

Variabel Anteseden dari Struktur Modal: Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)

Enni Savitri

Fakultas Ekonomi Universitas Riau

Ubud Salim, Armanu, Djumahir

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang

Abstract: *This research aims at measuring and analyzing the effects of profitability, company measurement, development opportunity, asset structure, non-debt tax shield, and the dynamic, unique environment of a company toward its capital structure and the effects of capital structure on the value of manufacturing companies at Indonesia Stock Exchange. It is expected that the research findings can contribute to the development of the study on financial management, especially on capital structure. By applying an approach of religiosity integrating the antecedent variables of capital structure for the favor of the company owner is considered advantageous for scientists and practitioners of the field. The research population was the 106 manufacturing companies which were registered at the Indonesia stock Exchange from 2005 to 2009. To collect the data, census or saturation sampling was used. Then, as a quantitative study, path analysis was conducted to analyze the data. The research on those companies has revealed these findings. (1) Increasing profitability can reduce the capital structure. (2) Increasing the size of a company can increase its capital structure. (3) Improving the development of a company does not improve its capital structure. (4) Increasing the asset structure does not increase the capital structure. (5) Increasing non-debt tax shield does not reduce the capital structure. (6) Increasing uniqueness of a company does reduce the capital structure. (7) Increasing the environment dynamics does reduce the capital structure. (8) Reducing the capital structure does not affect the value of the company.*

Keywords: *environment dynamics, capital structure, company value*

Abstrak: *Penelitian ini bertujuan untuk mengukur dan menganalisa efek dari profitabilitas, ukuran perusahaan, pengembangan kesempatan, struktur aktiva, utang non-tax shield, dan lingkungan, dinamis unik dari sebuah perusahaan terhadap struktur modal dan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Diharapkan temuan penelitian dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan studi tentang manajemen keuangan, terutama pada struktur modal. Dengan menerapkan pendekatan religius dengan menggabungkan variabel anteseden dari struktur modal untuk mendukung pemilik perusahaan yang dianggap menguntungkan bagi para peneliti dan praktisi. Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur yang 106 terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2005-2009. dalam pengumpulan data, metode sensus atau saturasi sampling digunakan. Analisis jalur ini dilakukan untuk menganalisis data pada penelitian kuantitatif ini. Penelitian ini menghasilkan temuan: (1) meningkatnya profitabilitas dapat mengurangi struktur modal. (2) Meningkatnya ukuran perusahaan dapat meningkatkan struktur modal. (3) Meningkatnya pertumbuhan perusahaan tidak memperbaiki struktur modalnya. (4) Meningkatkan struktur asset tidak meningkatkan struktur modal. (5) Meningkatnya perlindungan pajak non-utang tidak berpengaruh pada penurunan struktur modal (6) Meningkatnya keunikan perusahaan*

Alamat Korespondensi:

Enni Savitri, Fakultas Ekonomi Universitas Riau

dapat berpengaruh pada penurunan struktur modal. (7) Meningkatnya dinamika lingkungan berpengaruh pada penurunan struktur modal. (8) Menurunnya struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Kata kunci: dinamika lingkungan, struktur modal, nilai perusahaan

Krisis moneter di Indonesia pada tahun 1999, yang dipicu oleh terdepresiasi rupiah terhadap dollar berpengaruh besar terhadap aktivitas dunia usaha, khususnya sektor manufaktur. Perubahan-perubahan yang terjadi dalam lingkungan ekonomi, politik dan keuangan sangat cepat terjadi setelah krisis ekonomi yang melanda dunia, yang pada akhirnya akan mempunyai dampak terhadap praktik keuangan.

Secara keseluruhan lingkungan perusahaan selalu cepat berubah secara drastis. Hal ini telah mempengaruhi seluruh aspek perencanaan strategis pada semua jenis organisasi terutama pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Karena pasar keuangan sangat peka dan responsif terhadap pergolakan dalam lingkungan ekonomi dan pengambilan keputusan keuangan telah menjadi semakin menantang.

Pendanaan dengan hutang, mempunyai kerugian dan keuntungan yaitu hutang akan memberikan peluang untuk pengembangan bisnis yang cepat tanpa harus memiliki modal sendiri (ekuitas) yang cukup

untuk pendanaan pengembangan usahanya, dan adanya keuntungan pajak (*tax deductible*) penggunaan hutang justru menjadi beban yang menyulitkan posisi keuangan perusahaan yang disebabkan oleh kewajiban untuk membayar cicilan hutang beserta bunganya. Kemungkinan yang paling buruk dari kesalahan pengambilan keputusan dalam pendanaan dengan hutang yaitu terjadinya kebangkrutan.

Pada Tabel 1 tampak bahwa besarnya struktur modal yang dicerminkan dari *debt to equity ratio* mengalami fluktuasi yang cukup bervariasi dari masing-masing perusahaan yang diambil sampel, hal ini menunjukkan struktur modal perusahaan manufaktur masih didominasi oleh hutang dibandingkan dengan modal sendiri. Keadaan tersebut juga dapat menunjukkan bahwa kebijakan pemerintah untuk memperbaiki kondisi pasar modal di Indonesia dan mempermudah perusahaan dalam menerbitkan saham sebagai alternatif sumber pendanaan masih belum maksimal, sehingga perusahaan memilih alternatif pendanaan dari hutang.

