

Pengaruh Variabel Determinan terhadap Struktur Modal dan Dampak Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Ni Nyoman Suli Asmara Yanti^{1*}, Kusuma Ratnawati², Djumahir²

¹Program Magister, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya, Malang

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya, Malang

*suliasmara1992@gmail.com

Abstract

This study aims to analyze determinant variables of capital structure and impact of capital structure on firm value. The determinants of capital structure such as tangibility, profitability, non-debt tax shields, uniqueness, and shares price performance are used as independent variables. Capital structure and firm value are used as dependent variables. Data analysis in this research uses regression analysis. The samples are 62 manufacturing firms listed on Indonesian Stock Exchange from 2012 to 2016. The result shows : 1) tangibility has a positive and significant impact on capital structure; 2) profitability has a negative and significant impact on capital structure; 3) non-debt tax shields, uniqueness and shares price performance do not impact on capital structure; 4) capital structure has a negative and significant impact on firm value.

Keywords: *Capital Structure, Firm Value, Non-debt Tax Shields, Profitability Shares Price Performance, Tangibility, Uniqueness.*

PENDAHULUAN

Salah satu permasalahan yang seringkali dihadapi oleh manajer keuangan suatu perusahaan, adalah memutuskan kebijakan pendanaan perusahaan. Manajer keuangan harus mampu mengambil keputusan yang tepat dalam hal pembiayaan agar perusahaan tetap dapat beroperasi dan mampu mempertahankan eksistensinya di masa mendatang.

Pada masa setelah krisis global yang terjadi di Eropa dan Amerika tahun 2008–2009, perusahaan industri di Indonesia khususnya perusahaan sektor manufaktur dihadapkan pada permasalahan permodalan (Kemenperin, 2016). Hal ini mengakibatkan perusahaan manufaktur harus mencari

sumber-sumber pendanaan eksternal untuk mencukupi kebutuhan modalnya. Alternatif dalam mencari sumber pendanaan eksternal dapat menggunakan hutang maupun dengan menjual saham perusahaan. Pada masa ketidakpastian ekonomi, alternatif yang paling memungkinkan adalah dengan mencari sumber pendanaan hutang.

Dalam memutuskan untuk menggunakan hutang dalam struktur modal perusahaan, berbagai hal mendasar yang berkaitan dengan keadaan perusahaan harus dipertimbangkan. Hal ini diperlukan untuk mempermudah akses perusahaan dalam memperoleh pendanaan hutang dari pihak kreditur. Pada beberapa penelitian terdahulu seperti penelitian Titman dan Wessels

(1988), Wardhana (2012) dan Vo (2017) menemukan bahwa penggunaan hutang dalam struktur modal dipengaruhi oleh struktur aktiva perusahaan.

Struktur aktiva (tangibilitas) perusahaan yang terdiri dari kepemilikan perusahaan atas aktiva berwujud yang semakin besar dapat meningkatkan pembiayaan perusahaan dengan menggunakan hutang. Dalam *trade-off theory* (Myers, 1984), dijelaskan bahwa kepemilikan atas aset berwujud yang lebih besar dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan dalam memperoleh pendanaan hutang. Sementara itu, Savitri *et al* (2012) dalam penelitiannya tidak menemukan adanya pengaruh antara tangibilitas dengan struktur modal perusahaan.

Pada teori *pecking order*, perusahaan juga mempertimbangkan profitabilitas dalam keputusan pembiayaan perusahaan dengan menggunakan hutang (Myers, 1984). Profitabilitas berkaitan dengan ketersediaan dana internal perusahaan. Profitabilitas dalam teori *pecking order* berkaitan dengan ketersediaan dana internal dari laba yang ditahan oleh perusahaan. Semakin tinggi laba ditahan, maka ketersediaan dana internal semakin meningkat sehingga perusahaan menggunakan pendanaan internal sebagai pendanaan dan mengurangi pembiayaan dengan hutang.

Pandangan dalam teori *pecking order* diperkuat dengan adanya temuan dari peneliti terdahulu seperti penelitian yang dilakukan oleh Arsov dan Noumoski (2016) yang menemukan bahwa profitabilitas perusahaan di wilayah Balkan–Eropa Timur yang semakin tinggi setelah masa transisi ekonomi menggunakan pendanaan dengan hutang yang lebih rendah dalam struktur modalnya. Hal yang sama ditemukan oleh Huang dan Song (2006) dan Kayo dan Kimura (2011).

