

FAKTOR DETERMINASI STRUKTUR MODAL
(Studi Kasus Perusahaan Manufaktur BEI tahun 2005-2008)

Herry Subagyo

Fakultas Ekonomi Universitas Stikubank Semarang

email: h3rry_sbg@yahoo.com

Abstrak

Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan Struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Secara konsep faktor yang menentukan struktur modal dapat dibedakan dalam dua faktor, Makroekonomi dan Mikroekonomi. Faktor makroekonomi merupakan faktor yang tidak dapat dikendalikan (*Unconrtollable*) yang dalam penelitian ini diproksi dengan Tingkat Inflasi, Tingkat Bunga dan Pertumbuhan Ekonomi. Sedangkan faktor mikroekonomi merupakan faktor yang dapat dikendalikan (*controllable*) manajemen, dalam penelitian ini diproksi dengan Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Aktiva Berwujud dan Laba Ditahan. Hasil uji statistik menunjukkan bahwa seluruh indikator faktor Makroekonomi terbukti mempengaruhi struktur Modal, Sedangkan indikator faktor Mikroekonomi, tidak seluruhnya mempengaruhi kebijakan struktur modal.

Kata kunci : Struktur Modal, Makroekonomi, Mikroekonomi.

Abstract

This study aimed to examine factors that affect to capital structure policy on manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. By concept factors that determine capital structure can be divided into two factors, Macroeconomics and Microeconomics. Macroeconomic factors are factors that Unconrtollable which in this study proxied by Inflation, Interest Rates and Economic Growth. Microeconomic factors are factors that can be controlled, in this study proxied by profitability, company size, Intangible Assets and Retained Earnings. Statistical test results showed that all indicators Macroeconomic factors influence capital structure policy, while indicators Microeconomic factors, not all affecting capital structure.

Keywords: Capital Structure, Macroeconomics, Microeconomics.

PENDAHULUAN.

Pemilihan alternatif sumber dana merupakan keputusan yang sangat strategis dalam suatu perusahaan, karena menyangkut beban finansial jangka panjang. Keputusan memilih menggunakan utang dalam pembiayaan investasi akan menentukan struktur modal dalam perusahaan yaitu, proporsi utang dalam struktur sumber pembiayaan jangka panjang. Isu tentang Stuktur Modal menarik untuk terus dilakukan penelitian karena menyangkut pengaruhnya terhadap kinerja dan risiko perusahaan.

Keputusan struktur modal dipengaruhi oleh factor ekonomi di lingkungan perusahaan, kondisi

ekonomi tersebut bisa dibedakan dalam lingkungan internal dan lingkungan eksternal (Makroekonomi). Mikroekonomi adalah kondisi financial perusahaan yang secara langsung atau tidak langsung bisa dikendalikan manajemen (*controllable*). Indikator mikroekonomi tersebut antara lain: Profitabilitas (*Profitability*), Struktur Kepemilikan (*Ownership Structure*), Penghematan pajak (*Tax saving*), Ukuran Perusahaan (*Firm size*), Pertumbuhan Perusahaan (*firm Growth*), Jumlah aktiva berwujud (*Tangible Asset*) dan lainnya. Sedangkan makroekonomi adalah kondisi ekonomi dan moneter dilingkungan kegiatan operasi perusahaan. Kondisi ekonomi dan moneter

tersebut merupakan faktor yang menentukan pasar keuangan yang secara langsung akan mempengaruhi biaya modal (*Cost of Capital*). Indikator makroekonomi yang mempengaruhi keputusan struktur modal tersebut antara lain: Tingkat Suku Bunga (*Interest rate*), Tingkat Inflasi (*Inflation*), Nilai tukar (*Exchange Rate*) dan Pertumbuhan Ekonomi (*Economic growth*).

Penelitian tentang struktur modal telah banyak dilakukan, namun demikian hasil penelitian tersebut pada umumnya belum menghasilkan temuan yang konsisten. Perbedaan temuan tersebut pada umumnya disebabkan karena adanya perbedaan lingkungan ekonomi ketika dilakukan pengkajian. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa efektifitas kebijakan struktur modal ditentukan oleh lingkungan ekonomi ketika dilakukan keputusan tersebut, kondisi dan lingkungan ekonomi yang berbeda menuntut kebijakan yang berbeda pula. Selain itu, faktor yang menentukan kebijakan struktur modal sangat luas, setiap peneliti menggunakan faktor dan dasar pertimbangan yang berbeda, sehingga menghasilkan temuan yang berbeda pula. Mengutip pernyataan Myers (2001), bahwa pada dasarnya tidak ada konsep struktur modal yang berlaku secara universal, setiap teori hanya cocok untuk kondisi tertentu, apabila lingkungannya berubah maka, kebijakan tersebut harus disesuaikan. setiap faktor dapat dominan untuk beberapa perusahaan atau pada beberapa keadaan, namun di tempat lain faktor tersebut menjadi tidak penting.

Bukti empirik terkait dengan faktor yang mempengaruhi struktur modal dijelaskan oleh Harris dan Raviv (1991), Deemsomsak et al. (2004), Datta dan Agarwal (2009), serta Frank dan Goyal (2009). Harris dan Raviv (1991) dalam penelitiannya menemukan bahwa penggunaan utang berbanding lurus dengan besarnya aktiva tetap, penghematan pajak bukan utang (*Non-debt tax shield*), peluang tumbuh, dan ukuran perusahaan. Artinya bahwa Besarnya Aktiva Tetap, Penghematan Pajak, Peluang Tumbuh dan Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Sedangkan Variabel volatilitas harga saham, Biaya Advertensi, Biaya Riset dan

Pengembangan, Probabilitas Kebangkrutan dan Keunikan Produk berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal.

