

ANALISIS PENGARUH LIKUIDITAS, PROFITABILITAS, UKURAN, USIA DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL

Michael Dimitri
Sumani

ABSTRACT

The Company Capital Structure plays an important role in the financing of a company. Planning a good capital structure is an important tool to understand since with the right decision of the appropriate capital structure, the company can reduce the cost of capital (cost of capital), which means to increase the value of the company. The author conducted a research to analyze the influence of several variables, namely liquidity, profitability, size, age and growth on capital structure. The data analyzed are generated from the companies in the list LQ 45 in IDX. The author uses multiple linear regression to analyze the data. The results shows that the variables of liquidity, profitability, size, age and growth of the company negatively affect the capital structure. Of these variables only variable of growth that has a significant at alpha level of 10%.

1. PENDAHULUAN

Tujuan Manajemen Keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Perencanaan Struktur Modal yang baik merupakan alat yang penting untuk dikuasai karena dengan keputusan menetapkan struktur modal yang tepat, maka perusahaan dapat menekan biaya modal (*cost of capital*) yang berarti meningkatkan nilai perusahaan.

Di dalam teori Modigliani dan Miller (1958) pasar modal dianggap sebagai pasar yang sempurna, dimana tidak adanya biaya transaksi dan biaya kebangkrutan, informasi dianggap mudah didapat, perusahaan dan individu dapat meminjam dengan bunga yang sama, tak adanya pajak, dan keputusan investasi tidak terpengaruh dengan keputusan keuangan perusahaan, dalam hal ini apabila hal tersebut terjadi maka keputusan akan struktur modal perusahaan dianggap tidak relevan dalam memaksimalkan nilai perusahaan. Namun karena pada kenyataannya dunia ini tidak sempurna, maka keputusan yang diambil mengenai struktur modal perusahaan pastilah berpengaruh pada usaha memaksimalkan nilai perusahaan.

Booth, Aivazian, Demircuc-Kunt, dan Maksimovic (2001) menyatakan bahwa pilihan Struktur Modal dipengaruhi oleh banyak hal baik dari dalam perusahaan maupun luar perusahaan. Setiap faktor mempunyai pengaruh yang berbeda-beda pada struktur modal, seperti ditemukan dalam penelitian Ghassan AL Taleb dan Faris AL Shubiri (2009) bahwa variabel pertumbuhan berhubungan secara positif dan signifikan terhadap hutang jangka

panjang, lain halnya dengan variabel besar perusahaan yang ditemukan berhubungan secara positif terhadap hutang jangka panjang dalam struktur modal. Profitabilitas, likuiditas dan usia ditemukan tidak berpengaruh secara signifikan.

Berdasarkan pemaparan diatas dapat disimpulkan bahwa perlu diketahui determinan apa yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan yang nantinya akan membantu didalam menentukan pembagian proporsi hutang dan ekuitas yang tepat pada perusahaan yang berbeda-beda sehingga menghasilkan struktur modal yang optimal.

Persaingan bisnis dewasa ini, bukan saja di tingkat domestik, melainkan juga internasional. Tingginya ketidakpastian yang dihadapi kalangan bisnis menyebabkan peran manajemen strategis menjadi semakin penting. Menurut Robbins (2002), manajemen strategis adalah serangkaian keputusan dan tindakan manajerial yang menentukan kinerja organisasi dalam jangka panjang. Melalui manajemen strategis, perusahaan dapat memperoleh gambaran apa yang diinginkannya pada masa yang akan datang sehingga perusahaan dapat menentukan langkah-langkah yang harus diambil untuk mewujudkan keinginan (tujuan) perusahaan. Tujuan perusahaan secara keseluruhan dapat tercapai akibat dari keputusan-keputusan strategis yang diambil oleh masing-masing fungsi yang ada di dalam perusahaan. Salah satu keputusan yang cukup penting peranannya ialah keputusan yang menyangkut fungsi finansial perusahaan. Setiap langkah yang akan diambil perusahaan harus terlebih dahulu mempertimbangkan sumber daya finansial yang dimilikinya, yang penggunaannya harus efektif dan efisien, sehingga dapat memberikan hasil yang maksimal terutama bagi pemilik perusahaan.

Dengan adanya globalisasi dan era pasar bebas yang harus kita hadapi pada abad ke-21, perusahaan sebagai suatu sistem yang terbuka, yang tentunya akan mempengaruhi dan dipengaruhi oleh lingkungan, mau tidak mau harus memberikan tanggapan dan berbuat sesuatu agar keadaan itu tidak membawa dampak yang negatif bagi perusahaan (Robbins, 2002). Perusahaan harus berusaha meningkatkan posisi persaingan mereka dalam kondisi pasar yang semakin bebas tersebut demi menjamin kelangsungan hidupnya.

Menghadapi kondisi yang selalu berubah dan makin mengglobal, maka perusahaan perlu membuat perencanaan jangka panjang bagi masa depan usahanya yang dikenal dengan rencana strategik. Rencana ini umumnya dirancang oleh manajer tingkat puncak. Menurut Robbins (2002), rencana strategik atau manajemen strategik adalah suatu proses pembuatan rencana strategis yang terdiri dari beberapa tahapan: (1) mengidentifikasi misi, sasaran, dan

strategi organisasi sekarang ini; (2) menganalisis lingkungan luar; (3) mengidentifikasi peluang dan ancaman; (4) menganalisis sumber daya organisasi; (5) mengidentifikasi kekuatan dan kelemahan; (6) merumuskan strategi; (7) melaksanakan strategi; (8) mengevaluasi hasil.

Strategi organisasi mencakup strategi tingkat korporasi, tingkat bisnis, dan tingkat fungsional. Manajer puncak bertanggung jawab atas strategi tingkat korporasi. Manajer menengah bertanggung jawab atas strategi tingkat bisnis. Manajer tingkat bawah bertanggung jawab atas strategi tingkat fungsional. Dengan menggunakan pendekatan-pendekatan tersebut, perusahaan diharapkan dapat membuat strategi tingkat perusahaan (*corporate strategy*) yang akan dijadikan tujuan jangka panjang perusahaan dan guna mencapai misi perusahaan.