Sebaliknya, La Rocca *et al* (2009) menemukan bahwa perusahaan yang tidak memiliki keterkaitan dalam hal diversifikasi produk (*unrelated diversified firm*) lebih memilih menggunakan hutang yang lebih tinggi saat perusahaan mengalami

profitabilitas yang meningkat. Hal yang sama juga diungkapkan oleh penemuan Vo (2017), dimana perusahaan sampel yang diteliti di Vietnam menggunakan hutang yang lebih tinggi saat perusahaan memiliki profitabilitas yang meningkat dan cadangan dana internal yang lebih besar.

Pembiayaan dengan menggunakan hutang dalam struktur modal perusahaan pada dasarnya bertujuan untuk memperoleh manfaat pajak. Myers (1984) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan hutang akan memperoleh manfaat pajak berupa pengurangan pajak (*tax deduction*) yang dibayarkan. Namun, penggunaan hutang juga dapat meningkatkan biaya yang ditimbulkan seperti biaya/beban bunga. Selain memperoleh manfaat pajak dari penggunaan hutang, perusahaan juga dapat memperoleh manfaat pajak dari besarnya nilai *non-debt tax shields*. *Non-debt tax shields* merupakan biaya non-tunai bukan hutang yang dapat dijadikan sebagai perlindungan atas pajak (Titman dan Wessels, 1988).

DeAngelo dan Masulis (1980) menyatakan bahwa manfaat pajak (*tax deduction*) dapat diperoleh jika perusahaan memiliki *non-debt tax shields* yang tinggi. Sehingga, saat *non-debt tax shields* mampu memberikan manfaat pajak, maka perusahaan akan mengurangi pendanaan dengan hutang. *Non-debt tax shields* dapat diukur dengan menggunakan rasio nilai depresiasi dan amortisasi terhadap total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Penelitian Deesomsak *et al* (2004), Djumahir (2005) dan Titman dan Wessels (1988) menemukan bahwa *non-debt tax shields* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan dengan nilai *non-debt tax shields* yang tinggi, lebih memilih mengurangi pendanaan hutang. Sementara itu, Muhandi (2012) Acaravci (2015), Sheikh dan Wang (2011) dan Savitri *et al* (2012) tidak menemukan adanya bukti bahwa *non-debt tax shields* dapat menggantikan peran hutang untuk memperoleh manfaat pajak dengan ditemukannya hasil pengujian yang tidak signifikan.

Faktor-faktor mendasar lainnya yang menjadi pertimbangan perusahaan dalam memutuskan kebijakan struktur modal adalah keunikan dan kinerja harga saham. Penelitian terdahulu seperti hasil penemuan Wald (1999) menemukan bahwa keunikan berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Keunikan dapat diukur dengan biaya yang ditimbulkan untuk melakukan penelitian dan pengembangan (*Research and Development, R/D*) dan beban yang ditimbulkan dari adanya kegiatan promosi, pengiklanan dan distribusi yang disebut dengan beban penjualan.

Perusahaan yang memiliki keunikan dari segi produknya merupakan perusahaan yang produknya tidak mudah ditiru oleh pesaing. Perusahaan yang unik, menghabiskan biaya untuk R/D yang lebih besar untuk melakukan penelitian dan pengembangan suatu produk yang baru dan biaya untuk memasarkan produk yang unik tersebut. Wald (1999) mengungkapkan bahwa keunikan memiliki keterkaitan dengan risiko *moral hazard*. Semakin tinggi keunikan maka risiko *moral hazard* juga semakin meningkat sehingga perusahaan menggunakan hutang yang lebih rendah.

Sementara itu, Titman dan Wessels (1988) mengungkapkan bahwa keunikan perusahaan yang diukur dengan rasio beban penjualan terhadap penjualan dapat mempengaruhi struktur modal. Keunikan yang semakin meningkat, mengurangi penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan. Sedangkan, hasil penemuan lainnya seperti yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Hussainey (2011) menyimpulkan bahwa keunikan tidak dapat dijadikan pertimbangan penting dalam menetapkan kebijakan struktur modal.