Deemsomsak et al. (2004) melakukan pengujian di empat negara Asia Pasifik, Malaysia, Thailand, Singapura dan Australia, pengujian dilakukan untuk mengetahui faktor yang mempengaruhi kebijakan Struktur Modal pada lingkungan ekonomi yang berbeda. Hasil penelitian tersebut menunjukkan, bahwa faktor determinasi struktur modal pada masing-masing negara tidak sama. Bukti empirik ini menunjukkan bahwa keputusan struktur modal dipengaruhi oleh lingkungan makroekonomi dimana perusahaan itu beroperasi. Perbedaan ini antara lain: aktivitas pasar modal, Tingkat Suku Bunga, Peraturan yang terkait dengan perlindungan investor serta konsentrasi kepemilikan. Secara umum hasil penelitiannya tersebut menemukan adanya kesamaan faktor yang menentukan struktur modal di empat negara tersebut antara lain : Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan, *Non-debt tax shield*, dan likwiditas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. Bukti empirik lain ditemukan oleh Datta dan Agarwal (2009), yang telah melakukan penelitian perusahaan di India, khususnya ketika perekonmian sedang tumbuh. Hasil penelitian tersebut menemukan adanya kecenderungan perusahaan menggunakan sumber dana internal dalam membiayai kebutuhan operasionalnya. Secara rinci hasil penelitian tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut Profitabilitas, Ukuran perusahaan dan *Non-debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan Peluang tumbuh, dan Aktiva berwujud berpengaruh positif terhadap struktur modal. Bukti empirik sebagaimana dijelaskan tersebut menunjukkan adanya variabel yang memiliki arah yang berlawanan dengan penelitian sebelumnya, khususnya Ukuran perusahaan dan Peluang Tumbuh. Frank dan Goyal (2009) melakukan pengujian terhadap variabel yang konsistens berpengaruh terhadap struktur modal, khususnya perusahaan di Amerika pada tahun 1950-2003. Hasil penelitian tersebut

menemukan adanya enam faktor yang secara konsisten mempengaruhi kebijakan struktur modal yaitu: *Leverage* Rata-rata Industry, Aktiva Berwujud (*Tangible assets*), Profitabilitas, Ukuran Perusahaan (*Firm size*), Inflasi dan *Market to books ratio*. Dari ke enam faktor tersebut, faktor *market to books ratio* berpengaruh negatif dengan Struktur Modal, sedangkan faktor yang lain berpengaruh positif dengan struktur modal.

Bukti empirik Terkait dengan pengaruh faktor lingkungan Makroekonomi terhadap kebijakan struktur modal ditemukan oleh De Angelo dan Masulis (1980), bahwa inflasi secara teoritis dapat mendorong penggunaan utang karena secara relatif menjadi lebih murah, temuan tersebut didukung oleh Kim dan Wu (1988), serta Franks dan Goyal (2009). Selanjutnya, Damodaran dalam penelitiannya menemukan bahwa Tingkat bunga, Kurs dan inflasi mempengaruhi kebijakan struktur modal. Bukti empirik sebagaimana dijelaskan tersebut menunjukkan bahwa faktor Makroekonomi dipertimbangkan oleh manajemen dalam menentukan Struktur Modal.

Bukti empirik Sebagaimana dijelaskan pada pembahasan sebelumnya serta dampak keputusan Struktur Modal terhadap risiko perusahaan mendorong peneliti untuk mengkaji lebih jauh tentang faktor apa saja yang menjadi pertimbangan manajemen dalam menentukan kebijakan struktur modal tersebut.

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Struktur Modal merupakan kebijakan pemilihan sumber dana untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan, Alternatif sumber dana tersebut dapat dipenuhi dari sumber internal yaitu, laba ditahan (*Retained Earning*) atau sumber eksternal berupa emisi saham (*Stock*) atau Obligasi (*Debt*). Pemilihan alternatif sumber dana tersebut tidaklah mudah karena menyangkut konsekuensi finansial jangka panjang yang berdampak terhadap risiko dan kinerja perusahaan. Oleh karena manajemen perlu mempertimbangkan dengan seksama sebelum memutuskan kebijakan

tersebut.

Terkait dengan penggunaan utang, Stiglitz (1969), menyatakan bahwa suatu perusahaan pada dasarnya memiliki tingkat utang yang optimal, dan berusaha untuk menyesuaikan tingkat utang kearah yang optimal tersebut ketika perusahaan berada pada level utang yang terlalu tinggi (*over leverage*), atau terlalu rendah (*under leverage*). Pada kondisi stabil, perusahaan akan menyesuaikan tingkat utangnya pada rata-rata utangnya jangka panjang. Titik optimal akan terbentuk, karena adanya manfaat penghematan pajak sebagai faktor pendorong penggunaan utang dan biaya *financial distress* sebagai faktor yang menekan penggunaan utang. Selanjut dijelaskan pula, bahwa tingkat keuntungan perusahaan dan pajak yang harus dibayarkan merupakan hubungan yang searah, sehingga perusahaan memiliki motivasi untuk mengurangi pajak perusahaan dengan meningkatkan utang. Pendapat yang lain dijelaskan oleh Jensen (1986) menurutnya faktor yang dapat meningkatkan utang perusahaan adalah penggunaan arus kas bersih (*free cash flows*), yang dimiliki perusahaan. Penggunaan ini dimaksudkan untuk menghindari penggunaan yang tidak perlu yang dilakukan oleh manajer ketika perusahaan memiliki kas bersih yang berlebihan, misalnya, meningkatkan fasilitas manajer (mobil, kantor, rumah dinas). Atau investasi yang tidak menghasilkan keuntungan bagi pemilik perusahaan. Dengan adanya masalah seperti ini, maka manajer didorong untuk meningkatkan utangnya sehingga arus kas dapat digunakan untuk membayar bunga utang, yang selanjutnya perusahaan akan mendapatkan keuntungan dari penghematan pajak atas pembayaran bunga utang (*tax deductible*). Di sisi lain, penggunaan utang yang terlalu tinggi lebih rentan terhadap risiko *financial distress*. Dalam kondisi ini perusahaan akan kehilangan peluang investasi karena sebagian aset yang dimiliki akan digunakan untuk membayar utang-utangnya. Disamping itu perusahaan akan menanggung biaya modal (*Cost of Capital*) yang meningkat apabila menggunakan sumber pendanaan eksternal yang baru karena meningkatnya risiko gagal bayar (*default*) yang

diperkirakan oleh investor. Apabila hal ini terjadi maka perusahaan ini akan melepaskan kesempatan investasinya, meskipun peluang investasi tersebut memberikan nilai NPV yang positif. Kondisi-kondisi seperti yang dijelaskan tersebut merupakan faktor yang mendorong terwujudnya titik optimal, titik tersebut merupakan titik keseimbangan antara manfaat dan biaya yang perusahaan pada tingkatan utang yang seimbang.