Tabel 1. Ratio Debt to Equity beberapa Perusahaan Industri Tahun 2005–2009

		<i>Debt to Equity Ratio (%)</i>				
		2005	2006	2007	2008	2009
1	Indofood Sukses Makmur Tbk	2,33	2,10	2,62	3,08	2,45
2	Gudang Garam Tbk	0,69	0,65	0,69	0,55	0,48
4	Indorama Syntetics Tbk	1,38	1,51	1,62	1,50	1,14
5	Barito Pacific Timber Tbk	1,17	0,64	0,57	1,22	1,17
6	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	1,57	1,84	1,82	1,78	1,47
7	AKR Corporindo Tbk	0,86	1,09	1,57	1,81	2,20
8	Resource Alam Indonesia Tbk	0,72	0,84	1,09	0,82	0,81
9	Trias Sentosa Tbk	1,20	1,07	1,18	1,08	0,68
10	Indocement Tunggal Prakarsa	0,87	0,59	0,44	0,33	0,24
11	Citra Tubindo Tbk	0,70	1,13	0,87	1,06	0,85
12	Kedawung Setia Industrial Tbk	3,85	1,82	1,44	1,13	1,31
13	Arwana Citramulia Tbk.	1,10	1,50	1,68	1,58	1,38
14	Sucaco Tbk	1,51	1,15	2,67	2,15	1,77
15	Multipolar Corporation Tbk	2,39	3,63	3,65	5,35	5,31
16	Astra International Tbk	1,81	1,41	1,17	1,21	1,00
17	Modern Internasional Tbk.	5,98	1,85	1,89	1,49	1,35
18	Kalbe Farma Tbk	0,78	0,36	0,33	0,38	0,39
19	Unilever Indonesia Tbk	0,76	0,95	0,98	1,10	1,02

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 2005–2009

Kecendrungan perusahaan yang makin banyak menggunakan hutang, tanpa disadari secara berangsur-angsur, akan menimbulkan kewajiban yang makin berat bagi perusahaan saat harus melunasi (membayar kembali) hutang tersebut. Tidak jarang perusahaan-perusahaan yang akhirnya tidak mampu memenuhi kewajiban tersebut, dan bahkan dinyatakan pailit. Hingga saat ini belum ada formula yang tepat untuk menentukan jumlah optimal dari hutang dan ekuitas dalam struktur modal Stutz (1997).

Menurut Weston dan Brigham (1993:299), meningkatnya hutang akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh perusahaan, sebab kenaikan beban hutang akan memaksa perusahaan untuk mempertahankan tingkat keuntungan sebelum bunga dan pajak yang lebih besar. Perusahaan yang mempunyai hutang lebih besar akan menanggung risiko yang lebih besar, akan tetapi jika kondisi ekonomi baik akan merupakan kesempatan bagi perusahaan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar. Oleh karena itu perusahaan perlu menyeimbangkan pendanaan yang berasal dari pinjaman dan modal sendiri, karena kedua sumber tersebut akan menggambarkan struktur modal perusahaan.

Sampai seberapa besar jumlah kebutuhan modal untuk mendukung aktivitas perusahaan adalah merupakan suatu usaha untuk membagi kebutuhan modal tersebut ke dalam bentuk hutang dan modal sendiri (ekuitas) akan memaksimumkan nilai perusahaan (Barclay & Smith Jr). Pencarian batas optimal merupakan perwujudan dari usaha penetapan struktur modal yang tepat terus dilakukan, salah satu usaha yang dilakukan agar perusahaan dapat terus menerus melakukan penyesuaian terhadap kondisi keuangan perusahaan.

Kesalahan dalam menentukan struktur modal akan mempunyai dampak yang luas terutama apabila perusahaan terlalu besar dalam menggunakan hutang maka beban tetap yang harus ditanggung perusahaan akan semakin besar pula. Hal itu juga berarti akan meningkatkan risiko finansial, yaitu risiko saat perusahaan tidak membayar beban bunga atau angsuran-angsuran hutangnya.

Lingkungan adalah salah satu faktor terpenting untuk menunjang keberhasilan perusahaan dalam persaingan (Nisjar dan Winardi,). Lingkungan bisnis mengalami perubahan yang relatif lebih cepat dan

semakin tidak pasti. Bagi suatu perusahaan, situasi tersebut tidak untuk dihindari melainkan untuk diadaptasi, alasannya, serangkaian faktor dalam lingkungan bisnis tidak hanya merupakan peluang bagi perusahaan akan tetapi juga merupakan ancaman bagi perusahaan.

Pada prinsipnya lingkungan dinamis sama seperti lingkungan kecepatan tinggi. Lingkungan kecepatan tinggi adalah kondisi ketika ada perubahan yang cepat dan tidak kontinu dalam permintaan pasar, pesaing, teknologi dan regulasi sedemikian rupa sehingga informasi seringkali tidak akurat, atau tidak tersedia (Bourgeois dan Eisenhardt),.

Penelitian Deesomsak, *et al.* (2000), Chen (2000), Pandey (2001), Nagano (2003), Droberz & Wolfgang (2004), Delcours (2006), dan Huang (2006). menyatakan profitabilitas dapat menaikkan struktur modal dan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan penelitian, Titman (1988), Jorgensen & Terra (1992), Ratnawati (2001), Zou & Xiou (2006), menyatakan bahwa profitabilitas dapat menurunkan struktur modal perusahaan dan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Dari sini tampak adanya ketidakkonsistenan hasil antara profitabilitas dengan struktur modal perusahaan pada beberapa penelitian terdahulu.

Ukuran perusahaan dapat menurunkan struktur modal perusahaan dan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan, pada penelitian Chen (2000). Sedangkan pada penelitian Titman (1988), Ratnawati (2001), Deesomsak (2004), Delcours (2006), Huang (2006), dan Zou & xiou (2006), mengatakan bahwa ukuran perusahaan dapat meningkatkan struktur modal perusahaan dan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini sesuai dengan *signalling theory* yang menyatakan dengan ukuran perusahaan yang besar dapat memberikan sinyal kepada investor dan kreditor bahwa perusahaan tersebut baik. Adanya ketidakkonsistenan hasil antara ukuran perusahaan dan struktur modal perusahaan.

Selanjutnya Arvin (2000), dan Huang (2006), menyatakan pertumbuhan dapat menurunkan struktur modal perusahaan dan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan penelitian Chen (2000), Hung (2006), Pandey (2001), Ratnawati (2001), Droberz dan Wolfgang (2004) menunjukkan pertumbuhan dapat meningkatkan struktur modal

perusahaan dan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang besar menunjukkan aset yang dimiliki perusahaan dan dapat menarik minat investor dan kreditor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Adanya ketidak-konsistenan hasil antara pertumbuhan dan struktur modal perusahaan.

Salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah struktur aktiva. Chen (2000), Hung (2005), Arvin (2000), dan Delcours (2006), menunjukkan hubungan positif antara struktur aktiva dan nilai perusahaan. Semakin besar perusahaan akan memberikan signal yang baik bagi penanam modal untuk berinvestasi karena banyaknya aktiva yang dapat dijadikan sebagai jaminan hutang perusahaan (*signalling theory*). Pandey (2001), Bathala (1994), Zou dan Xiu (2006) menunjukkan adanya hubungan negatif antara struktur aktiva dan struktur modal perusahaan. Nagano (2003) menunjukkan tidak terdapatnya hubungan antara struktur aktiva dan struktur modal perusahaan. Dari uraian diatas terdapat ketidak-konsistenan hasil atas hubungan antara struktur aktiva dan struktur modal perusahaan.

Chen (2003), Arvin (2000), Hung (2005), Delcours (2006), dan Huang (2006), menyatakan bahwa *non debt tax shield* mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal, *non debt tax shield* dapat menurunkan struktur modal perusahaan, sedangkan Delcours (2006), dan Bathala *et al* (1994), menyatakan bahwa *non debt tax shield* mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal, sementara itu Ratnawati (2001) menyatakan bahwa *non debt tax shield* tidak mempengaruhi struktur modal. Sejumlah penelitian yang ada menunjukkan adanya ketidak-konsistenan hasil antara *non debt tax shield* dan struktur modal perusahaan.

Titman (1988), Jorgensen & Terra (1992), dan Arvin (2000), menyatakan keunikan perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan struktur modal. Keunikan perusahaan dapat menurunkan struktur modal perusahaan, sedangkan Ratnawati (2001), menyatakan keunikan dapat meningkatkan struktur modal. Keunikan perusahaan mempunyai hubungan positif dengan struktur modal perusahaan. Adanya ketidak-konsistenan hasil antara keunikan dengan struktur modal perusahaan.

Hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan adalah negatif. Struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan Wolfgang (2006), menyatakan sedangkan pada penelitian Ratnawati ditemukan hubungan negatif struktur modal dan nilai perusahaan. Adanya ketidak-konsistenan hasil antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Menurut *Trade-off theory* semakin bertambahnya hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi apabila hutang ditambah terus akan menurunkan nilai perusahaan karena ketidakmampuan perusahaan membayar bunga hutang dan meningkatkan potensi kebangkrutan (*cost of financial distress*).

Ketidakpastian lingkungan (dinamika lingkungan) dapat mempengaruhi struktur modal. Ini sesuai dengan teori kontingensi (*Contingency theory*), yang menyatakan bahwa keselarasan antara strategi dan lingkungan eksternal, menentukan kelangsungan hidup dan kinerja perusahaan (Child, 1997; Lee dan Miller, 1996; Lumpkin dan Dess, 1996; Luo, 1999, Yeoh dan Jeong, 1995). Pada Roy Simerly (2000) menyatakan adanya hubungan dinamika lingkungan terhadap kinerja perusahaan, belum banyak penelitian mengenai hubungan antara dinamika lingkungan dengan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia, sehingga penulis tertarik melakukan penelitian dengan memasukkan variabel dinamika lingkungan terhadap struktur modal perusahaan sektor manufaktur di Indonesia.

Dari uraian di atas penulis tertarik menguji kembali ketidak-konsistenan hasil antara variabel-variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur modal, *non debt tax shield*, keunikan dan memasukkan variabel dinamika lingkungan berupa ketidak-pastian lingkungan industri perusahaan, yang dilihat dari penyimpangan penjualan yang tinggi dan menjadi bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam menggunakan pendanaan hutang jangka panjang dengan memperhatikan keadaan perusahaan berada pada lingkungan yang stabil atau berada pada lingkungan dinamis. sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan sektor manufaktur di Indonesia. Dengan memperhatikan tiga hal penting dalam pengelolaan keuangan perusahaan yaitu kemampuan (kemampuan memperoleh laba), likuiditas (kemampuan membayar kewajiban jatuh

tempo) dan solvabilitas (kemampuan membayar seluruh kewajiban perusahaan atau modal lebih besar daripada hutang), maka penulis tertarik untuk meneliti variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva, *non debt tax shield*, keunikan dan dinamika lingkungan dengan mengkaji dari laporan keuangan perusahaan.

Chen (2000) terhadap perusahaan-perusahaan di Cina. Bukti empiris yang diperoleh dari penelitian Chen ini bahwa koefisien-koefisien *profitability* dan *growth opportunity* adalah signifikan dalam menjelaskan variasi dari *leverage*. Koefisien-koefisien *profitability*, *growth opportunity*, *tangibility*, dan *size* adalah signifikan dalam menentukan besar kecilnya *leverage* jangka panjang. perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam (*internal financing*) dibandingkan dengan pendanaan yang berasal dari luar (*external financing*).

Hasil Chen (2000) didukung oleh penelitian Deesomsak, *et al.* (2004), yang meneliti determinan-determinan struktur modal pada perusahaan-perusahaan yang beroperasi di kawasan Asia Pasifik. Keputusan struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh lingkungan di mana mereka beroperasi sebagaimana faktor-faktor khusus perusahaan yang diidentifikasi dalam literatur yang lebih luas. Krisis keuangan tahun 1997 juga ditemukan telah mempunyai suatu dampak yang signifikan tetapi berbeda pada keputusan struktur modal perusahaan di seluruh kawasan tersebut.

Hung, *et al* (2005) mengindikasikan bahwa aktiva-aktiva tetap, kesernpatan pertumbuhan, dan pengaruh gabungan dari kedua variabel ini merupakan determinan-determinan hutang jangka panjang yang signifikan dari industri penginapan. Analisis pengaruh gabungan juga menyatakan bahwa aktiva-aktiva tetap dan peluang pertumbuhan mempengaruhi hubungan satu sama lain dengan penggunaan hutang jangka panjang. Rasio hutang jangka panjang (hutang jangka panjang/total *asset*) digunakan sebagai variabel terikat untuk mengukur perilaku *leverage* ini.