Kinerja harga saham merupakan salah satu pertimbangan manajer perusahaan dalam mengambil kebijakan struktur modal yang dijelaskan dalam teori *market timing*. Menurut Baker dan Wurgler (2002), manajer perusahaan akan menerbitkan ekuitas saham ketika harga saham tinggi dan menerbitkan hutang ketika harga saham rendah. Deesomsak *et al* (2004) menemukan bahwa

kinerja harga saham memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan struktur modal pada beberapa sampel perusahaan di kawasan Asia Pasifik (Thailand, Malaysia, Singapura dan Australia). Kinerja harga saham yang semakin baik akan meningkatkan kepercayaan investor untuk mendapatkan *earning* yang tinggi di masa mendatang (Myers dan Majluf, 1984). Investor yang percaya pada hal tersebut, akan lebih tertarik untuk membeli saham perusahaan dalam jumlah yang besar. Dengan demikian, maka perusahaan akan memilih untuk menggunakan pendanaan dengan ekuitas saham dan mengurangi pendanaan perusahaan dengan hutang. Namun sebaliknya, teori *market timing* tidak sesuai dengan penemuan Lumbantobing (2008) yang menemukan bahwa kinerja harga saham yang diukur dengan *market-to-book ratio* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Lebih lanjut Lumbantobing (2008) mengungkapkan bahwa manajer pada perusahaan industri non-keuangan dan *retail* yang diteliti tidak mampu memainkan peran *time the market* sehingga penerbitan hutang yang dilakukan tidak mempertimbangkan harga ekuitas yang tinggi.

Pada dasarnya, keputusan struktur modal bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Miller dan Modigliani (1961) dalam *relevance theory* menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan hutang akan meningkatkan nilai perusahaannya sebesar pajak yang ditanggung dan jumlah hutang yang digunakan. Namun, peningkatan penggunaan porsi hutang yang tidak disertai penghematan biaya modal (*cost of capital*) akan menyebabkan perusahaan mengalami penurunan nilai sebesar peningkatan risiko premium (Horne dan Wachowicz, 1999). Penelitian Carpentier (2006) menemukan bahwa perusahaan di Perancis yang menggunakan hutang selama periode 1987–1996 yang semakin meningkat, menyebabkan perusahaan mengalami penurunan nilai secara signifikan.

Hasil penemuan yang sama juga ditemukan oleh Kausar *et al* (2016) dan Vo dan Ellis (2017), bahwa penggunaan

pembiayaan dengan hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang pada perusahaan di Pakistan dan Vietnam juga dapat menurunkan nilai perusahaan. Namun, penelitian Aggarwal dan Padhan (2017) menemukan pengaruh yang sebaliknya, bahwa perusahaan yang menggunakan pendanaan hutang yang meningkat dapat meningkatkan nilai perusahaan perhotelan di India. Sementara itu, Rehman (2016) dan Savitri *et al* (2012) tidak menemukan adanya pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Adanya perbedaan pandangan antara hasil penemuan para peneliti terdahulu mengenai pengaruh variabel-variabel determinan terhadap struktur modal dan dampak dari struktur modal terhadap nilai perusahaan, telah menimbulkan adanya celah penelitian baru. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk menganalisis lebih mendalam mengenai hal tersebut. Adapun variabel determinan yang digunakan pada penelitian ini yaitu tangibilitas, profitabilitas, *non-debt tax shield*, keunikan dan kinerja harga saham. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah penggunaan variabel kinerja harga saham. Variabel tersebut masih sangat jarang digunakan pada penelitian-penelitian yang sebelumnya dilakukan khususnya pada sektor manufaktur di Indonesia. Adapun yang menjadi pertimbangan menggunakan variabel kinerja harga saham adalah karena melihat kondisi pasar modal Indonesia yang masih digolongkan dalam pasar modal negara berkembang yang masih sangat rentan dengan gejolak-gejolak ekonomi. Kinerja harga saham pada kondisi pasar modal Indonesia tersebut menjadi tantangan tersendiri bagi manajer perusahaan dalam membuat keputusan yang terkait dengan struktur modal dalam perusahaannya.