Dalam pembuatan strategi tingkat korporasi, sebenarnya perusahaan tidak dapat lepas dari keputusan-keputusan strategis yang harus diambilnya. Dilihat dari sudut pandang para analis keuangan, keputusan-keputusan strategis tersebut dapat dikelompokkan ke dalam tiga kategori. Kategori pertama ialah keputusan investasi. Keputusan ini merupakan keputusan yang paling penting karena berhubungan dengan penciptaan nilai perusahaan. Keputusan investasi merupakan keputusan pengalokasian modal perusahaan pada berbagai alternatif usulan investasi yang keuntungannya baru dapat direalisasi pada masa yang akan datang. Jenis investasi yang dapat dilakukan perusahaan dapat dibedakan antara investasi internal dan investasi eksternal. Kategori kedua ialah keputusan dividen. Keputusan mengenai dividen ialah keputusan mengenai besarnya laba yang akan dibagikan kepada para pemilik modal perusahaan atau pemegang saham perusahaan. Kategori ketiga ialah keputusan pembiayaan. Dalam keputusan pembiayaan, manajer keuangan harus menentukan komposisi pembiayaan atau struktur modal yang terbaik bagi perusahaan. Pada dasarnya ketiga keputusan ini saling melengkapi untuk menciptakan nilai bagi perusahaan. Investasi eksternal – khususnya merger/akuisisi- merupakan salah satu dari ketiga macam keputusan tersebut.

2. LANDASAN TEORI

Definisi Struktur Modal

Weston dan Copeland (1996) mengatakan bahwa struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Menurut Rodoni dan Ali (2010), struktur modal adalah proporsi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan. Dari penjelasan tersebut

dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah proposi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dengan sumber pendanaan jangka panjang yang berasal dari dana internal dan dana eksternal.

Terdapat dua sumber pendanaan perusahaan [Rodoni dan Ali (2010)], yaitu:

1. pendanaan internal berasal dari *retained earning* sebagai sumber pendanaan perusahaan
2. pendanaan eksternal berasal dari luar perusahaan. Terdapat dua sumber utama pendanaan eksternal yaitu investor ekuitas (pemilik saham) dan kreditor (pemberi pinjaman). Pengembalian investor ekuitas tidak dijamin karena tergantung laba di masa depan, sebaliknya pembayaran kreditor mensyaratkan pembayaran kembali di masa depan dengan bunga tertentu. Pendanaan dengan sumber eksternal umumnya lebih mahal dikarenakan adanya *transaction cost*.

Teori Mengenai Struktur Modal

Teori tradisional

Durand (1952), mengembangkan ketiga pendekatan struktur modal tradisional yaitu:

a. Pendekatan laba bersih (*net income approach*)

Pendekatan laba bersih mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah hutangnya dengan tingkat biaya hutang yang konstan pula. Karena tingkat kapitalisasi dan tingkat biaya hutang konstan maka semakin besar jumlah hutang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang semakin kecil sebagai akibat penggunaan hutang yang semakin besar, nilai perusahaan akan meningkat.

b. Pendekatan laba operasi (*net operating income approach*)

Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan. Pertama, diasumsikan bahwa biaya hutang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih. Kedua, penggunaan hutang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan. Konsekwensinya biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

c. Pendekatan tradisional (*traditional approach*)

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga *leverage* tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Sehingga baik tingkat bunga hutang maupun tingkat kapitalisasi relatif konstan. Namun demikian setelah *leverage* atau rasio hutang tertentu, biaya hutang dan biaya modal sendiri meningkat. Peningkatan biaya modal sendiri ini akan semakin besar dan bahkan akan lebih besar daripada penurunan biaya karena penggunaan hutang yang lebih murah. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah *leverage* tertentu akan meningkat.

Teori Modern

Beberapa teori modern yang telah dikembangkan oleh para ahli :

a. Model Modigliani-Miller (MM) tanpa pajak

Pada tahun 1958 mereka mengajukan suatu teori yang ilmiah tentang struktur modal perusahaan. Teori mereka menggunakan beberapa asumsi:

- 1) Risiko bisnis perusahaan diukur dengan σ *EBIT* (*Standard Deviation Earning Before Interest and Taxes*)
- 2) Investor memiliki pengharapan yang sama tentang *EBIT* perusahaan di masa mendatang.
- 3) Saham dan obligasi diperjual belikan di suatu pasar modal yang sempurna.
- 4) Seluruh aliran kas adalah perpetuitas (sama jumlahnya setiap periode hingga waktu tak terhingga). Dengan kata lain, pertumbuhan perusahaan adalah nol atau *EBIT* selalu sama.

Teori ini menyatakan bahwa pasar di dunia ini adalah pasar yang sempurna sehingga tidak adanya biaya transaksi dan biaya kebangkrutan, informasi dianggap mudah didapat, perusahaan dan individu dapat meminjam dengan bunga yang sama, tak adanya pajak, dan keputusan investasi tidak terpengaruh dengan keputusan keuangan perusahaan. Dengan teori ini keputusan mengenai struktur modal dianggap tidak relevan dengan nilai perusahaan.

b. Model Modigliani-Miller (MM) dengan pajak

Pada tahun 1963, MM menerbitkan artikel sebagai lanjutan teori MM tahun 1958. Asumsi yang diubah adalah adanya pajak terhadap penghasilan perusahaan. Dengan adanya pajak ini, MM menyimpulkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak.

c. Model Miller

Tahun 1976, Miller menyajikan suatu teori struktur modal yang juga meliputi pajak untuk penghasilan pribadi. Pajak pribadi ini adalah pajak penghasilan dari saham dan pajak penghasilan dari obligasi.

d. *Financial distress dan agency costs*

Kraus and R.H. Litzenberger (1973) pertama kali mengemukakan kedua teori ini, *Financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan terancam bangkrut. Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka akan timbul biaya kebangkrutan yang disebabkan oleh: keterpaksaan menjual aktiva dibawah harga pasar, biaya likuidasi perusahaan, rusaknya aktiva tetap dimakan waktu sebelum terjual, dan sebagainya.

Agency costs atau biaya keagenan adalah biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Biaya keagenan ini muncul dari problem keagenan. Jika perusahaan menggunakan utang, ada kemungkinan pemilik perusahaan melakukan tindakan yang merugikan kreditor.

e. Model *trade off*

Myers (1984) menyatakan bahwa semakin besar penggunaan hutang, semakin besar keuntungan dari penggunaan hutang, tetapi PV biaya *financial distress* dan PV *agency costs* juga meningkat, bahkan lebih besar. Kesimpulannya adalah: penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya sampai kondisi tertentu.

f. Teori informasi tidak simetris

Awal dekade 1950-an, Donaldson dari Harvard University mengajukan teori tentang informasi asimetris. *Asymmetric information* adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak dari pihak lain. Karena *asymmetric information*, manajemen perusahaan tahu lebih banyak tentang perusahaan dibanding investor di pasar modal.