Secara konsep faktor yang mempengaruhi kebijakan Struktur Modal dapat dibedakan dalam Lingkungan Mikroekonomi dan lingkungan Makroekonomi. Mikroekonomi merupakan kondisi internal perusahaan tersebut secara langsung atau tidak langsung dapat dikendalikan (*Controllable*) manajemen kondisi internal yang mempengaruhi tersebut antara lain: Tingkat Keuntungan (*Profitability*), Struktur Kepemilikan (*Ownership Structure*), Penghematan pajak (*Tax saving*), Ukuran Perusahaan (*Firm size*), Pertumbuhan Perusahaan (*Growth*), Jumlah aktiva tetap (*Fixed Asset*), dan lainnya. Sedangkan Makroekonomi merupakan kondisi ekonomi dan moneter yang tidak dapat dikendalikan (*Uncontrollable*) manajemen, namun faktor tersebut berpengaruh secara langsung terhadap pasar financial dimana perusahaan mencari sumber pembiayaan. Faktor Makroekonomi tersebut antara lain: Tingkat Suku Bunga (*Interest rate*), Tingkat Inflasi (*Inflation*), Nilai tukar (*Exchange Rate*) dan Pertumbuhan Ekonomi (*Economic growth*). Kedua faktor tersebut penting untuk dipertimbangkan dalam menentukan Struktur Modal agar tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat diwujudkan.

Hubungan logis faktor determinasi struktur modal secara rinci disajikan dalam pembahasan berikut ini :

Profitabilitas dan Struktur Modal.

Profitabilitas merupakan ukuran kinerja keuangan yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Perusahaan

yang memiliki kemampuan menghasilkan laba menunjukkan ketersediaan likuiditas yang memadai untuk membiayai kebutuhan finansialnya. Myers dan Majluf (1984) menjelaskan bahwa perusahaan lebih suka menggunakan sumber dana internal karena lebih murah. Penjelasan tersebut menunjukkan adanya hubungan negatif antara profitabilitas dengan penggunaan utang. Bukti empirik hubungan profitabilitas dengan penggunaan utang juga dijelaskan oleh Titman dan Wessel (1988), Rajan dan Zingales (1995) Frank dan Goyal (2003), Akhtar (2005), Daskalakis dan Psillaki (2005), Frank dan Goyal (2009), bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Temuan ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Myers dan Majluf (1984). Selanjutnya, Datta dan Agarwal (2009) melakukan penelitian perusahaan di India ketika perekonomian dan posisi likuiditasnya tinggi. hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung menggunakan sumber dana internal. Hasil penelitian ini arah yang sama dengan penelitian sebagaimana dijelaskan sebelumnya. Berdasarkan pada hubungan logis dan bukti empirik sebagaimana dijelaskan dalam pembahasan sebelumnya selanjutnya diajukan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Ukuran Perusahaan dan Struktur modal

Ukuran perusahaan dapat diinterpretasikan besarnya aktivitas operasional perusahaan, aktivitas operasional ini bisa diindikasikan dengan besarnya penjualan yang dihasilkan, jumlah aktiva yang dimiliki atau jumlah karyawan yang bekerja. Perusahaan yang memiliki ukuran besar pada umumnya lebih mudah untuk akses ke sumber pendanaan sehingga sumber pembiayaannya lebih bervariasi dibanding dengan perusahaan yang ukurannya kecil. Di lihat dari persepektif keterbukaan informasi, perusahaan yang besar cenderung lebih terbuka sehingga lebih

transparan. Perusahaan yang terbuka mudah dinilai oleh pihak eksternal sehingga informasi asimetri relatif lebih rendah. Bukti empirik hubungan ukuran perusahaan dengan struktur modal dijelaskan oleh Fama dan French (2002), bahwa perusahaan kecil memiliki kecenderungan asimetri informasi yang tinggi dan sebaliknya, perusahaan besar tingkat informasi asimetrinya relatif rendah. selanjutnya, Daskalakis dan Psillaki (2005), Qian et al.(2007), Datta dan Agarwal (2009), Akhtar dan Oliver (2009) menjelaskan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan *leverage*. Penelitian hubungan ukuran perusahaan dengan struktur modal di bursa efek di Indonesia dilakukan oleh Kasenda (2005), hasilnya mendukung penelitian sebelumnya, bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*. Berdasarkan bukti empirik sebagaimana dijelaskan di atas, maka diajukan hipotesis 2 sebagai berikut :

Hipotesis 2: *Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur modal*

Pengaruh aktiva berwujud terhadap Kebijakan Struktur modal

Aktiva berwujud (*Tangible assets*) seperti gedung, mesin dan peralatan yang digunakan untuk operasional perusahaan merupakan aktiva yang lebih mudah untuk dinilai oleh pihak luar. Bagi kreditor aktiva berwujud merupakan jaminan (*Collateral assets*) yang dapat digunakan untuk mengganti kemungkinan risiko gagal bayar. Dengan demikian, besarnya aktiva berwujud menggambarkan rendahnya ekspektasi biaya kebangkrutan. Bukti empirik hubungan aktiva berwujud dengan struktur modal ditemukan oleh Harris dan Raviv (1991), bahwa struktur modal perusahaan meningkat searah dengan besarnya aktiva tetap, Rajan dan Zingales (1995), Pandey (2004), Shah dan Khan (2007), Andrianto (2007), Frank dan Goyal (2009) dalam penelitiannya menemukan pengaruh positif aktiva berwujud terhadap struktur modal. Berdasarkan pada bukti empirik hubungan aktiva berwujud dengan kebijakan struktur modal

sebagaimana dijelaskan di atas, maka diajukan hipotesis 3 sebagai berikut :

Hipotesis 3: *Aktiva berwujud berpengaruh positif terhadap struktur modal*

Reinvestasi dan Struktur Modal.

Reinvestasi merupakan penggunaan sumber dan internal hasil operasional perusahaan. Penggunaan sumber dana ini secara langsung akan memperkuat basis ekuitas perusahaan, sehingga menurunkan struktur modal perusahaan. Secara konsep, Kebijakan reinvestasi berkaitan langsung dengan kebijakan dividen. Semakin besar pembayaran dividen kas, semakin kecil dana yang investasikan kembali, dan sebaliknya, apabila perusahaan menggunakan sumber dana internal untuk investasi, maka akan menurunkan proporsi utang dalam struktur modal perusahaan. Berdasarkan pada hubungan logis sebagaimana dijelaskan berikut ini diajukan hipotesis 4 sebagai berikut:

Hipotesis 4: *Reinvestasi berpengaruh negatif terhadap struktur modal.*

Inflasi dan Kebijakan Struktur Modal

Inflasi merupakan indikator ekonomi yang menggambarkan turunnya nilai uang dibandingkan dengan harga barang secara umum dan terus menerus (Sukirno, 2000). Meningkatnya harga barang relatif dibandingkan dengan nilai uang dapat diinterpretasikan turunnya tingkat bunga riil, dalam kondisi seperti ini mendorong manajemen untuk memilih menggunakan utang karena secara riil menjadi lebih murah. Bukti empiris hubungan struktur modal dengan inflasi dijelaskan oleh De Angelo dan Masulis (1980), berdasarkan hasil penelitiannya menemukan bahwa inflasi berpengaruh positif terhadap penggunaan utang, temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung menggunakan utang ketika tingkat inflasi tinggi karena secara riil biaya modal lebih murah. Hasil yang searah juga ditemukan oleh Pattersnak dan Rosenberg (2002), Frank dan Goyal (2003), Frank Dan Goyal (2009), Wu (2009) dan Bobkin (2009). Berdasarkan hubungan logis inflasi

dengan struktur modal sebagaimana dijelaskan berikut ini diajukan hipotesis 5 sebagai berikut:

Hipotesis 5 : *Inflasi berpengaruh positif terhadap struktur modal*

Tingkat Bunga dan Struktur Modal.