HIPOTESIS

Tangibilitas dan Struktur Modal

Tangibilitas merupakan struktur aktiva dari aktiva berwujud yang dimiliki oleh perusahaan. Aktiva berwujud dapat berupa gedung-gedung, pabrik, mesin-mesin produksi, kendaraan, peralatan IT dan

peralatan lainnya. Aktiva berwujud yang dimiliki perusahaan dapat menjadi jaminan ketika perusahaan menggunakan pendanaan hutang. Dalam teori *trade-off statis* (Myers, 1984) dijelaskan bahwa perusahaan yang memiliki aset berwujud dalam jumlah yang besar dapat mempermudah dalam memperoleh pendanaan hutang dari pihak luar. Semakin besar jumlah aktiva berwujud yang dimiliki maka perusahaan dapat memperoleh pendanaan hutang yang lebih tinggi. Penelitian Wardana (2012), Vo (2017) dan Titman dan Wessels (1988) menemukan pengaruh yang positif antara variabel tangibilitas dengan struktur modal. Perusahaan yang memiliki aset berwujud yang lebih besar akan menggunakan pendanaan hutang dalam hal ini adalah hutang jangka panjang yang lebih besar. Hipotesis pertama yang diajukan pada penelitian ini yaitu :

H₁ : Tangibilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Profitabilitas dan Struktur Modal

Pecking order theory menjelaskan bahwa perusahaan memilih menggunakan pendanaan internal sebagai sumber pembiayaan utama (Myers, 1984). Perusahaan akan menggunakan pembiayaan dengan hutang ketika pembiayaan dengan dana internal tidak terpenuhi. Hasil penelitian Arsov dan Noumoski (2016), Kayo dan Kimura (2011), Huang dan Song (2006), Rajan dan Zingales (1995), Deesomsak *et al* (2004) dan Titman dan Wessels (1988) menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Artinya semakin tinggi laba yang diperoleh maka perusahaan menggunakan hutang yang lebih rendah untuk pembiayaan karena perusahaan lebih banyak menahan laba. Sesuai dengan teori *pecking order*, profitabilitas yang semakin tinggi akan mengurangi hutang yang digunakan oleh perusahaan. dengan demikian, maka hipotesis kedua penelitian ini yaitu sebagai berikut :

H₂ : Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

***Non-debt Tax Shields* dan Struktur Modal**

Dalam teori struktur modal yang optimal, selain mempertimbangkan manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang seperti pengurangan pajak yang dibayarkan perusahaan kepada negara (*tax deduction*), perusahaan juga mempertimbangkan biaya yang ditimbulkan dari penggunaan hutang (Myers, 1984). Biaya tersebut terdiri dari faktor pengurang pajak bukan hutang (*non-debt tax shield*) seperti depresiasi dan amortisasi asset tetap (Djumahir, 2005). *Non-debt tax shields* yang semakin tinggi akan mengurangi hutang dalam struktur modal perusahaan (Titman dan Wessels, 1988). Penelitian Deesomsak *et al* (2004) dan Titman dan Wessels (1988) menemukan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara *non-debt tax shield* dengan struktur modal di wilayah Asia Pasifik dan Amerika. Hasil ini membuktikan bahwa negara-negara Asia Pasifik (Malaysia, Singapura, Thailand dan Australia) dan Amerika merupakan negara maju dengan tingkat intensitas produksi yang tinggi. Berdasarkan hal tersebut maka pada penelitian ini, hipotesis ketiga yang diajukan yaitu sebagai berikut :

H₃ : *Non-debt tax shield* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal

Keunikan dan Struktur Modal

Perusahaan yang unik merupakan perusahaan yang memproduksi produk dengan spesialisasi tertentu sehingga membutuhkan modal yang besar dan tenaga kerja yang terampil. Produk yang memiliki keunikan tertentu menjadi ciri khas bagi perusahaan yang tidak mudah untuk ditiru oleh pesaing. Dalam kegiatan pemasaran, perusahaan dengan keunikan pada produknya membutuhkan usaha yang lebih besar agar konsumen berminat untuk menggunakan produk tersebut.

Usaha yang lebih besar tersebut akan menimbulkan biaya yang lebih besar untuk kegiatan promosi, pengiklanan dan distribusi produk (Titman dan Wessels, 1988). Biaya / beban yang semakin besar akan menurunkan porsi penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan karena hal ini rentan

dengan risiko kebangkrutan ketika perusahaan menggunakan hutang yang lebih besar. Wald (1999) pada penelitian di Amerika membuktikan bahwa keunikan pada perusahaan sampel di Amerika terbukti sangat tinggi sehingga perusahaan menggunakan hutang yang lebih rendah. Hal sebaliknya ditemukan pada pengujian di Prancis, Jerman, Inggris dan Jepang.

