruh profitabilitas, *fixed asset ratio*, kontrol kepemilikan dan struktur aktiva terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia. *Majalah Sinergi*. Vol. 10, No. 1, Hlm. 11-118.
- Prabansari, Yuke, dan Hadri Kusuma. 2005. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Jakarta. *Majalah Sinergi*, edisi khusus finance. Hlm. 1-15.
- Rahayu, Dyah Sih dan Faisal. 2005. Pengaruh kepemilikan saham manajerial dan institusional pada struktur modal perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 7, No. 2, Hlm. 190-203.
- Ramlall, Indranarain. 2009. Determinants of capital structure among non-quoted Mauritanian firms under specificity of leverage: Looking for a modified pecking order theory. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 31: 83-92.
- Reilly, Frank K. dan Keith C. Brown. 2012. *Analysis of Investments and Management of Portfolios*. 11th International Edition. Canada: South-Western Cengage Learning.
- Ruslim, Herman. 2010. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal: analisis empiris terhadap saham LQ-45. *Jurnal Akuntansi*. Tahun XIV, No. 03, Hlm. 301-316.
- Saidi. 2004. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur *go public* di BEJ. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol.1, No. 11, Hlm. 44-58.
- Santoso, Singgih. 2002. *BukuLatihan SPSS Statistik Multivariate*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Santoso, Singgih. 2012. *Aplikasi SPSS pada Statistik Parametrik*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Seftianne dan Ratih Handayani. 2011. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan publik sektor manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol 13, No. 1, Hlm. 39-56.
- Setiawan, Rahmat. 2006. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dalam perspektif *pecking order theory* studi pada industri makanan dan minuman di BEJ. *Majalah Ekonomi*. Tahun XVI, No. 3, Hlm. 318-331.
- Sheikh, Nadeem Ahmed dan Zhongjun Wang. 2011. Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*. Vol. 37 No. 2 Hlm. 117-133.
- Supriyanto, Eko dan Falikhatun. 2008. Pengaruh *tangibility*, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan terhadap struktur keuangan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 10, No. 1, Hlm. 13-22.
- Weygandt, Jerry J., Paul D. Kimmeldan Donald E. Kieso. 2010. *Financial Accounting*. IFRS Edition. Wiley International Edition.
- Widjaja, Indra dan Faris Kasenda. 2008. Pengaruh kepemilikan institusional, aktiva berwujud, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap struktur modal pada perusahaan dalam industri barang konsumsi di BEI. *Jurnal Manajemen*. Tahun XII, No. 02, Hlm. 139-150.