Tingkat bunga pada umumnya digunakan sebagai ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan untuk memperoleh dana tersebut dari para pemilik modal (kreditur). Tingkat bunga ini disebut dengan bunga pinjaman (Iwardono,1999). Oleh karena itu, tingkat bunga sebenarnya merupakan harga yang bersedia untuk dibayar oleh masyarakat yang membutuhkan uang (debitur), tingkat bunga ini terbentuk di pasar uang dan pasar modal.

Dilihat dari perspektif perusahaan, tingkat bunga merupakan komponen biaya modal bagi perusahaan, sehingga naiknya tingkat suku bunga ini merupakan tambahnya beban biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan. Dengan demikian ketika tingkat bunga meningkat manajemen akan merespon dengan menyesuaikan tingkat struktur modalnya untuk mengungurangi beban finansial yang harus dibayarkan.

Bukti empirik hubungan tingkat bunga dengan struktur modal telah dilakukan, antara lain oleh Kim dan Wu (1988), Damodaran (1997), menemukan bahwa. Graham dan Harvey (2001) dalam penelitiannya menemukan bahwa penerbitan obligasi terjadi pada saat tingkat bunga rendah. Barry et al (2009) dalam penelitiannya menemukan bahwa penerbitan surat utang perusahaan pada umumnya dilakukan ketika tingkat bunga sedang menurun, temuan mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Kim Wu (1998) dan Havey (2001). Berdasarkan pada hubungan logis dan dan bukti empirik sebagaimana dijelaskan berikut ini diajukan hipotesis 6 sebagai berikut :

Hipotesis 6: *Tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap struktur modal*

Pertumbuhan Ekonomi dan Kebijakan Struktur Modal.

Pertumbuhan ekonomi menggambarkan standar kehidupan yang meningkat dalam jangka panjang, peningkatan tersebut berasal dari peningkatan pendapatan, sehingga memungkinkan masyarakat mengkonsumsi jumlah barang dan jasa yang lebih banyak dan beragam (Mankiw,2003). Untuk mengukur pertumbuhan ekonomi, para ekonom menggunakan data *gross domestic product* (GDP) dengan mengukur pendapatan total setiap orang dalam perekonomian. Secara logis, dapat dijelaskan bahwa tingkat pertumbuhan ekonomi dan investasi mempunyai hubungan positif yang timbal balik. Hubungan timbal balik tersebut terjadi karena disatu sisi, semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, berarti semakin besar bagian dari pendapatan yang bisa ditabung, sehingga investasi yang tercipta akan semakin besar. Disisi lain, semakin besar investasi di suatu negara, akan semakin besar pula tingkat pertumbuhan ekonomi yang bisa dicapai, maka tingkat pertumbuhan ekonomi merupakan fungsi dari investasi. Dilihat dari perspektif perusahaan, pertumbuhan ekonomi menggambarkan meningkatnya daya beli masyarakat yang dapat berdampak positif terhadap kinerja perusahaan, yang selanjutnya akan mendorong pertumbuhan investasi.

Bukti empiris pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap kebijakan struktur modal dijelaskan oleh Kim dan Wu (1988), Damodaran (1997), menemukan faktor eksternal yang terdiri dari tingkat suku bunga, perubahan kurs, tingkat inflasi dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Penelitian lain dilakukan oleh Gertler dan Gilchrist (1993), menemukan bahwa penerbitan surat utang secara agregrat terjadi pada saat resesi, dan mempunyai hubungan yang searah dengan kontraksi moneter, Sedangkan Rajan dan Zingales (1995), dalam penelitian menjelaskan bahwa pertumbuhan ekonomi suatu negara akan berdampak pada struktur modal perusahaan. Shingh dan Arora (2007), Strebulaev, et al. (2008) menjelaskan bahwa kebijakan struktur modal mengikuti pola perubahan kondisi ekonomi, artinya bahwa

perusahaan akan menyesuaikan struktur modalnya dengan tingkat pertumbuhan ekonomi. Berdasarkan hubungan logis dan bukti empirik sebagaimana dijelaskan, berikut ini diajukan hipotesis 7 sebagai berikut :

Hipotesis 7: Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN.

Populasi dan Sampel.

Obyek dari penelitian ini adalah perusahaan yang *Go Publik* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang listed di BEI periode 2005-2008. Pemilihan periode ini dilakukan dengan mempertimbangkan stabilitas perekonomian yang terjadi di Indonesia sehingga dapat diperoleh data yang reliabel.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang menyajikan laporan keuangan secara rutin dan konsisten
2. Perusahaan yang sahamnya selalu aktif diperdagangkan dalam pasar modal

Data yang digunakan merupakan data *time series* dan *Cross section (pooling data)*, dari seluruh perusahaan yang memenuhi kriteri seperti yang ditetapkan tersebut di atas. Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan tersebut jumlah sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 358

Pengukuran Variabel

Untuk mempertegas konsep variable, penelitian ini menggunakan proksi dan pengukuran variable yang mengacu pada konsep yang digunakan peneliti sebelumnya, hal ini dilakukan agar penelitian ini memiliki justifikasi yang dapat dipertanggungjawabkan secara ilmiah. Proksi dan pengukuran variable penelitian disajikan dalam Tabel 1 sebagai berikut.

**Tabel 1:
Proksi dan Pengukuran Variabel**

| NO | Variabel | Proksi | Pengukuran |
|----|---------------------|-----------------|-------------------------------------|
| 1 | Profitabilitas | ROA | Laba Usaha : Total Aktiva |
| 2 | Ukuran Perusahaan | Total Aktiva | Ln Total Aktiva |
| 3 | Aktiva Berwujud | Aktiva Tetap | Aktiva Berwujud : Total Aktiva |
| 4 | Reinvestasi | Laba ditahan | (Laba ditahan : Total Aktiva |
| 5 | Inflasi | Tingkat Inflasi | $SRI = a + \beta_{inf}$ |
| 6 | Tingkat Bunga | SBI | $SRI = a + \beta_{SBI}$ |
| 7 | Pertumbuhan Ekonomi | GDP | $SRI = a + \beta_{GDP}$ |
| 8 | Struktur Modal | LTD | Utang jangka Panjang : Total Aktiva |

Teknik Analisis.