Penelitian Titman dan Wessels (1988) dan Robb dan Seamans (2011) menemukan bahwa keunikan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Keunikan yang semakin tinggi menyebabkan perusahaan menggunakan pendanaan hutang yang menurun. Risiko kerugian yang dihadapi perusahaan akan semakin meningkat jika menanggung biaya investasi pada mesin dan peralatan, beban R&D dan beban penjualan (biaya iklan, pemasaran dan distribusi) yang lebih besar. Semakin tinggi tingkat risiko kerugian maka dapat meningkatkan risiko kebangkrutan yang akan dialami oleh perusahaan. Dengan demikian, semakin unik suatu perusahaan maka akan menyebabkan perusahaan tersebut mengurangi penggunaan hutang.

Penelitian Savitri *et al* (2012) juga menemukan hal yang sama dimana pada masa setelah krisis ekonomi tahun 2004, perusahaan yang diteliti mengurangi penggunaan hutang karena keunikan meningkat. Hal serupa juga ditemukan oleh Wald (1999) yang juga membuktikan pengaruh yang secara signifikan negatif antara keunikan terhadap rasio hutang di Amerika, sementara itu pengaruh yang tidak signifikan ditemukan di Prancis, Jerman, Jepang dan Inggris.

Dengan demikian, maka hipotesis keempat yang diajukan pada penelitian ini yaitu :

H₄ : Keunikan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Kinerja Harga Saham dan Struktur Modal.

Teori *market timing* menjelaskan keterkaitan antara kinerja harga saham dengan struktur modal. Baker dan Wurgler

(2002) menjelaskan mengenai teori *market timing*, dimana manajer akan mengeluarkan saham ketika harga pasar tinggi dan akan membeli kembali ketika harga pasar rendah. Ketika manajer percaya bahwa harga pasar saham tinggi maka manajer memilih untuk menggunakan ekuitas sebagai sumber pendanaan, sedangkan ketika manajer percaya bahwa tingkat suku bunga pinjaman rendah maka manajer memilih untuk menggunakan pendanaan hutang (Brigham dan Daves, 2014).

Deesomsak *et al* (2004) melakukan penelitian mengenai pengaruh dari kinerja harga saham (*share price performance*) terhadap struktur modal di kawasan Asia Pasifik (Thailand, Malaysia, Singapura dan Australia). Kinerja harga saham yang digunakan oleh Deesomsak *et al* (2004) diukur dengan selisih dari logaritma harga saham tahun tertentu dikurangi dengan logaritma harga saham tahun sebelumnya. Hasil yang ditemukan menunjukkan bahwa kinerja harga saham berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan untuk seluruh negara yang dijadikan objek penelitian. Hipotesis kelima yang diajukan pada penelitian ini yaitu :

H₅ : kinerja harga saham berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

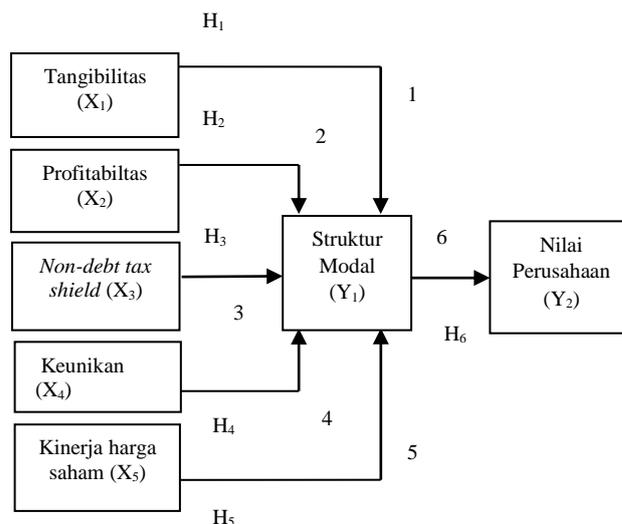
Struktur Modal dan Nilai Perusahaan.