Profitabilitas

Profitabilitas adalah ukuran yang dipakai untuk menghitung kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (*profit*).

Sarkar dan Zapatero (2003) menemukan hubungan yang positif antara leverage dan profitabilitas. Myers dan Maljuf (1984) menemukan bahwa perusahaan yang berlabar akan menghasilkan pendapatan yang tinggi dan diekspektasi untuk menggunakan lebih sedikit

hutang daripada perusahaan yang belum menghasilkan pendapatan yang cukup tinggi. *Static Tradeoff Theory* (STT) yang dikembangkan Myers (1984) juga memperkuat pernyataan ini dengan menjelaskan bahwa sebuah perusahaan akan mengikuti target rasio hutang dan modalnya lalu akan bersikap sesuai dengan pencapaiannya tersebut. STT dapat menjelaskan hubungan positif yang terjadi antara profitabilitas dan struktur modal, bahwa semakin tinggi laba sebuah perusahaan semakin banyaklah alasan perusahaan tersebut untuk mengambil hutang dengan begitu akan mengurangi beban pajaknya. Untuk menghitung profitabilitas digunakan rumus *return on Equity*.

Ukuran Perusahaan

Menurut penelitian yang dilakukan Kurshev dan Strebulaev (2005) telah ditemukan bahwa ukuran perusahaan berhubungan secara positif terhadap *leverage*. Dalam penelitian tersebut ditemukan secara konsisten bukti-bukti yang menunjukkan perusahaan-perusahaan besar di Amerika cenderung memiliki tingkat *leverage* yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang kecil. Dinyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh karena beberapa alasan, perusahaan besar akan mempunyai akses yang lebih mudah untuk mendapatkan pendanaan eksternal dengan begitu perusahaan yang lebih besar akan lebih cenderung memiliki sumber pendanaan yang terdiversifikasi. Selanjutnya, ukuran perusahaan dapat mewakili probabilitasnya dalam kemampuannya membayar hutang. Hal ini terjadi karena perusahaan yang lebih besar sering diekspektasi untuk tidak mudah bangkrut atau terlikuidasi. Ukuran perusahaan juga mewakili volatilitas dari assetnya, perusahaan kecil dalam hal ini, adalah perusahaan-perusahaan yang cenderung sedang berkembang dan secara intrinsik tergabung dalam industri yang volatil. Hal ini menyebabkan informasi yang didapat oleh perusahaan kecil masih tidak sempurna, serta belum dipercaya oleh para investor untuk penanaman modal. Ukuran perusahaan dapat diukur menggunakan nilai buku dari total asset yang dimiliki perusahaan tersebut.

Usia perusahaan

Terdapat beberapa penelitian yang menyatakan bahwa penggunaan hutang dalam struktur modal berubah dengan bertambahnya umur perusahaan. Sebagai contoh, sering ditemukan bahwa perusahaan yang baru memulai operasinya (perusahaan muda) tidak mempunyai pendanaan internal yang cukup untuk mendanai investasinya sendiri. (Beck et al.(2008), Keuschnigg dan Nielsen (2006) dan juga perusahaan tersebut masih memiliki ketidakpastian

yang tinggi akan masa depannya serta informasi yang asimetris sehingga mempunyai akses yang terbatas pada pembiayaan dengan modal saham (Diamond 1991, Berger dan Udell (1998), Fuest, Huber dan Nielsen (2002), Beck dan Demirgüç-kunt (2006). Dengan begitu perusahaan yang lebih muda akan cenderung mengandalkan lebih banyak hutang daripada perusahaan yang lebih tua (Berger dan Udell 1998, Gordon dan Lee 2001 serta Hyytinen dan Pajarinen 2007).

Sebaliknya perusahaan dewasa yang sudah memiliki keuntungan cenderung memiliki lebih banyak dana internal (contoh : Laba ditahan) yang tersedia untuk mendanai operasinya. Mereka mengurangi ketergantungannya pada hutang, walaupun biaya pendanaan menggunakan hutang dari luar akan berkurang seiring berjalanya waktu (contoh: bank akan mengurangi biaya bunga untuk perusahaan-perusahaan yang sudah tua dikarenakan kemampuannya bertahan di pasar; (Fazzari, Hubbard). Oleh karena itu usia perusahaan akan mempengaruhi rasio hutang secara negatif.

Pertumbuhan perusahaan

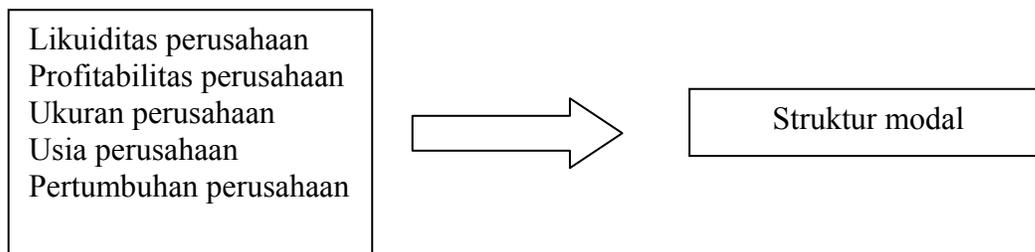
Modigliani dan Miller (1958) menemukan bahwa hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan keputusan struktur modal adalah hubungan yang positif. Mereka menegaskan bahwa perusahaan yang sedang mengalami laju pertumbuhan yang tinggi tidak akan melakukan pembiayaan proyek dengan mengisukan saham dengan harga tertentu, karena harga ini tidak akan mengoptimalkan nilai proyek tersebut. Sebaliknya perusahaan akan membiayai proyek baru dengan hutang dan setelah proyek tersebut telah terbukti menguntungkan dengan meningkatkan laba barulah perusahaan akan mengisukan saham dengan harga yang lebih tinggi atau dengan laba ditahan.