Untuk menguji apakah variable-variabel independen mempengaruhi variabel dependen menggunakan model regresi berganda yang diformulasikan sebagai berikut :

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6 + b_7 X_7 + \epsilon_1$$

Dimana :

Y : Variable dependen

A: Konstanta

$X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6, X_7$: Variabel independen

$b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6, b_7$: koefisien Regresi

ϵ_1 : Residual

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil uji statistik faktor-factoryang diprediksi mempengaruhi struktur modal serta hasil pengujian normalitas dan uji asumsi klasik seperti terlihat (lihat lampiran), selanjutnya dilakukan pembahasan hasil penelitian dengan mengkaitkan teori yang mendasari dan argumentasi rasional serta temuan hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur modal.

Profitabilitas diprediksikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan struktur modal, dasar pemikiran ini mengacu pada argumentasi *pecking order* yang menyatakan bahwa sumberdana internal merupakan sumber dana yang paling murah karena terbebas dari biaya asimetri

informasi. Perusahaan yang memperoleh keuntungan tinggi mempunyai kesempatan untuk menggunakan sumber dana tersebut sehingga proporsi utang seharusnya lebih rendah apabila dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat profitabilitasnya rendah. Penelitian ini menemukan pengaruh negatif profitabilitas terhadap kebijakan struktur modal.

Hasil temuan ini menunjukkan adanya kecenderungan manajemen lebih mengutamakan penggunaan sumber dana internal tersebut untuk diinvestasikan kembali. Hasil penelitian ini sesuai dengan argumentasi *Pecking order* yang menyatakan sumber dana internal merupakan sumber dana yang paling murah. Penelitian juga mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Frank dan Goyal (2003), Akhtar (2005), Daskalakis dan Psillaki (2005), Frank dan Goyal (2009), dalam penelitiannya menemukan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung rendah tingkat *leverage*-nya. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian pada perusahaan di Bursa efek Indonesia yang dilakukan oleh Cristanti (2006), Setyawan dan Sutapa (2006), Amelia (2010).

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur modal.

Ukuran perusahaan diprediksi berpengaruh positif terhadap kebijakan struktur modal, dasar pemikiran ini mengacu pada *Pecking order* terkait dengan asimetri informasi, yang menyatakan bahwa perusahaan besar lebih transparan sehingga relatif rendah asimetris informasinya. Pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap kebijakan struktur modal juga didasari oleh pemikiran bahwa perusahaan yang besar pada umumnya melakukan diversifikasi dengan baik sehingga aliran kasnya cenderung stabil, sehingga memungkinkan untuk membayar beban tetap yang ditimbulkan karena penggunaan utang.

Hasil penelitian ini menemukan pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap kebijakan struktur modal, sesuai dengan prediksi sebelumnya. Penelitian ini juga mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Frank dan Goyal (2003), Datta dan Agarwal (2009),

bahwa perusahaan besar memiliki informasi asimetri yang rendah sehingga cenderung berperilaku seperti yang dijelaskan dalam teori *Pecking Order*.

Pengaruh Aktiva berwujud terhadap struktur modal.

Aktiva berwujud diprediksi berpengaruh positif terhadap struktur modal, dasar pemikiran ini mengacu pada pernyataan Frank dan Goyal (2009) menjelaskan bahwa aktiva berwujud seperti gedung, tanah dan mesin merupakan aktiva yang mudah untuk dinilai oleh pihak eksternal dan tidak mudah untuk di manipulasi, kondisi ini sejalan dengan argumentasi asimetri informasi. Disamping itu, aktiva berwujud juga merupakan *Collateral assets* yang dapat dijadikan jaminan bagi para kreditur sehingga memungkinkan untuk memperoleh sumber dan utang.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa aktiva berwujud tidak terbukti mempengaruhi struktur modal, meskipun koefisien arah variable ini sesuai dengan prediksi sebelumnya, tetapi nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 (sig 0,117). Temuan ini memberi pengertian bahwa Aktiva berwujud bukan merupakan faktor yang menentukan kebijakan struktur modal. Artinya, *collateral assets* bukan merupakan unsur utama dalam mendapatkan utang, tetapi lebih mengutamakan prospek dan rendahnya resiko bisnis, hal ini mengacu pada pemahasan sebelumnya yang menunjukkan peran profitabilitas dan ukuran perusahaan dalam menentukan struktur modal.

Pengaruh Reinvestasi terhadap struktur modal

Reinvestasi diprediksi berpengaruh negatif terhadap struktur modal. prediksi tersebut didasari pada logika bahwa penggunaan sumberdana internal akan meningkatkan basis ekuitas perusahaan. dengan kata lain, penggunaan sumberdana internal akan menurunkan proporsiutang perusahaan.

Hasil temuan penelitian ini menunjukkan bahwa reinvestasi berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. koefisien arah ini tidak

sesuai dengan dugaan sebelumnya yang memprediksi pengaruh negatif. fenomena ini cukup menarik, karena kebijakan reinvestasi ini pada dasarnya adalah menjaga keseimbangan struktur modal. semakin tinggi penggunaan sumberdana ini seharusnya mempunyai pengaruh negatif terhadap penggunaan utang. Temuan ini mengindikasikan bahwa meningkatnya sumberdana internal ini tidak digunakan untuk keseimbangan struktur modal, tetapi untuk meningkatkan kapasitas utangnya (*borrowing capacity*), mengingat ekuitas yang dimiliki juga dapat dijadikan jaminan atau ukuran kemampuan membayar kewajiban. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Ismiyati dan Hanafi (2003) yang menemukan hubungan yang negatif antara dividen dengan *leverage*, artinya apabila laba ditahan meningkat utang juga meningkat. Fenomena ini sangat menarik apabila dikaitkan dengan pembahasan sebelumnya tentang pengaruh aktiva berwujud yang tidak signifikan terhadap kebijakan struktur modal. artinya sumber pembiayaan (utang) tidak lagi banyak bergantung pada aktiva berwujud sebagai jaminan, akan tetapi tingkat resiko dan nilai fundamental menjadi jaminan terbukanya akses untuk mendapatkan utang.