Arvin Ghosh, Francis Cai, dan Wenhui Li (2000), menguji variabel-variabel yang menjadi determinan struktur modal perusahaan Amerika Serikat. Hasilnya menunjukkan bahwa variabel *fixed asset to total assets* (struktur aktiva) berpengaruh positif dan signifikan pada dua periode analisis. Variabel

pertumbuhan perusahaan (*growth of assets*) dan pengeluaran untuk R & D (*R & D expenditure*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Pandey (2001) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan di Malaysia. Ada enam variabel bebas yang diuji pengaruhnya terhadap struktur modal, yaitu *growth*, *investment opportunities*, *profitabilitas*, risiko bisnis, *size*, dan *tangibility*. Hasilnya menunjukkan *growth* dan *size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, sementara *profitabilitas*, risiko bisnis dan *tangibility* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan *Investment opportunities* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Delcours (2006) menguji faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal di empat negara Eropa tengah dari Timur yang mengalami transisi ekonomi dari ekonomi terpusat ke ekonomi pasar, yaitu Republik Czech, Polandia, Rusia, dan Republik Slovak. Studi ini meneliti determinan-determinan struktur modal mendukung teori struktur modal tradisional yang dikembangkan untuk memperjelas perekonomian Barat. Bukti empirisnya menunjukkan bahwa beberapa teori struktur modal tradisional mudah dipindahkan kepada perusahaan-perusahaan dalam negara-negara Eropa Timur. Faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan *leverage* perusahaan adalah perbedaan-perbedaan dan keterpaksaan *financial system* perbankan, disparitas dalam sistem-sistem legal yang mengatur operasionalisasi perusahaan, para pemegang saham, dan proteksi hak-hak para pemegang obligasi, kecanggihan *equity* dan pasar obligasi, dan perusahaan pemerintah.

Huang, *et al.* (2006) menguji faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan-perusahaan di Cina. Hasilnya menunjukkan bahwa *size* dan *tangibility* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan profitabilitas, NDTS, peluang pertumbuhan, kepemilikan manajerial, dan pajak adalah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Nagano (2003) meneliti variabel-variabel ekonomi mikro yang menentukan struktur modal perusahaan di negara-negara Asia Timur seperti Indonesia, Korea, Malaysia, Filipina dan Thailand selama terjadi krisis

keuangan di Asia tahun 1997. Secara umum, ada ketergantungan perusahaan pada pembiayaan eksternal jangka pendek yang lebih tinggi.

Titman (1988) melakukan penelitian terhadap faktor penentu dalam pemilihan struktur modal, dengan variabel bebas terdiri atas *collateral value of assets*, *non-debt tax shield*, *growth*, *Uniqueness*, *industri classification*, *volatility* dan *profitability*. Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur, dengan periode penelitian tahun 1974–1982. Hasil analisis penelitian menunjukkan *uniqueness* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan *size* dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Zou dan Xiou (2006), mengkaji determinan struktur modal dalam konteks perusahaan publik di Cina terhadap perilaku pendanaan perusahaan. Hasil analisis menemukan bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas dan aktiva tetap adalah paling konsisten pengaruhnya terhadap *leverage* baik di Cina maupun di negara maju dengan arah pengaruh negatif signifikan. Berdasarkan temuan penelitian tersebut maka untuk konteks perusahaan di Cina, bukti empiris lebih mendukung teori *trade-off* dalam pendanaan perusahaan.

Pengaruh dinamika lingkungan (ketidakpastian lingkungan) terhadap struktur modal diteliti oleh Simerly and Li (2000). Hasil penelitian ini adalah bagi perusahaan yang berada pada kondisi lingkungan industri yang stabil dapat mempergunakan hutang dalam pendanaan, tetapi pada kondisi lingkungan industri perusahaan dinamis mengurangi pemakaian hutang dalam pendanaan perusahaan.

METODE

Pendekatan Penelitian

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif (positivis). Pendekatan positivis merupakan pendekatan berfikir yang memiliki ciri-ciri seperti berikut ini: (1). Mementingkan kedudukan teori dalam membangun pikir dan hipotesis. (2). Memfokuskan pada jawaban mengenai ada tidaknya hubungan antar variabel. (3). Menggunakan data dan alat analisis kuantitatif. (4). Hasilnya untuk membuat generalisasi (deduktif). Dengan pendekatan positivis ini diperlukan data numerik yang dianalisis menggunakan statistik untuk menguji sejumlah hipotesis.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur sebanyak 140 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), sebanyak 106 perusahaan yang memenuhi syarat sebagai anggota populasi Data yang diambil adalah data panel yang menggabungkan data runtut waktu (*Times Series*) selama 5 tahun dan data *cross section* dari 106 perusahaan, sehingga banyaknya data penelitian adalah 530 pengamatan Selanjutnya dari 530 data dilakukan *screening*. Dari 530 data panel, Pada tahun 2005, yang memenuhi persyaratan 68 perusahaan, pada tahun 2006, yang memenuhi persyaratan 78 perusahaan, pada tahun 2007, yang memenuhi persyaratan 65 perusahaan, pada tahun 2008, yang memenuhi persyaratan 73 perusahaan, pada tahun 2009, yang memenuhi persyaratan 70 perusahaan, sehingga data yang dianalisis dan memenuhi persyaratan sebanyak 354 pengamatan.

Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia berupa laporan keuangan. Data laporan keuangan yang digunakan adalah laporan neraca dan laporan laba rugi yang berakhir pada 31 Desember. Laporan Keuangan ini bersumber dari Indonesian Capital Market Directory/ICMD 2010, ICMD 2009, ICMD 2008, ICMD 2007, ICMD 2006 dan ICMD 2005, Jakarta Stock Exchange Monthly Statistics tahun 2005 sampai tahun 2010.