Penelitian yang dilakukan oleh Pandey (2001) memberikan bukti bahwa perusahaan yang bertumbuh memerlukan pengembangan akan *fixed asset* mereka. Perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan tinggi punya kebutuhan besar akan pendanaan dan akan menyimpan laba ditahan mereka. Akibatnya perusahaan akan mengisukan lebih banyak hutang untuk mempertahankan rasio hutang dan modalnya. Pandey juga mempertegas pernyataan ini dengan menghubungkannya dengan *Pecking order theory* dimana pertumbuhan akan menyebabkan perusahaan untuk menggeser kebijakannya dari mengisukan saham

menjadi hutang karena perusahaan memerlukan banyak dana untuk mengatasi *agency problem*. Kesempatan pertumbuhan suatu perusahaan dapat dilihat dari pertumbuhan salesnya.

Permasalahan yang akan diteliti adalah sebagai berikut:

Bagaimana pengaruh antara likuiditas, profitabilitas, ukuran, usia, dan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal?



Gambar 1. Model Penelitian

Hipotesis:

1. Likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal
2. Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal
3. Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal
4. Usia perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal
5. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal

3. METODE PENELITIAN

Sampel yang digunakan merupakan time series dari perusahaan-perusahaan yang terdapat dalam Bursa Efek Indonesia. Perusahaan diambil dari daftar LQ 45 dan dari 45 perusahaan peneliti hanya menggunakan 18 perusahaan dikarenakan perusahaan-perusahaan tersebut adalah perusahaan yang mempunyai data yang paling lengkap. Data yang diambil adalah data data dari periode 2007-2011.

Pengujian dilakukan dengan menggunakan regresi, oleh karena itu uji yang dilakukan pertama kali adalah uji asumsi klasik. Setelah lolos dari uji asumsi klasik data akan dianalisis dengan regresi berganda serta dilakukan uji t dan ANOVA.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1. Tabel variabel dependen dan independen

no	PERUSAHAAN	Tahun	cap structure	liquidity	ROA	age	growth	Total Assets
1	ANTM	2007	0,0799	4,427	0,4250	45		30
		2008	0,0693	8,103	0,1335		-0,1493	30
		2009	0,0294	7,108	0,0608		-0,0298	30
		2010	0,0000	3,876	0,1381		0,2293	30
		2011	0,0000	10,642	0,1266		0,2441	30
		average	0,0357	6,831	0,1768		45	0,0736
2	ASII	2007	0,2441	0,912	0,1026	56		32
		2008	0,2457	1,322	0,1138		0,2711	32
		2009	0,1575	1,387	0,1129		0,1015	32
		2010	0,2059	1,284	0,1273		0,2689	32
		2011	0,2795	1,364	0,1158		0,3603	33
		average	0,2265	1,254	0,1145		56	0,2505
3	BNBR	2007	0,3220	0,422	0,0158	45		30
		2008	0,2205	0,543	-0,6238		0,7979	31
		2009	1,2833	0,634	-0,0594		0,0773	31
		2010	0,4960	2,344	-0,2405		0,1602	31
		2011	0,0948	1,007	0,0052		-0,2064	31
		average	0,4833	0,990	-0,1805		45	0,2073
4	BTEL	2007	1,1724	1,819	0,0309	20		29
		2008	0,4485	2,203	0,0160		0,8323	30
		2009	0,8045	0,858	0,0086		0,3370	30
		2010	1,1511	0,816	0,0008		0,0812	30
		2011	0,9028	0,333	-0,0641		-0,0113	30
		average	0,8959	1,206	-0,0015		20	0,3098
5	BUMI	2007	0,1932	1,352	0,2798	40		31
		2008	0,5946	1,172	0,1213		0,8869	32
		2009	4,3010	1,093	0,0320		0,1185	32
		2010	2,9342	1,887	0,0378		0,1844	31
		2011	2,7140	1,102	0,0292		0,0455	31
		average	2,1474	1,321	0,1000		40	0,3088

6	ELTY	2007	0,0000	2,389	0,0294	23		29	
		2008	0,1801	2,114	0,0326			0,8064	30
		2009	0,4511	1,453	0,0114			0,3908	30
		2010	0,3668	2,438	0,0123			0,4720	30
		2011	0,2109	1,267	0,0042			0,0377	31
		average	0,2418	1,932	0,0180		23	0,4267	30
7	INCO	2007	0,0056	2,528	0,6216	45		30	
		2008	0,0011	4,765	0,1949			-0,0233	31
		2009	0,0883	7,236	0,0841			0,1000	31
		2010	0,0837	4,509	0,1997			0,0802	30
		2011	0,1439	4,365	0,1378			0,1055	30
		average	0,0645	4,681	0,2476		45	0,0656	31
8	INDF	2007	0,5084	0,916	0,0548	23		31	
		2008	0,8401	0,881	0,0261			1,2121	31
		2009	0,0192	0,515	0,2030			-0,7418	30
		2010	0,0005	2,598	0,1368			0,3069	30
		2011	0,0105	2,871	0,1357			0,1393	30
		average	0,2757	1,556	0,1113		23	0,2291	31
9	INKP	2007	1,4384	1,281	0,0154	37		32	
		2008	1,3476	1,205	0,0369			-0,0805	32
		2009	1,3254	0,884	-0,0273			0,0594	32
		2010	1,3009	1,009	0,0022			0,0192	32
		2011	1,3131	1,057	0,0025			0,0664	32
		average	1,3451	1,087	0,0060		37	0,0161	32
10	ISAT	2007	0,8666	0,926	0,0451	46		31	
		2008	1,2136	0,905	0,0363			0,1410	32
		2009	1,1589	0,546	0,0272			0,0648	32
		2010	1,0847	0,516	0,0137			-0,0404	32
		2011	0,9866	0,550	0,0179			-0,0122	32
		average	1,0621	0,689	0,0280		46	0,0383	32
11	KLBF	2007	0,079119	4,983	0,1373	47		29	
		2008	0,000136	3,333	0,1239			0,1101	29
		2009	0,000218	2,983	0,1433			0,1365	30
		2010	0,000129	4,389	0,1911			0,0849	30