Pengaruh Inflasi terhadap Struktur modal

Inflasi diprediksi berpengaruh positif terhadap kebijakan pendanaan, logika hubungan ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh De Angelo dan Masulis (1980), Frank dan Goyal (2009) bahwa inflasi menurunkan biaya modal riil, sehingga secara relatif pada saat inflasi biaya modal menjadi murah.

Hasil penelitian ini secara statistik terbukti mempengaruhi kebijakan struktur modal akan tetapi koefisien arahnya tidak sesuai dengan prediksi sebelumnya. Hal ini bisa dilihat dari nilai beta $-0,04$ dengan signifikansi $0,00$. Hasil temuan ini bertentangan dengan prediksi sebelumnya yang didasarkan pada logika teori ekonomi. Namun demikian fakta empiris menunjukkan bahwa perubahan inflasi berpengaruh negatif terhadap utang. Temuan ini

mengindikasikan bahwa perusahaan melakukan penyesuaian utangnya ketika terjadi kenaikan inflasi, penyesuaian ini terpaksa dilakukan karena meningkatnya beban operasional. Terkait dengan temuan penelitian ini, Tandelilin (2003) menjelaskan bahwa inflasi dapat meningkatkan pendapatan dan biaya perusahaan dari meningkatnya harga. Jika peningkatan biaya produksi lebih tinggi dari peningkatan harga jual produk maka akan menekan tingkat profitabilitas. Kondisi yang demikian tidak mungkin perusahaan menambah kapasitas utangnya, bahkan cenderung mengurangi beban tetapnya, salah satunya adalah mengurangi utang, dengan demikian menjadi logis ketika tingkat inflasi meningkat perusahaan justru mengurangi kapasitas utangnya untuk mengurangi beban tetap.

Pengaruh Tingkat Bunga terhadap struktur modal

Tingkat bunga diprediksi berpengaruh negatif terhadap struktur modal, prediksi tersebut didasarkan pada realitas bahwa bunga merupakan harga yang harus dibayar bagi yang membutuhkan (debitur), semakin tinggi tingkat bunga semakin besar harga yang harus dibayar. Kim dan Wu (1988) menjelaskan bahwa tingkat bunga akan direspon oleh perusahaan dengan menyesuaikan struktur utangnya. Sedangkan Graham dan Harvey (2001) mengemukakan bahwa penerbitan obligasi pada umumnya dilakukan ketika tingkat bunga rendah.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa tingkat bunga berpengaruh negative terhadap struktur modal sesuai dengan dugaan sebelumnya. Temuan ini dapat dijelaskan dari sudut pandang pelaku bisnis, bahwa utang merupakan komponen biaya, kenaikan tingkat bunga dapat meningkatkan biaya operasional, tentunya kenaikan ini akan direspon dengan mengurangi rasio utangnya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Coles, et al (2004) dan Barry et al (2009) yang menemukan bahwa penerbitan surat utang dilakukan pada saat tingkat bunga menurun.

Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi terhadap Struktur modal.

Pertumbuhan ekonomi diprediksi berpengaruh positif terhadap struktur modal, prediksi ini mengacu pada teori ekonomi yang menjelaskan bahwa pertumbuhan ekonomi merupakan standar materi kehidupan yang meningkat dalam jangka sepanjang, peningkatan tersebut berasal dari peningkatan pendapatan, sehingga memungkinkan orang-orang mengkonsumsi jumlah barang dan jasa yang lebih banyak dan beragam (Mankiw, 2003). Bagi perusahaan pertumbuhan ekonomi merupakan peningkatan daya beli masyarakat yang harus direspon dengan kegiatan investasi. Meningkatnya investasi tersebut mendorong manajemen untuk mencari sumberdana untuk merealisasikan investasi tersebut.

Penelitian ini menemukan Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap struktur modal, temuan ini sesuai dengan dugaan sebelumnya bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap struktur modal. Temuan ini mengindikasikan bahwa manajemen merespon peluang investasi dengan menggunakan sumber dana utang. hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Rajan dan Zingale (1995), dan Bobkin (2009).

PENUTUP

Simpulan.

Hasil pengujian sebagaimana dijelaskan dalam pembahasan sebelumnya membuktikan bahwa perusahaan di Indonesia, khususnya industri manufaktur mempertimbangkan faktor makroekonomi dan faktor mikroekonomi dalam memutuskan penggunaan utang. Bukti empiris ini bisa dilihat dari hasil pengujian hipotesis dari ketiga indikator makroekonomi secara statistik terbukti mempengaruhi kebijakan struktur modal. Temuan ini menunjukkan bahwa manajemen selalu merespon dan menyesuaikan kebijakan struktur modalnya dengan perubahan lingkungan makroekonomi. Faktor mikroekonomi tidak semuanya terbukti

mempengaruhi struktur modal, aktiva berwujud merupakan variable yang tidak terbukti mempengaruhi penggunaan utang. fenomena ini mengindikasikan bahwa prospek bisnis dan rendahnya resiko merupakan faktor yang penting yang dipertimbangkan pihak kreditur

Implikasi Manajerial

Tingkat bunga merupakan variabel yang terbukti mempengaruhi Kebijakan struktur modal. temuan ini menunjukkan kebijakan pendanaan peka terhadap perubahan Tingkat Bunga, artinya bahwa perubahan tingkat bunga akan segera direspon oleh perusahaan dengan melakukan penurunan rasio utang. untuk itu pembentukan struktur modal yang fleksibel menjadi sangat penting, yaitu kebijakan struktur modal yang mudah disesuaikan dengan perubahan lingkungan makroekonomi. Inflasi tidak secara langsung mempengaruhi kebijakan pendanaan, tetapi secara tidak langsung, yaitu melalui lembaga pembiayaan (Bank, Pasar modal). Pada saat inflasi tinggi lembaga pembiayaan cenderung selektif dan memperketat kebijakan kreditnya hal ini dilakukan untuk mengurangi resiko, karena naiknya inflasi akan menurunkan daya beli masyarakat. Dampak dari pengetatan yang dilakukan oleh lembaga pembiayaan tersebut adalah terbatasnya fasilitas kredit bagi perusahaan, sehingga manajer harus mampu melakukan antisipasi dengan alternatif sumber pembiayaan internal.

Keterbatasan Penelitian

model penelitian yang dibangun hanya menghasilkan *Adjusted R-Square* yang relatif rendah 0,494, Nilai ini menunjukkan bahwa model yang dibangun hanya mampu menjelaskan 49,4% kebijakan pendanaan 50,4% dijelaskan oleh faktor diluar model. Maknanya, bahwa masih ada variabel penting diluar model ini yang dapat menjelaskan variasi dalam kebijakan struktur modal.

Agenda Penelitian mendatang.