Metode Analisis Data

Berdasarkan kerangka konseptual yang telah dijelaskan sebelumnya, maka penelitian ini mengelompokkan sembilan variabel penelitian; yaitu Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan, Struktur Aktiva, *Non Debt Tax Shield*, Keunikan, Dinamika Lingkungan berfungsi sebagai variabel eksogen sedangkan variabel struktur modal dan nilai perusahaan berfungsi sebagai variabel endogen. Metode analisis data yang digunakan adalah *path analysis*.

Taraf nyata akan pengujian hipotesis yang digunakan adalah $\alpha = 5\%$, proses perhitungan dilakukan dengan pendekatan regresi *standardize* menggunakan software SPSS.

HASIL

Obyek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang go public di Bursa Efek Indonesia. Adapun data yang dikumpulkan dalam menunjang penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan manufaktur yang go public di Bursa Efek Indonesia. Hasil pengujian asumsi linieritas dengan pendekatan yang digunakan adalah *Curve Fit*, dengan kaidah keputusan merujuk pada konsep *parsimony*. Hasil pemeriksaan asumsi linieritas untuk setiap hubungan antar variabel disajikan secara ringkas sebagaimana Tabel 2.

Tabel 2 menunjukkan bahwa semua bentuk hubungan antar variabel di dalam model struktural adalah linier. Dengan demikian asumsi linieritas pada Analisis Jalur terpenuhi. Asumsi model rekursif sudah terpenuhi. *Goodness of fit* pada koefisien determinasi total (R^2_m), dapat diinterpretasi seperti koefisien determinasi pada analisis regresi yang dihitung berdasarkan rumus: $R^2_m = 1 - (1 - R^2_1)(1 - R^2_2)$; R^2_1 adalah koefisien determinasi untuk variabel endogen (Lampiran 3) Struktur modal (yaitu 0,272) dan R^2_2 adalah koefisien determinasi untuk variabel endogen Nilai perusahaan (yaitu 0,006).

$$R^2_m = 1 - (1 - 0,272)(1 - 0,006) = 0,2764$$

Koefisien determinasi total yang diperoleh $R^2_m = 0,2764$, artinya model hasil penelitian dapat menjelaskan fenomena yang diselidiki sebesar 27,64%.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan regresi berganda menggunakan software SPSS, hasilnya sebagaimana Tabel 3.

Tabel 2. Hasil Pengujian Asumsi Linieritas

Variabel Mempengaruhi	Variabel Dipengaruhi	Hasil Pengujian ($\alpha = 0,05$)	Keputusan
Probabilitas (X_1)	Struktur Modal (Y_1)	Model linier signifikan	Linier
Ukuran Perusahaan (X_2)	Struktur Modal (Y_1)	Model linier signifikan	Linier
Peluang Pertumbuhan (X_3)	Struktur Modal (Y_1)	Semua model tidak signifikan	Linier
Struktur Aktiva (X_4)	Struktur Modal (Y_1)	Model linier signifikan	Linier
<i>Non debt tax Shield</i> (X_5)	Struktur Modal (Y_1)	Semua model tidak signifikan	Linier
Keunikan (X_7)	Struktur Modal (Y_1)	Model linier signifikan	Linier
Dinamika Lingkungan (X_8)	Struktur Modal (Y_1)	Semua model tidak signifikan	Linier
Struktur Modal (Y_1)	Nilai perusahaan (Y_2)	Semua model tidak signifikan	Linier

Sumber: Olahan Data (Lampiran 2)

PEMBAHASAN

Pengaruh Profitabilitas terhadap struktur modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa meningkatnya profitabilitas akan meningkatkan saldo laba. Tersedianya dana intern yang semakin meningkat akan menurunkan minat perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang, sehingga hutang menurun di mana dalam melakukan kebijakan pendanaan perusahaan berdasarkan pada penggunaan saldo laba sebagai urutan pertama, kemudian kedua adalah penggunaan pinjaman atau hutang dan urutan terakhir adalah melalui emisi saham baru. Teori ini mengimplikasikan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang lebih tinggi memiliki kebutuhan akses yang lebih rendah terhadap pasar kredit karena perusahaan cenderung untuk menggunakan komponen dana internalnya (saldo laba).

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Chen (2000), Deesomsak, *et al.* (2004), Pandey (2001), Delcours (2006), Huang (2006), Nagano (2003), Jorgensen & Terra (1992), Zou Xiou (2006), yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam (*internal financing*) dibandingkan dengan pendanaan yang berasal dari luar (*external financing*).

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan besar mempunyai aset dalam jumlah besar. Besarnya

Tabel 3. Koefisien Pengaruh Langsung dan Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel Mempengaruhi	Variabel Dipengaruhi	Koefisien Jalur <i>Standardize</i>	p	Keterangan
Profitabilitas (X_1)	Struktur Modal (Y_1)	-0,369	0,000	Signifikan**
Ukuran Perusahaan (X_2)	Struktur Modal (Y_1)	0,315	0,000	Signifikan**
Pertumbuhan (X_3)	Struktur Modal (Y_1)	-0,006	0,898	Tidak Signifikan
Struktur Aktiva (X_4)	Struktur Modal (Y_1)	0,047	0,387	Tidak Signifikan
<i>Non debt tax Shield</i> (X_5)	Struktur Modal (Y_1)	-0,00001	0,985	Tidak Signifikan
Keunikan (X_6)	Struktur Modal (Y_1)	-0,091	0,076	Signifikan*
Dinamika Lingkungan (X_7)	Struktur Modal (Y_1)	-0,088	0,068	Signifikan*
Struktur Modal (Y_1)	Nilai perusahaan (Y_2)	-0,077	0,146	Tidak Signifikan

Keterangan:

** = signifikan pada alpha 5%

* = signifikan pada alpha 10%

Sumber: Olahan Data (Lampiran 3)

aset yang dimiliki perusahaan menjadi patokan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja bagus. Dengan aset yang besar menimbulkan *borrowing capacity* perusahaan sehingga akan mendorong perusahaan untuk melakukan peminjaman. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk menyediakan jaminan (*collateral*). Seiring dengan peningkatan *collateral* ini, kapasitas perusahaan untuk melakukan *debt financing* menjadi lebih besar. Perusahaan dengan kondisi ukuran perusahaan yang besar memiliki kebutuhan dana operasional perusahaan yang besar pula. Salah satu alternatif pemenuhan dana tersebut berasal dari pendanaan dana eksternal yaitu hutang. Dengan demikian semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pendanaan yang dapat diperoleh dari hutang. Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin transparan perusahaan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar dengan demikian perusahaan mudah mendapatkan hutang karena semakin dipercaya oleh kreditur. Oleh karena itu, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Penelitian ini mendukung penelitian Deesomsak, *et al* (2004), Delcoure (2006), Huang (2006), Nagano (2003), Titman (1988), Ratnawati (2001), yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih besar memiliki kapasitas meminjam lebih tinggi daripada perusahaan-perusahaan yang lebih kecil.

Pengaruh Pertumbuhan terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan tidak berpengaruh dalam menentukan penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan. Pertumbuhan perusahaan pada tahun 2004–2009, di Indonesia masih terdapat kapasitas yang menganggur (*idle capacity*), sehingga pertumbuhan penjualan hanya memerlukan tambahan modal kerja dan tidak memerlukan *capital expenditure* sehingga tidak menambah secara signifikan struktur modal.

Pertumbuhan perusahaan yang diindikatori oleh pertumbuhan penjualan pada periode penelitian di mana pada periode 2004–2009 telah terjadi penurunan pertumbuhan penjualan (Tabel 3), karena adanya permasalahan yang dihadapi oleh sektor manufaktur baik permasalahan yang ada dalam sektor itu sendiri (masalah internal) permasalahan yang berada di luar sektor industri (masalah eksternal) dan pengaruh krisis ekonomi global. Dengan memperhatikan keadaan tersebut tampak bahwa pertumbuhan perusahaan pada perusahaan manufaktur tidak berpengaruh terhadap hutang perusahaan dalam struktur modal (Deperin, Desember 2008).

Penelitian ini sesuai dengan penelitian Delcoure (2006), yang menyatakan bahwa peluang pertumbuhan tidak mempengaruhi struktur modal. Delcoure melakukan penelitian terhadap struktur modal di empat negara Eropa Tengah yang mengalami transisi ekonomi terpusat ke ekonomi pasar yaitu Republik Czech, Polandia, Rusia dan Republik Slovak. Studi ini meneliti

faktor-faktor penentuan struktur modal di negara-negara Eropa Tengah mendukung teori struktur modal tradisional yang dikembangkan untuk memperjelas perekonomian Barat. Bukti empirisnya menyarankan bahwa beberapa teori struktur modal tradisional mudah dipindahkan kepada perusahaan-perusahaan dalam negara-negara Eropa Tengah.

Pengaruh Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap proporsi hutang dalam struktur modal karena struktur aktiva tergantung pada teknologi, sedangkan struktur modal tergantung pada kebijakan perusahaan (keputusan rapat umum pemegang saham) sehingga tidak terdapat keterkaitan antara struktur modal dengan struktur aktiva dengan struktur modal. Pada perusahaan manufaktur, Aktiva tetap berupa bangunan, mesin dan peralatan yang tidak digunakan disajikan pada perkiraan aset tetap yang tidak digunakan sebagai jaminan atas hutang bank. Fasilitas-fasilitas kredit dijamin dengan aktiva tetap yang diikat melalui beberapa akta jaminan fidusia (catatan atas laporan keuangan). Besar atau kecilnya struktur aktiva perusahaan tidak mempengaruhi hutang karena sebagian besar aktiva tetap perusahaan sudah dijamin, sehingga tidak mempengaruhi hutang perusahaan.

Penelitian ini sesuai dengan penelitian Nagano (2003) yang menyebutkan bahwa struktur aktiva tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan. Secara umum, ada ketergantungan perusahaan pada pembiayaan eksternal jangka pendek yang lebih tinggi. Hubungan antara rasio *debt-to-equity* (DE) perusahaan dan *tangibility* perusahaan tidak signifikan pada periode setelah krisis pada tahun 1998.

Pengaruh *Non Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal

Penghematan pajak yang bukan berasal dari hutang yaitu biaya depresiasi. Biaya depresiasi merupakan biaya non tunai sebagai arus kas masuk dalam pendanaan internal perusahaan. Semakin besar depresiasi semakin besar sumber dana internal dan semakin kecil kebutuhan dana eksternal yaitu hutang (Jensen, Solberg & Zorn, 1992) De Angelo dan Masulis

(1980) menyatakan bahwa perusahaan dengan *non debt tax shield* yang tinggi akan menurunkan tingkat hutang jika keuntungan (laba) meningkat, karena sebagian dari keuntungan merupakan sumber dana internal dari depresiasi aktiva tetap.

Hasil penelitian ini menunjukkan penghematan pajak yang tidak berasal dari hutang yaitu biaya depresiasi. Semakin besar depresiasi, semakin besar penghematan pajaknya, semakin besar akumulasi sumber dana. Namun akumulasi sumber dana tersebut dipergunakan untuk kepentingan pembiayaan operasional dan investasi dan bukan untuk penyertaan hutang sehingga struktur modal tidak berubah. Nilai depresiasi yang merupakan biaya non kas, pada perusahaan manufaktur tidak cukup bermakna untuk menambah *cash flow* perusahaan.

Penelitian ini sesuai dengan penelitian Ratnawati (2001) yang menyatakan bahwa *non debt tax shield* tidak mempengaruhi struktur modal.