		2011	0,000056	3,653	0,1841		0,1766	30
		average	0,015932	3,868	0,1559	47	0,1270	30
12	MEDC	2007	0,4153	1,968	0,0030	33		31
		2008	0,3934	2,225	0,2508		-0,4797	31
		2009	0,5199	1,554	0,0154		0,1180	31
		2010	0,6276	2,042	0,0365		0,8235	31
		2011	0,5516	1,605	0,0345		0,1358	31
		average	0,5016	1,879	0,0680	33	0,1494	31
13	PGAS	2007	1,0656	1,172	0,0773	48		31
		2008	1,3141	2,176	0,0248		0,2557	31
		2009	0,8500	2,484	0,2173		0,1221	31
		2010	0,7746	3,434	0,1944		0,1192	31
		2011	0,5690	5,499	0,1990		-0,0346	31
		average	0,9147	2,953	0,1426	48	0,1156	31
14	SMCB	2007	1,5280	1,330	0,0235	42		30
		2008	1,2943	1,652	0,0344		0,1388	30
		2009	0,7026	1,270	0,1233		-0,1149	30
		2010	0,2535	1,662	0,0796		0,4366	30
		2011	0,1562	1,466	0,0971		0,0492	30
		average	0,7869	1,476	0,0716	42	0,1274	30
15	TLKM	2007	0,1294	0,773	0,1567	157		32
		2008	0,2283	0,542	0,1164		0,1121	32
		2009	0,2363	0,599	0,1164		0,0731	32
		2010	0,2466	0,915	0,1579		0,0262	32
		2011	0,1795	0,958	0,1501		0,0254	32
		average	0,2040	0,757	0,1395	157	0,0592	32
16	TRUB	2007	15,8194	6,165	0,0426	12		29
		2008	0,3350	2,814	-0,0249		0,4495	30
		2009	0,3376	2,399	0,0328		-0,0876	30
		2010	0,2161	1,614	-0,0082		-0,0304	29
		2011	0,1652	1,980	-0,1149		-0,3802	29
		average	3,3747	2,994	-0,0145	12	-0,0122	29
17	UNSP	2007	0,5933	3,173	0,0479	23		29
		2008	0,6801	1,548	0,0369		0,0903	29

		2009	0,5992	2,711	0,0498		0,0790	29
		2010	0,7392	0,199	0,0437		2,6473	31
		2011	0,6764	0,398	0,0399		0,0110	31
		average	0,6576	1,606	0,0437	23	0,7069	30
18	UNTR	2007	0,2338	1,343	0,1148			30
		2008	0,2371	1,636	0,1165		0,7572	31
		2009	0,1053	1,652	0,1564	30	0,0682	31
		2010	0,1476	1,566	0,1305		0,2170	31
		2011	0,0667	1,716	0,1270		0,5636	31
		average	0,1581	1,583	0,1290	30	0,4015	31

Dari tabel 1, diketahui bahwa:

1. Struktur Modal: Struktur modal dihitung dengan membagi *Long Term Debt* dengan *Total Equity*. Perhitungan menunjukkan bahwa tingkat hutang jangka panjang yang diambil oleh perusahaan terlihat naik turun seiring berjalannya tahun. Perusahaan yang memiliki rasio penggunaan hutang jangka panjang dalam struktur modal terbesar adalah PT. Truba Alam Manunggal Engineering Tbk dengan rasio 3,3747, lalu PT. Kalbe Farma Tbk. Memiliki rasio terendah dengan rasio hutang jangka panjang dengan Ekuitas sebesar 0,01593.
2. Likuiditas: Likuiditas dihitung dengan membagi aset lancar perusahaan dengan aset tetapnya. Likuiditas merupakan cara mengetahui apakah perusahaan dapat membayar kewajibannya jangka pendeknya. Variabel likuiditas terlihat semakin meningkat di sebagian besar perusahaan dalam perhitungan, ini menunjukkan perusahaan-perusahaan ini memiliki tren semakin cepat membayar kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan dengan rasio likuiditas yang tertinggi adalah PT. Aneka Tambang Tbk. sebesar 6,3811 dan perusahaan yang memiliki rasio terkecil adalah PT. Indosat Tbk dengan nilai sebesar 0,689.
3. Profitabilitas: profitabilitas dihitung dengan menggunakan *return on assets*. Perhitungan menunjukkan profitabilitas perusahaan terlihat semakin turun seiring berjalannya tahun. PT. International Nickel Indonesia Tbk. Mempunyai rasio profitabilitas tertinggi sebesar 24,67% dan perusahaan dengan rasio profitabilitas terendah adalah PT. Bakrie and Brothers Tbk. Sebesar -18,05%.

4. Ukuran perusahaan: Ukuran perusahaan dihitung dari *Total assets* perusahaan di tahun berjalan. Terlihat diatas dari bertambahnya *Total Asset* sebagian besar perusahaan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut melakukan ekspansi setiap tahunnya. Perusahaan terbesar dengan perhitungan rata-rata *Total Asset* adalah PT. Astra International Tbk. dengan jumlah rata-rata aset sebesar Rp. 99.915.119.600.000,- dan perusahaan dengan rata-rata *total asset* terendah adalah PT. Truba Alam Manunggal Engineering Tbk dengan jumlah Rp. 5.838.943.018.400,-.
5. Usia: Usia perusahaan yang terdapat pada daftar ini sangat beragam, namun tren perusahaan yang ada didalam daftar ini berada dalam *range* 30-40 tahun. Perusahaan tertua adalah PT. Telekomunikasi Indonesia dengan usia 157 tahun dan PT. Truba Alam Engineering adalah yang termuda dengan usia 12 tahun.
6. Pertumbuhan: Pertumbuhan perusahaan dihitung dengan menghitung presentase selisih *total assets* perusahaan tahun berjalan dengan tahun sebelumnya. Pertumbuhan perusahaan-perusahaan dalam daftar ini menunjukkan tren yang meningkat, hal ini berarti sebagian besar perusahaan dalam daftar ini meningkatkan jumlah *Total Assetnya* setiap tahun. Perusahaan dengan rata-rata pertumbuhan paling besar adalah PT. Bakrie Sumatera Plantations Tbk. dengan rata-rata pertumbuhan sebesar 70,69% dan yang paling kecil adalah PT. Truba Alam Engineering Tbk. dengan angka -1,12%.

Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat penyimpangan didalam variabel variabel dan hubungannya satu sama lain. Ada 3 uji asumsi klasik yang dilakukan yaitu: uji autokorelasi, uji multikolinearitas dan uji heteroskedasitas.