Struktur modal adalah kombinasi pembiayaan perusahaan jangka panjang dengan menggunakan pendanaan hutang, ekuitas dan saham biasa atau saham preferen (Horne dan Wachowicz, 1999). Perusahaan menjadikan struktur modal sebagai peran yang penting dalam meningkatkan nilai perusahaan (Modigliani dan Miller, 1961). Didalam *relevance theory* perusahaan yang menggunakan hutang akan meningkatkan nilai perusahaannya sebesar pajak dan jumlah hutang yang digunakan. Carpentier (2006) pada penelitiannya menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan pada perusahaan di Perancis. Semakin tinggi penggunaan jumlah hutang pada struktur modal perusahaan maka nilai perusahaan akan menurun. Hasil yang sama

juga ditemukan oleh Kausar *et al* (2016) dan Vo dan Ellis (2017). Sehingga, hipotesis keenam yang diajukan dalam penelitian ini yaitu :

H₆ : struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kerangka konseptual pada penelitian ini dapat dilihat pada gambar 1 sebagai berikut :



Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian

Sumber : Kerangka Konsep Penelitian

1. Al-Najjar dan Hussainey (2011), Wardhana (2012), Titman dan Wessels (1988), Bauer (2004) dan, Sheikh dan Wang (2011) dan Acaravci (2015).
2. Arsov dan Noumoski (2016), Kayo dan Kimura (2011), Vo (2017), Rajan dan Zingales (1995) dan Deesomsak *et al* (2004), Huang dan Song (2006), Titman dan Wessels (1988), La Rocca *et al* (2009),
3. La Rocca (2009), Savitri *et al* (2012), dan Arsov dan Naumoski (2016), Titman dan Wessels (1988), Djumahir (2005). Acaravci (2015)
4. Eriotis *et al* (2007) dan Savitri *et al* (2012), Wald (1999), Al-Najjar dan Hussainey (2011), Acaravci (2015), Sheikh dan Wang (2011), Djumahir (2005), La Rocca *et al* (2009)
5. Deesomsak *et al* (2004), Savitri *et al* (2012), Titman dan Wessels (1988),
6. Wald (1999) Djumahir (2005), Savitri *et al* (2012), Al-Najjar dan Hussainey (2011).
7. Kinerja harga saham : Deesomsak *et al* (2004).
8. Aggarwal dan Padhan (2017), Carpentier (2006), Kausar *et al* (2014) dan Rehman (2016).

METODE

Jenis dan Pendekatan Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian *explanatory research* yang menjelaskan hubungan sebab-akibat antar variabel independen (variabel yang mempengaruhi) dengan variabel dependen (variabel yang dipengaruhi). Sedangkan pendekatan yang digunakan pada penelitian ini adalah pendekatan positivis atau kuantitatif.

Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yaitu sebanyak 146 perusahaan. Dari 146 perusahaan, sebanyak 125 perusahaan dijadikan sebagai anggota populasi yang memiliki data yang lengkap selama tahun pengamatan 2012 - 2016.

Penelitian ini menggunakan teknik *sampling jenuh (saturated sampling)* dengan menetapkan seluruh anggota populasi sebagai sampel. Anggota populasi yang terpilih kemudian dipilih kembali berdasarkan kriteria bahwa perusahaan tidak mengalami kerugian pada tahun pengamatan. Sampel akhir yang dipilih yaitu sebanyak 62 perusahaan yang memenuhi kriteria *sampling*. Sampel terdiri dari perusahaan manufaktur sektor industri dasar dan kimia sebanyak 22 perusahaan, sektor aneka industri sebanyak 16 perusahaan dan sektor industri barang konsumsi sebanyak 24 perusahaan.

Definisi Operasional Variabel

Tangibilitas

Tangibilitas merupakan struktur aktiva perusahaan dalam bentuk aset berwujud. Aset berwujud yang dimiliki perusahaan dalam hal ini dapat berupa gedung, pabrik, mesin-mesin produksi, kendaraan, peralatan IT dan peralatan lainnya. Pada penelitian ini tangibilitas dapat diukur dengan rumus berikut:

$$\text{Tangibilitas} = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Asset}}$$

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan dari hasil penjualan produk. Profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio *return to total asset* (ROA) dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Profitabilitas} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{total asset}}$$

Non-debt Tax Shield

Non-debt tax shield merupakan biaya non tunai bukan hutang yang dapat memberikan manfaat pajak berupa pengurangan jumlah pajak penghasilan yang akan dibayar (*tax deduction*) dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Non - debt tax shield} = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Total Asset}}$$