Pengaruh Keunikan Terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang memproduksi produk yang unik memerlukan investasi yang besar dalam bentuk aset atau sumber daya manusia. Produk yang unik merupakan produk yang berbeda dibandingkan dengan produk pesaing. Oleh karena itu, produk tersebut memerlukan ciri dan pengerjaan yang khusus sehingga diperlukan biaya penelitian dan pengembangan terhadap produk yang akan dihasilkan yang jumlahnya bisa sangat besar.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa biaya penjualan yang mengalami kenaikan dari tahun 2005 sampai 2009, ini menunjukkan bahwa perusahaan yang unik mempunyai risiko yang tinggi karena dana yang digunakan cukup besar dan hasil yang diharapkan bahkan jika perusahaan menggunakan pendanaan yang berasal dari hutang, berarti perusahaan akan menambah tingkat risiko, menyingkapi hal tersebut perusahaan harus berusaha mengurangi pemakaian hutang. Oleh karena itu, keunikan mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan manufaktur setelah mengalami krisis ekonomi tahun 2004, menata dan bangkit kembali serta bersaing dengan perusahaan-perusahaan lain agar lebih eksis dan berupaya menjadi perusahaan unik.

Penelitian ini sesuai dengan penelitian Arvin (2000), Titman (1988) dan Jorgensen dan Terra

(1992), yang menunjukkan bahwa perusahaan yang unik diharapkan memiliki pertumbuhan yang tinggi di masa mendatang akan cenderung menggunakan *equity* dalam memenuhi kebutuhan dananya. Hubungan antara risiko perusahaan yang diukur risiko bisnis (*coefficient of variation of cash flow*) dan struktur modal menunjukkan hubungan *quadratic* (meningkat kemudian menurun), yaitu ketika risiko rendah maka tingkat hutang yang digunakan akan meningkat tetapi ketika risiko tinggi maka tingkat hutang yang digunakan akan menurun.

Pengaruh Dinamika Lingkungan terhadap Struktur Modal

Dinamika lingkungan diproxykan dengan *varian* (perbedaan) penjualan. Perusahaan dengan risiko bisnis rendah akan menggunakan hutang lebih banyak, dan menggunakan sedikit hutang pada risiko bisnis yang tinggi (Keats & Hit, 1998).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur berada pada lingkungan dinamis, yang diproxykan dengan penyimpangan penjualan. Lingkungan industri yang semakin dinamis akan memunculkan ketidakpastian tinggi dan dapat meningkatkan risiko perusahaan. Temuan penelitian ini menandakan peningkatan dinamika lingkungan yang tercermin dari tingginya ketidakpastiannya dan intensitas persaingan mampu menurunkan hutang jangka panjang perusahaan. Dengan menurunkan hutang jangka panjang perusahaan akan mampu menaikkan ekuitas perusahaan, sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan pendanaan yang berasal dari hutang.

Ada tiga faktor produksi yang harus diperhatikan oleh perusahaan manufaktur. Pertama Ketersediaan bahan baku (*raw material*). Bahan baku sangat penting untuk kelancaran proses produksi. Pengelolaan bahan baku yang tepat berguna untuk pengurangan jumlah biaya produksi. Salah satu contohnya adalah *Just In Time* (JIT), yaitu bahan baku ada ketika diperlukan untuk proses produksi, sehingga persediaan bahan baku terhindar dari kerusakan, pencurian dan kehabisan bahan baku. Kedua adalah tenaga kerja (*direct labor*). Satu-satunya cara untuk menciptakan proses yang mengalir secara kontinyu adalah dengan menjaga stabilitas beban kerja. Permintaan yang naik dan turun secara drastis akan memaksa perusahaan menjadi reaktif. Banyak perusahaan yakin bahwa

ketidakstabilan beban kerja merupakan hal alami yang akan terjadi akibat lingkungan yang tidak stabil. Salah satu cara untuk mengatasinya adalah peningkatan dan penurunan diatasi dengan tenaga kerja yang fleksibel yang diambil dari perusahaan kontraktor dan pemasok. Ketiga adalah *overhead* (selain bahan baku dan tenaga kerja langsung).

Pada lingkungan yang dinamis berusaha harus bisa menyesuaikan lingkungan industri perusahaan dengan sistem-sistem yang ada dalam perusahaan. Menerapkan perusahaan yang *ramping* (*lean manufacturing*). *Lean manufacturing* yaitu sebagai suatu proses yang terdiri dari lima langkah yaitu, yaitu mendefinisi nilai (*value*) bagi pelanggan, menetapkan *value stream*, membuat sistem tarik yang digerakkan oleh pelanggan dan berusaha keras untuk mencapai yang terbaik. *Lean Manufacturing* sendiri juga harus fokus terhadap proses yang ada. Adapun cara dilakukan dengan menghilangkan pemborosan waktu dan sumber daya, membangun kualitas ke dalam sistem tempat kerja, menemukan alternatif yang murah tetapi handal untuk mengganti teknologi baru yang mahal, menyempurnakan proses bisnis dan membangun budaya belajar untuk peningkatan kesinambungan (*continuous improvement*)

Penelitian ini sesuai dengan penelitian Simerly and Li (2000), yang meneliti perusahaan industri dari 700 perusahaan berskala besar Amerika dari perusahaan yang tercatat pada *Stern Steward Market performance* 1000 dan *U.S. Industrial Outlook*, Mereka menemukan bahwa pada kondisi lingkungan industri yang stabil dapat perusahaan mempergunakan hutang dalam pendanaan, tetapi pada kondisi lingkungan industri perusahaan dinamis mengurangi pemakaian hutang dalam pendanaan perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hutang jangka panjang perusahaan sudah berada pada titik optimal yaitu titik keseimbangan antara hutang jangka panjang perusahaan dengan nilai perusahaan, sehingga struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan pendanaan perusahaan cenderung menggunakan hutang tidak akan direspon positif oleh investor. Para investor melihat prospek perusahaan pada nilai perusahaan yang baik, adanya signal

(*signalling*) berupa informasi yang disampaikan manajer ke pasar bahwa prospek perusahaan baik karena harga saham meningkat. Salah satu cara yang dilakukan perusahaan untuk menaikkan nilai perusahaan adalah menerbitkan saham utama. Alasannya, pertama, saham utama adalah dalam suatu bentuk peningkatan modal, dan dalam suatu situasi dimana perusahaan adalah berhadapan terhadap kapasitas hutang, maka saham utama seharusnya dipertimbangkan. Kedua, untuk menerbitkan saham utama memiliki suatu biaya yang rendah daripada saham umum.