Tabel 2. Tabel Hasil uji gejala autokorelasi

Model Summary^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,612 ^a	,375	,114	,8039838	1,907

a. Predictors: (Constant), growth(X5), ROA(X2), Total assets(X3), Age(X4), Liquidity(X1)

b. Dependent Variable: Capital structure (Y)

Sumber: Hasil Olahan Program SPSS 20

Pada tabel 2 menunjukkan hasil uji gejala autokorelasi dilakukan dengan melihat hasil Durbin-Watson yang nilainya sebesar 1,907. Dengan signifikansi 0,05, k (regressor)= 1 dan n (observasi)= 22 di peroleh nilai dl = 1,046 sementara nilai du = 1,535. oleh karena D-W 1,907 berada di atas dl= 1,046, maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi positif, hal ini berarti model regresi yang dihasilkan pada penelitian ini bebas dari autokorelasi.

Tabel 3. Tabel Hasil uji Multikolinearitas
Sumber: Hasil Olahan Program SPSS 20

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	8,387	9,661		,868	,402		
Liquidity(X1)	-,212	,206	-,396	-1,030	,323	,352	2,837
ROA(X2)	-1,141	2,905	-,126	-,393	,701	,503	1,988
1 Total assets(X3)	-,200	,308	-,216	-,650	,528	,471	2,124
Age(X4)	-,011	,008	-,387	-1,398	,187	,680	1,470
growth(X5)	-2,331	1,268	-,493	-1,839	,091	,724	1,381

a. Dependent Variable: Capital structure (Y)

Pada tabel 2 menunjukkan nilai *variance inflation factor* (VIF) dari kelima variabel independen yaitu Liquidity, profitabilitas, ukuran, usia dan pertumbuhan mempunyai nilai yang lebih kecil dari 5, sehingga bisa diduga bahwa antar variabel independen tidak terjadi persoalan multikolinearitas.

Tabel 3. Tabel Hasil uji heteroskedasitas

Coefficients ^a				
Model	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.

	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	5,188	5,977		,868	,402
Liquidity(X1)	-,084	,128	-,301	-,660	,522
ROA(X2)	,077	1,797	,016	,043	,966
1 Total assets(X3)	-,142	,190	-,295	-,748	,469
Age(X4)	-,002	,005	-,149	-,455	,657
growth(X5)	-,183	,784	-,074	-,233	,820

a. Dependent Variable: ABS_RES

Sumber: Hasil Olahan Program SPSS 20

Pada tabel 2 menunjukkan bahwa nilai signifikansi kelima variabel independen lebih dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah heteroskedastisitas pada model regresi.

Uji Hipotesis

Pengujian Hipotesis dilakukan menggunakan analisis regresi berganda, uji t dan ANOVA. Analisa linear berganda digunakan untuk melihat pengaruh sejumlah variabel independen pada variabel dependen, Uji t dilakukan untuk mengetahui pengaruh masing – masing variabel independent kepada variabel dependent dan ANOVA digunakan Uji ini digunakan untuk dapat mengetahui seberapa jauh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikatnya

Tabel 4. Tabel Hasil analisis regresi berganda dan uji t

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	8,387	9,661		,868	,402
	Liquidity(X1)	-,212	,206	-,396	-1,030	,323
	ROA(X2)	-1,141	2,905	-,126	-,393	,701
	Total assets(X3)	-,200	,308	-,216	-,650	,528
	Age(X4)	-,011	,008	-,387	-1,398	,187
	growth(X5)	-2,331	1,268	-,493	-1,839	,091

a. Dependent Variable: Capital structure (Y)

Sumber: Hasil Olahan Program SPSS 20

Model persamaan regresi yang terbentuk dari hasil perhitungan diatas adalah sebagai berikut:

$$\text{capital structure} = 8,387 - 0,212X1 - 1,141X2 - 0,2X3 - 0,011X4 - 2,331X5$$

Berdasarkan nilai probabilitas tiap variabel pada tabel diatas diambil kesimpulan:

- a. Variabel Likuiditas memiliki nilai signifikansi 0,323 lebih besar dari tingkat α 5% ($0,323 > 0,05$) maka H_a ditolak dan H_o diterima variabel likuiditas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.
- b. Variabel profitabilitas memiliki nilai signifikansi 0,701 lebih besar dari tingkat α 5% ($0,701 > 0,05$) yang berarti variabel profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.
- c. Variabel ukuran perusahaan memiliki nilai signifikansi 0,528 lebih besar dari tingkat α 5% ($0,528 > 0,05$) maka H_a ditolak dan H_o diterima variabel ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.
- d. Variabel usia memiliki nilai signifikansi 0,187 lebih besar dari tingkat α 5% ($0,187 > 0,05$) maka H_a ditolak dan H_o diterima variabel usia tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.
- e. Variabel pertumbuhan memiliki nilai signifikansi 0,091 lebih besar dari tingkat α 5% ($0,091 > 0,05$) maka H_a ditolak dan H_o diterima variabel pertumbuhan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. namun dalam tingkat α 10% variabel profitabilitas lebih kecil ($0,091 < 0,1$) maka dalam tingkat α 10% H_o ditolak dan H_a diterima bahwa variabel pertumbuhan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Tabel 5. Tabel Hasil uji ANOVA

ANOVA ^a					
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.

	Regression	4,651	5	,930	1,439	,280 ^b
1	Residual	7,757	12	,646		
	Total	12,408	17			

a. Dependent Variable: Capital structure (Y)

b. Predictors: (Constant), growth(X5), ROA(X2), Total assets(X3), Age(X4), Liquidity(X1)

Sumber: Hasil Olahan Program SPSS 20

Dengan menggunakan tingkat keyakinan 95%, $\alpha = 5\%$, P value yang didapatkan berdasarkan tabel diatas adalah 0,280.

Nilai P value > nilai $\alpha 5\%$ ($0,280 > 0,05$), maka H_0 diterima. Artinya variabel-variabel likuiditas, profitabilitas, ukuran, usia dan pertumbuhan perusahaan secara bersama-sama tidak signifikan mempengaruhi variabel struktur modal.