Untuk menyempurnakan hasil penelitian ini, dimasa yag akan datang perlu dilakukan

penambahan variabel, sehingga dapat dibangun model yang lebih mampu menjelaskan kebijakan struktur modal. variabel yang dapat dipertimbangkan untuk dimasukkan dalam model mengacu pada hasil penelitian Frank dan Goyal (2009), antara lain : *leverage* rata-rata industri, *Market to book ratio*, atau *Leverage* periode sebelumnya, Depresiasi, Riset dan Pengembangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adams, Greg., McQueen, Grant and Wood, Robert., 2004, "The Effect of Inflation News On High Frequency Stock Return", *The Journal of Business*, jul 2004, hal. 547-574
- Agrawal, A., and Nagarajan, N.J. 'Corporate capital structure, agency costs and ownership control: The case of all-equity firms', *Journal of Finance*, 45(4) (1990), 1325-31.
- Andrianto, 2007. *Pengujian Pecking Order pada Perusahaan-perusahaan Non keuangan LQ 45 periode 2001-2005*, working paper at <http://ssrn.com>, 1310471
- Ari Cristianti, 2008. *Pengujian Pecking order theory (POT): Pengaruh Leverage terhadap Pendanaan surplus dan difisit pada Industri manufaktur di Bursa efek Indonesia*, Th 2^{sd} National conference UKWMS Surabaya, 6 september.
- Bacidore, Jeffrey M, Boquist, Jhon A, Milbourn, Todd, and 12 Thakor. Anjan V. 1997. "The Search for the Best: Financial Performance," *Financial Analysis Journal (May/June)* 11-20
- Bradley, M., G. Jarrell, and E.H. Kim. 1984. "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence," *Journal of Finance* 39, 857-877.
- Brigham, Eugene F, and Michael C. Ehrhardt, 2005. *Financial Management: Theory and Practice*, Eleventh Edition, South-Western, Australia: Thomson Learning.
- Chen, L. and X. Zhao, 2005. "*Profitability, Mean Reversion of Leverage Ratios and Capital Structure Choices*," Michigan State University and Kent State University, Working Paper. Available at: <http://ssm.com/abstract-614082>.
- Datta, Debabrata and Babita Agarwal, 2009. "Determinants of Capital Structure of Indian Corporate Sector in the Period of Bull Run 2003-2007- an Econometric Study, *JEL clasification : G 32, Social Sceice Research Network*.
- DeAngelo, H. and R. Masulis, 1980. "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics* 8, 3-29.
- DeAngelo, H.L. DeAngelo, and D.J. Skinner, 2004. "Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings," *Journal of Financial Economics* 72.425-456.
- Drobetz, W. and R. Fix. (2003), "*What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland*," University of Basel. WWZ/ Department of Finance, Working Paper No. 4/03.
- Fama, E. and K.R. French. 2002. "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and debt" *Review of Financial Studies*
- Faulkender, M. and M.A. Petersen, 2006, "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?" *Review, of Financial Studies* 19, 45-79
- Frank, Murray Z, and Vidhan K. Goyal, 2003. *Capital Structure Decisions*, Working paper, Faculty of Commerce, University of British Columbia, and Department of Finance, Hong Kong University of Science and Technology, 155
- Frank, Murray Z, and Vidhan K. Goyal, 2003. *Capital Structure Decisions*, Working paper, Faculty of Commerce, University of British Columbia, and Department of Finance, Hong Kong University of Science and Technology, 155.

- Frank. M.Z. and VK. Goyal, 2003. "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure," *Journal of Financial Economics* 67, 217-248.
- Frank. M.Z. and V.K. Goyal, 2008. "**Trade-off and Pecking Order Theories of Debt.**" in B.E. Eckbo,(Ed). Handbook of corporate finance vol 2
- Frank MZ and Vidham K. Goyal, 2008. "Profit and Capital Structure", *JEL classification :G32, Social Science Research Net Work.*
- Frank and Vidham K. Goyal, 2009. " Capital Structure Decisions : Which Factors Are Reliably Important," *Social Science Research Net work.*
- Friend, I. and Lang, L. 1988. 'An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure', *Journal of Finance*, 43(2), pp. 271–281.
- Gertler.M. and S. Gilchrist, 1993. "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence," *Scandinavian Journal of Economics* 95, 43-63.
- Graham. J.R,1996."Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate," *Journal of Financial Economics* 42, 187-221.
- Graham,J.R.,2003. "Taxes and Corporate Finance: A Review," *Review of Financial Studies* 16, 1075- 1129.
- Ghozali, Imam 2002. *Aplikasi Analisis Multivariate*, dengan Program SPSS, Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Ghozali & Irwansyah, 2002.Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Alatukur EVA, MVA dan ROA Terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di BEJ.*Jurnal Penelitian Akuntansi-Bisnis dan Manajemen, Vol 9. No 1, April; halaman 18 - 33*
- Graham, J.R. and C. Harvey,2001."The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field," *Journal of Financial Economics* 60.187-243.
- Gudono, 1999, Penelilaian Pasar Modal Terhadap Fluktuasi Bisnis Real-Estate, *Kelola, No 20/VIII/1999*
- Gujarati, D. 2002. *Basic Econometric*, Macgraw Hill, New York.
- Hair Jr., J.F.R.E. Anderson, R.L. Thatam dan W.C. Black, 2006. *Multivariate Data Analysis* 5 th Edition, NJ: Prentice-Hall International .Inc.
- Harris,M. and A.Raviv, 1991."The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance* 46.297-356.
- Homaifar,G.J. Ziest, and O. Benkato, 1994. An Empical Model of Capital Structure: Some new Evidence, *Journal of Business Finance and Accountirrg, January 21, p. 1-14.*
- Huson Joher Ali Ahmed and Nazrul Hisham, 2009. " Revisiting Capital Structure Theory : A Test of Pecking order and Static order Trade-of Model from Malysian Capital Market," *International Research Journal of Financial and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 30.*
- Hovakimian A, Opler T, Titman, S. 2001.The debt equity choice. *Journal of Finance* 36:1–24
- Iswardono, 1999, Suku Bunga turun dan Investasi Meningkat, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Volume IV No 2 halaman 34-42
- Jaime Sabal, 2006. "Reinvestment Flows under Leverage and Endogenous Growth" *Departement of financial Management and control ESADE.*
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling, 1976. Theory of the Firm:Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3/4, 305 – 360.
- Jensen, M, and W. Meckling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics.*
- Joseph E. Stiglitz" A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem" *The*