Penelitian ini sesuai dengan penelitian Hatfield (1994), dan juga penelitian Ratnawati (2001), yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Pada perusahaan manufaktur, meningkatnya laba perusahaan mendorong perusahaan lebih mengutamakan pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan, ukuran perusahaan yang besar merupakan akses bagi perusahaan untuk mendapatkan kepercayaan investor menanamkan modalnya di perusahaan, dan mudah memperoleh pembiayaan yang berasal dari hutang jangka panjang, biaya penjualan untuk membuat perusahaan unik dan adanya dinamika lingkungan industri berupa penyimpangan penjualan mengakibatkan adanya ketidakpastian yang tinggi yang akibatnya perusahaan mengurangi pendanaan yang berasal dari hutang jangka panjang.

Struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan pada kondisi terdapatnya ketidakpastian lingkungan. Investor lebih melihat prospek perusahaan daripada hutang perusahaan dan penambahan jumlah saham utama cara yang tepat untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Saran

Menaikkan nilai perusahaan salah satu cara dengan menerbitkan saham utama perusahaan. Perusahaan dalam menerapkan struktur modal perlu mempertimbangkan variabel-variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva, keunikan dan dinamika lingkungan dalam menentukan struktur modal. Nilai perusahaan memerlukan

kemampuan pengendalian ekuitas dan kebijakan pendanaan.

Penelitian berikutnya sebaiknya memasukkan variabel makro ekonomi seperti inflasi dan kurs sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan struktur modal. Penelitian ini lebih dikembangkan lagi untuk sektor-sektor lainnya yang mempunyai karakteristik yang berbeda.

DAFTAR RUJUKAN

- Barclay, Michael, J., Leslie, M. Marx, Clifford, W., Smith, Jr. 2001. *The Joint Determinants of Leverage and Maturity*.
- Bathala, C.K. Moon, and R. Rao. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy And The Impact Of Institutional Holding : An Agency Theory Perspective *Financial Management* 23 (Autum)38–50.
- Chen, C.R., and Steiner, T. 2000. Managerial Ownership and Agency Conflicts; A Non Linear Simultaneous Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The financial Review*, 34, pp. 119–136.
- Chen, J.J. 2003. Institutional Effects Upon Firm Capital Structure—Evidence From Chinese Listed Companies. *FMA European Conference*.
- Deemsomsak, Rataporn, Krishna, P., and Gioia, P. 2004. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14 .
- Delcours, N. 2006. The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies. *International Review of Economic and Finance*. Article In Press
- DeAngelo, A., & Masulis, R. 1980. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics* 8, 3–29.
- Drobetz, W., and Schillhofer, A., and Zimmermann, H. 2004. "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany". *European Financial Management* 10 (2), pp: 267–293.
- Ghosh, A. Cai. Francis and Wenhui Li. 2000. The determinants Of Capital Structure. *American Business Review*. 18
- Hatfield, G.B., Louis, T.W., Cheng, dan Wallace, N.D. 1994. The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Volume 7 Number 3.
- Huang, Jing-Zhi, Nengjiu Ju, and Hui Ou-Yang. 2006. A Model of Optimal, Capital Structure with Stochastic Interest Rate. *NYU Stern Department of Finance Working Paper Series*, February 17, 2003.

- Hung, Chiat Yat, Chan, P.C Albert, and H.C.M. Eddie. 2002. Capital Structure Inssuance and Cancellation Announcement, *The Journal of Financial Reseach*, Fall, 17, 3, 439–448.
- Jensen, G., Solberg, D., & Zorn, T. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt Policy, and Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247–63.
- Jorgensen, J.J., and Terra, P.R.S. 2003. Determinant Capital Structure In Latin America: The Role of Firm-Specific and Macro Economic Factors, *Working paper*.
- Keats, Barbara, W., & Hitt, Michael, A. 1988. A Causal Model of Linkages Among Environmental dimensions, Macro-Organizational characteristics, and performance, *Academy of management Journal*, 31: 570–596.
- Chen, H.L., and Jiang, G. 2001. Determinants of Dutch Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, pp 2–19.
- Nagano, N. 2003. Determinants of Corporate Capital Structure In East Asia-Are There Differences From The Industrilized Countries? *Finance Working Paper Series WIF=04–002*.
- Nisjar, dan Winardi. 1997 . *Ilmu Ekonomi Makro (Satu Pengantar)*. Bandung: Mandar.
- Pandey, I.M. 2001. Capiral Structure and The Firm Characteristics: Evidense From An Emerging Market Working Paper. Indian Institute of Management Ahmedabad, India
- Ratnawati. 2001. Analisis Perbedaan Struktur Modal dan Faktor Interen, Faktor Eksteren Perusahaan Industri PMA dan Perusahaan Industri PMDN di Bursa Efek Jakarta, Disertasi, Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.
- Simerly, R., Ming, F. 2000. Environmental Dynamism, Capital Structure, Structure And Performance: A Theoretical Integration And An Empirical Test, *Strategic Management Journal*, 2000.
- Stutz, R., Hyun, H.S. 1997. Are Internal Capital Markets Efficient?, The Charles A. *Dice Center for Research in Financial Economics WPS # 97-4, Social Science Research Network Electronic Library*, Date Posted September 22, 1997.
- Titman, S., and Robert, W. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. Vol 42, pp 1–19.
- Weston, J.F., dan Bringham, F.E. 1993. *Essential of management Finance*, The Dryden Press.
- Wolfgang, G., Georg, N., and Wolfgang, K. 2006. EIBsec: A Security Extension to KNX/EIB. In *Konnex Scientific Conference*.
- Zou, H., and Jason, Z.X. 2006. The Financing Behavior of Listed Chinese Firm, *The British Accounting Review*, 38, p.239–258.