Dari hasil perhitungan statistik diatas didapatkan bahwa:

- a. Variabel Likuiditas memiliki pengaruh negatif kepada struktur modal dan tidak memiliki pengaruh yang cukup signifikan terlihat dari hasil uji t dimana nilai signifikansi dari likuiditas adalah 0,323 lebih besar dari 0,05 maka H_a ditolak dan H_0 diterima. pengaruh yang negatif terhadap struktur modal ini bertentangan dengan teori awal, namun penelitian serupa yang dilakukan oleh Seksak (2011) juga menemukan hal yang serupa, dimana penggunaan hutang jangka panjang dalam struktur modal di perusahaan-perusahaan di Thailand semakin sedikit seiring dengan meningkatnya likuiditas perusahaan. Hal ini terjadi karena perusahaan yang sudah mendapatkan keuntungan dari ekuitas yang lebih likuid akan lebih termotivasi untuk memakai lebih banyak modal sendiri dibandingkan memakai hutang jangka panjang. Hasil dari fakta ini adalah perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang jangka panjangnya seiring dengan meningkatnya tingkat likuiditas perusahaan. Penelitian lainnya di Amerika oleh Lipson dan Mortal (2010) serta Martell (2006) juga menemukan bahwa perusahaan yang lebih likuid akan mengurangi penggunaan hutang jangka panjangnya yang menghasilkan hubungan negatif antara likuiditas dan struktur modal. Hasil ini kemungkinan juga terjadi dikarenakan perusahaan yang lebih likuid akan membayar hutang-hutangnya yang mengakibatkan tingkat penggunaan hutang semakin menurun.

- b. Variabel Profitabilitas mempengaruhi struktur modal secara negatif dan terlihat tidak signifikan dari nilai signifikansi pada uji t dimana profitabilitas memiliki nilai 0,701 lebih besar dari tingkat α 5% ($0,701 > 0,05$). Ketidak sesuaian hasil dengan teori awal penulis ini ditemukan juga oleh penelitian lain yang dilakukan oleh Dr. Mohammad Shubita dan Dr. Maroof (2012) di 39 perusahaan di Jordania. Penelitian menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh secara negatif kepada struktur modal, dan penemuan ini mengimplikasikan bahwa peningkatan didalam hutang akan mengakibatkan berkurangnya profitabilitas. Dengan begitu semakin tinggi hutang yang diambil oleh perusahaan profitabilitasnya akan semakin menurun. Penemuan empiris lain oleh Myers dan Mjlf (1984) juga memperkuat hasil ini dengan menyatakan bahwa perusahaan yang tingkat profitabilitasnya lebih tinggi cenderung mempertahankan keuntungan dengan mengurangi posisi hutang mereka. Hasil ini juga mungkin terjadi dikarenakan perusahaan yang tingkat profitabilitasnya tinggi mempunyai sumber pendanaan dari dalam, yang berupa *retained earning*, lebih banyak. Hal ini menyebabkan perusahaan tidak ingin mengambil risiko mengurangi keuntungan dengan pembiayaan dari luar dan lebih memilih pembiayaan struktur modal dengan ekuitas. Hal ini menyebabkan tingkat kenaikan profitabilitas berbanding terbalik dengan penggunaan hutang jangka panjang dalam struktur modal.
- c. Variabel ukuran perusahaan berdasarkan hasil uji ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal, terlihat dari nilai signifikansi di tabel bahwa nilai variabel ukuran perusahaan 0,528 lebih besar dari tingkat α 5% ($0,528 > 0,05$) maka H_a ditolak dan H_o diterima sehingga variabel ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Pengaruh negatif variabel ukuran dan struktur modal tidak sesuai dengan teori awal penulis dimana usia berpengaruh secara positif. Hasil ini dapat dijelaskan oleh teori *pecking order* oleh Myers and Majluf (1984) dimana didalam teori itu dinyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar akan memiliki lebih banyak informasi sehingga mengurangi bias informasi kepada analis keuangan dan investor, sehingga perusahaan akan lebih mudah menerbitkan saham dibanding harus mengambil hutang.
- d. Variabel Usia memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terlihat dari hasil uji t yaitu nilai variabel usia 0,187 lebih besar dari tingkat α 5% ($0,187 > 0,05$) maka H_a ditolak dan H_o diterima. Hasil pengaruh negatif sesuai dengan teori awal. Penelitian

oleh Pfaffermayr, Stöckl dan Winner (2008) mendukung hasil ini. Penemuan mereka menemukan bahwa usia perusahaan berdampak negatif terhadap rasio hutang perusahaan yang berarti perusahaan yang lebih tua menggunakan lebih sedikit hutang daripada perusahaan yang lebih muda. Hal ini dapat terjadi dikarenakan perusahaan yang lebih muda ditemukan lebih sulit untuk menggunakan modal sendiri dan bergantung pada penggunaan hutang sehingga perusahaan yang lebih muda cenderung memiliki rasio hutang yang lebih tinggi. Hasil ini juga kemungkinan terjadi dikarenakan perusahaan yang usianya lebih tua mempunyai kredibilitas yang lebih terpercaya di mata para investor, memudahkan perusahaan untuk mendapat penanaman modal dari luar. Hal ini mengakibatkan perusahaan akan lebih memilih membiayai struktur modal dengan ekuitas dibanding hutang jangka panjang.

- e. Variabel Pertumbuhan perusahaan mempengaruhi struktur modal secara negatif dan tidak signifikan, nilai signifikansi sebesar 0,091 hasil ini lebih besar dari tingkat α 5% ($0,091 > 0,05$) namun pada tingkat α 10% nilai variabel profitabilitas lebih kecil daripada nilai signifikansi ($0,091 < 0,1$) maka H_a diterima dan H_0 ditolak variabel pertumbuhan memiliki pengaruh yang signifikan pada struktur modal. Pengaruh negatif variabel pertumbuhan kepada variabel struktur modal, tidak sesuai dengan teori awal, namun ada penelitian yang mendukung fenomena ini, Larry (1995) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara pertumbuhan perusahaan dan penggunaan hutang dalam perusahaan. Hal ini dapat terjadi apabila pertumbuhan perusahaan-perusahaan tersebut tidak diakui oleh pasar modal, ataupun bagi perusahaan yang pertumbuhannya tidak cukup signifikan untuk menutupi hutang-hutangnya. Hasil ini mungkin juga terjadi dikarenakan perusahaan yang diteliti merupakan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi, namun bukan lagi perusahaan yang berada di usia muda. Sehingga pertumbuhan perusahaan yang meningkat disini menunjukkan kinerja perusahaan yang baik. Hal ini memberikan keunggulan bagi perusahaan untuk menarik para investor saham sehingga perusahaan memutuskan untuk mengurangi pemakaian hutang jangka panjang.
- f. Berdasarkan hasil Uji F, P value $>$ nilai α 5% ($0,280 > 0,05$), maka H_0 diterima. Artinya variabel-variabel independen likuiditas, profitabilitas, ukuran, usia dan pertumbuhan perusahaan secara bersama-sama tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen struktur modal.