- American Economic Review*, Vol. 59, No. 5.(Dec., 1969), pp. 784-793.
- Jung K, Kim YC, Stulz RM, 1996. Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal Financ Econ* 42:159–185.
- Krishmaswami S., Subramaniam, V, 2000. The Impact of Capital Structure on Efficient Sourcing and Strategic Behavior" *Forthcoming in the Financial review*, pp, 131.
- Leonard L. Lundstrum, 2009. "Entrenched Management, Capital Structure Changes and from Value," *J Econ Finan*, 33: 161-173, Springer.
- Liu, Yuanxin, Jing Ren and Yan Zhuang, 2009. "An Empirical Analysis on the Capital Structure of Chinese Listed IT Companies," *International Journale of Business and Management*, Vol 4, No 8, August.
- Masulis RW, Korwar AN,1986. Seasoned equity offerings: an empirical investigation. *J Finance Econ*, 15:91–11.
- Modigliani, Franco and Miller, Merton H,1958, The Cot of Capital, Corporate Finance, and the theory of Invement, *The American Economic Review*, 48/3, 261-297
- Modigliani, Franco and Miller, Merton H, 1963, The Cost of capital, corporate Income taxes and the cost of capital : A correction, *the American Econemic Review*,53/3, 433-443
- Myers S. and N. Majluf, 1984. "Corporate Financing and Investment Decition when firms have Information Investors do not have," *Journal offinancial Economics*, 13, p. 187-221.
- Mulianti, Fitri Mega, 2010, "*Faktor-faktor yang mempengaruhi kejakan hutang dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan*",Tesis Magister Manajemen Undip 2010.
- Nigel Driffeld, Vidya Mahambare and Sarmissa Pal,2007. "How does ownership Structure affect capital Structure and firm value?", *Economics of Transitian*, Volume 15(3) 2007, 535-573.
- Nopirin, 2000, "*Ekonomi Moneter*", Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta,Yogyakarta
- Rajan, R. and L.Zingales,1995. "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data," *Journal of Finance*. 50, 1421-1460.
- Rahul Kochhar,2003." Strategic assets, Capital structure, and Firm performance," *Journal of financial and strategic decision volume 10 Number 3*.
- Rataporn Deesomsak, Krisnha Paudyal, Gioia Pesceeto, 2004. "The determinants of Capital Structure : Evidence from the Asia Pacific region", *Journal Multinational management*, 14 (2004)387-405
- Sadono, Sukirno, 2000, *Makro Ekonomi Modern: Perkembangan Pemikiran dari Klasik hingga Keynesian baru*, Raja Grafindo Persada, Jakarta
- Shleifer A, Vishny RW. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal Polit Econ* 94:461–488.
- Shumi Akhtar, 2005." The determinants of Capital Structure for Austrlian Multinatal and Domistic Corporations", *Australian Journal of Management*, Vol 30, no 2 December.
- Shumi Akhtar and Barry Oliver, 2007." The determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and domestic corporation, *JEL clasification : G 15, G32, Social Science Research Net work*.
- Shyam-Sunder, L., and S. C. Myers, 1999, Testing static trade-off against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics* 51, 219-244
- Teguh Prasetyo, 2000.Analisa Rasio Keuangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar Sebagai Prediksi HargaSaham di BEJ pada Periode Bullis dan Bearish, *Simposium*.
- Titman, Sheridan, Roberto Wessels, March 1998. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance: Vol XLIII, No.1 1-19*.
- Utami, M., dan Rahayu, M., 2003, "Peranan Profitability, Suku Bunga, Inflasi dan Nilai Tukar dalam Mempengaruhi Pasar Modal

Indonesia Selama
Krisis Ekonomi”, *Jurnal Ekonomi dan
Manajemen*, Vol. 5, No. 2
Opler, Tim C, and Sheridan Titman, 1994.
“Financial Distress and Corporate
Performance”, *Journal of Finance*, 49,

1015–1040.
Wolfgang Drobetz, Pascal Pensa and Gabrielle
Wanzenried, 2007. “Firm Characteristic,
Economic Conditions and Capital Structure
Adjustments,” *JEL classification G32,
C61, C23.*

Daftar Lampiran :

Lampiran 1: Uji Normalitas

**Tabel 2:
Uji Normalitas Residual**

| <i>Skewness</i> | | <i>Kurtosis</i> | |
|------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| <i>Statistic</i> | <i>Std. Error</i> | <i>Statistic</i> | <i>Std. Error</i> |
| 0,137 | 0,178 | -0,434 | 0,354 |

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Lampiran 2 : Uji Multikolinieritas

**Tabel 3 :
Uji Multikolinieritas**

| Variabel | <i>Tolerance</i> | VIF |
|---------------------|------------------|-------|
| Inflasi | 0,995 | 1,005 |
| Tingkat Bunga | 0,957 | 1,045 |
| Pertumbuhan Ekonomi | 0,976 | 1,025 |
| Aktiva Berwujud | 0,998 | 1,004 |
| Profitabilitas | 0,992 | 1,008 |
| Ukuran Perusahaan | 0,936 | 1,069 |
| Reinvestasi | 0,974 | 1,027 |

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Lampiran 3 : Uji Heterokedastisitas

Tabel 4 :
Uji Heteroskedastisitas

| Variabel | t | signifikansi |
|---------------------|--------|--------------|
| (Constant) | -1,273 | 0,205 |
| Inflasi | 0,934 | 0,351 |
| Tingkat Bunga | -0,798 | 0,426 |
| Pertumbuhan Ekonomi | -1,362 | 0,175 |
| Aktiva Berwujud | -0,128 | 0,899 |
| Profitabilitas | -0,928 | 0,355 |
| Ukuran Perusahaan | 3,730 | 0,105 |
| Reinvestasi | -2,711 | 0,117 |

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Lampiran 4 :

Tabel 5:
Koefisien Beta, Adjusted R-square, nilai t dan F

| Variabel | Koefisien Beta | t - hitung | Signifikansi |
|---------------------|----------------|------------|--------------|
| Inflasi | (0.035) | - 4.212 | 0.000 |
| Tingkat Bunga | (0.001) | - 3.982 | 0.000 |
| Pertumbuhan Ekonomi | 0.005 | 2.408 | 0.017 |
| Profitabilitas | (0.010) | 13.916 | 0.000 |
| Reinvestasi | 0.024 | 6.007 | 0.000 |
| Aktiva Berwujud | (0.011) | -1.573 | 0.117 |
| Ukuran Perusahaan | 0.007 | 2.902 | 0.000 |
| Adjusted R-square | 0.494 | | |
| F-hitung | 41.094 | | |
| Signifikansi | 0.000 | | |

Sumber: Hasil Pengolahan Data