5. PENUTUP

Variabel-variabel independen likuiditas, profitabilitas, ukuran, usia dan pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap variabel dependennya yaitu struktur modal. Variabel variabel independen juga terlihat tidak signifikan mempengaruhi struktur modal berdasarkan hasil uji t, kecuali untuk variabel pertumbuhan yang signifikan pada tingkat α 10%.

Variabel-variabel likuiditas, profitabilitas, ukuran, dan usia perusahaan secara bersama-sama juga tidak signifikan mempengaruhi struktur modal.

DAFTAR RUJUKAN

- Abdulla, J (1994). An Empirical Investigation of Pecking Order Hypothesis: The Case of Kuwait. *Arab Journal of Administrative Sciences*, Vol.1. No.2. PP.407 423
- AL Taleb, G. & AL Shubiri, F. (2009). Capital Structure Decisions and Debt Maturity: an Empirical Evidence from Jordan. *The Journal of Commerce*, Vol 3. (4)
- Alderson, M., & B. Betker. (1995). Liquidation Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 39.
- Anderson, R.W. (2002). Capital Structure, Firm Liquidity, and Growth. *National Bank of Belgium Working Papers research series*.
- Beck, T. & Demirgüç-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking and Finance*.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*.
- Berger, A. N. & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*. **22**, (613–673).
- Brigham, Eugene F & Houston, J. F. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku satu, Edisi sepuluh. Jakarta: PT. Salemba Empat
- Byoun, S. (2007). Financial Flexibility, Firm Size, and Capital Structure. *Journal of Economic Literature*.

- Chen ,J. & Strange , R. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Journal of Economic Literature*.
- Diamond, D. (1991), Debt maturity structure and liquidity risk. *Quarterly Journal of Economics*, 106. (709–737).
- Donaldson, G., (1971), Strategy for Financial Mobility, Irwin Homewood (III.).
- Dr. Mohammad, F.S. & Dr. Jaafer, M. A. (2012). The Relationship between Capital Structure. *International Journal of Bussiness and Social Science, Vol 3. (16)*
- Durand, D.(1952). Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In *The Management of Corporate Capital*. Edited by Ezra Solomon.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity 1*, 141–206.
- Ferdinand, A. G. (1999). Growth opportunities, Capital Structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance, vol 5*.
- Frieder, L. & Martell, R. (2006). On capital structure and the liquidity of a firm's stock. *Working paper, Purdue University*.
- Fuest, C., Huber, B. & Nielsen, S. B. (2002), Why is the corporate tax rate lower than the personal tax rate? The role of new firms, *Journal of Public Economics*.87, (157–174).
- Ghozali, I.(2005). *Aplikasi Analisis Mutivariate dengan Program SPSS, Edisi ketiga, Badan Penerbit Universitas Diponegoro*. Semarang.
- Gordon, R. H. & Lee, Y. (2001). Do taxes affect corporate debt policy? Evidence from U.S. corporate tax return data. *Journal of Public Economics*.82, (195–224).
- Hyytinen, A. & Pajarinen, M. (2007). Is the cost of debt capital higher for younger firms?. *Scottish Journal of Political Economy* .54, (55–71).
- Jamreornvong ,S., Udomsirikul , P., & Jiraporn, P. (2011). Liquidity and Capital Structure: Evidence from a Bank-dominated Economy. *Journal of Economic Literature*.
- Kraus & Litzenberger, R.H.. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*.
- Keuschnigg, C. & Nielsen, S. B. (2004), Start-ups, venture capitalists, and the capital gains tax, *Journal of Public Economics*. 88, (1011–1042).

- Keuschnigg , C., & Nielsen ,S. B. (2006). [Self-Selection and Advice in Venture Capital Finance. University of St. Gallen Department of Economics working paper series](#)
- Kurshev ,A. & Strebulev, I. A. (2005). Firm Size and capital Structure.
- Lang L. (1995). leverage, investments, and firm growth. *Journal of financial economics*. 40
- Lipson, M.L. & Mortal, S.. (2010). Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*.
- Michael, P., Mathias, S., & Hannes, W. (2008). Capital Structure, Corporate Taxation and Firm Age. *Journal of Economic Literature*.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review* .48, (261–297).
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Finns have Information that Investors Don't Have. *Journal of Financial Economics*. Vol. 13, (PP.187-221).
- Myers, S. C., (1984), The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*. 34, (575-592).
- Myers, S.C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, (PP.147-175).
- Ozkan, A. (1996). Corporate Bankruptcies, Liquidation Costs and the Role of Banks. *The Manchester School*. Vol. 64, (pp. 187-221)
- Pandey, I.M.. (2004). Capital Structure Profitability, and Market Structure: Evidence from Malaysia. *Asia Pacific Journal of Economics and Bussiness*, vol 2. (2)
- Pulvino, T. (1998). Do Asset Fire Sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions. *Journal of Finance*. 53 ,939-978.
- Rodoni , A., & Ali,H. (2010). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Ross, W., & Jordan. (2008). *Essentials of Corporate Finance*. (6th Ed). McGraw-Hill International Edition: New York.
- Santoso, Singgih. 2001. *Mengolah Data Statistik Secara Profesional*. PT. Alex Media Komputindo: Jakarta.
- Sarkar, S., & Zapatero, F.. (2003). The Trade-Off Model with Mean Reverting Earnings: Theory and Empirical Tests. *The Economic Journal*. 113
- Sarwono, J. (2012). *Metode Riset Skripsi Pendekatan Kuantitatif*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Schlingemann, F.; R. Stulz; & R. Walkling.(2002) Divestitures and the Liquidity of the Market for Corporate Assets. *Journal of Financial Economic*. 64.

- Sibilkov, V. (2007). Asset sLiquidity and Capital Structure. *Journal of Economic Literature*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1992). Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach. *Journal of Finance*. 47
- Titman, S. and Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. Vol.43
- Uyanto, S. S., Ph.D. (2009). *Pedoman Analisis Data dengan SPSS*. (3rd Ed). Jakarta: Graha Ilmu.
- Weston, J. F. & Copeland T. E. (1996). *Manajemen keuangan*. 2. Jakarta: Erlangga
- Williamson, O. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance*. 43.
- Yunianti, F. R. (2011). *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2004-2009*. Skripsi. Universitas Diponegoro. Semarang.