Keunikan

Keunikan merupakan kemampuan perusahaan dalam menciptakan produk yang berbeda dan tidak mudah ditiru oleh pesaing. Dalam kegiatan pemasaran, perusahaan dengan produk yang unik membutuhkan biaya yang lebih besar untuk kegiatan promosi, pengiklanan dan distribusi. Pada penelitian ini, keunikan diukur dengan rumus:

$$\text{Keunikan} = \frac{\text{Beban Penjualan}}{\text{Penjualan}}$$

Kinerja Harga Saham

Kinerja harga saham merupakan perubahan harga saham dari tahun ke tahun. Kinerja harga saham dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan rumus berikut ini :

$$\text{Kinerja harga saham} = \log. \text{ harga saham}_t - \log. \text{ harga saham}_{t-1}$$

Struktur Modal

Struktur modal merupakan bauran atau kombinasi pembiayaan perusahaan dalam jangka panjang yang menggunakan pendanaan hutang jangka panjang dan ekuitas. Pada penelitian ini struktur modal diukur dengan menggunakan rasio hutang jangka panjang dibagi total ekuitas dimiliki oleh perusahaan seperti rumus berikut ini:

$$\text{Struktur modal} = \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Total ekuitas}}$$

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah nilai yang mencerminkan persepsi pemegang saham terhadap nilai ekuitas yang dimiliki perusahaan, nilai aset dan hutang yang digunakan oleh perusahaan yang dapat dilihat dari dua aspek yaitu nilai buku dan nilai pasar. Nilai perusahaan diukur dengan rumus berikut ini:

$$\text{Nilai Perusahaan} = \frac{\text{Nilai Pasar Ekuitas} + \text{Utang}}{\text{Nilai Buku Aset} + \text{Utang}}$$

Analisis Data

Pada penelitian ini metode analisis yang digunakan analisa regresi dengan taraf pengujian hipotesis sebesar 5%. Analisa regresi pada penelitian dilakukan melalui dua tahapan, yaitu: 1) analisa regresi variabel determinan terhadap struktur modal; 2) analisa regresi variabel struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Adapun variabel independen pada penelitian ini adalah tangibilitas (X_1), profitabilitas (X_2), ukuran perusahaan (X_3), pertumbuhan perusahaan (X_4), *non-debt tax shield* (X_5), keunikan (X_6) dan kinerja harga saham (X_7). Sedangkan variabel dependen pada penelitian ini yaitu struktur modal (Y_1) dan nilai perusahaan (Y_2). Model penelitian ini sebagai berikut.

Model Regresi I :

$$Y_1 = \alpha_1 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \epsilon_1$$

Model Regresi II :

$$Y_2 = \alpha_2 + \beta Y_1 + \epsilon_2$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Uji Normalitas

Pengujian normalitas pada penelitian ini menggunakan uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov test*. Hasil pengujian menunjukkan pada regresi tahap pertama nilai signifikansi sebesar 0,502 dan pada regresi tahap kedua nilai signifikansi sebesar 0,067. Kedua hasil pengujian tersebut menunjukkan nilai yang lebih besar dari taraf

signifikansi 5% sehingga asumsi normalitas terpenuhi.

Uji Multikolinearitas

Uji asumsi klasik yang kedua yaitu uji multikolinearitas. Hasil uji multikolinieritas disajikan pada tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1. Hasil Uji Multikolinearitas

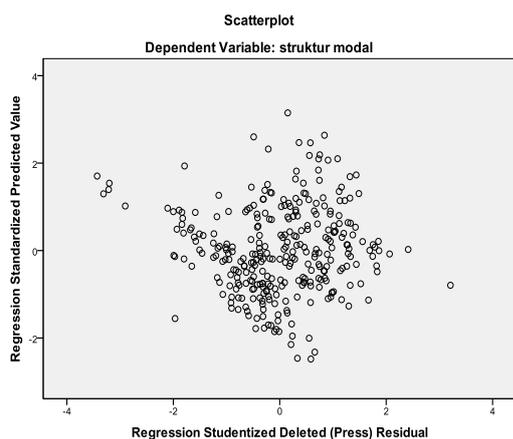
Model 1 :	Collinearity Statistics		Ket.
	Tolerance	VIF	
C			
Tang	0,809	1,237	Bebas Multikolinearitas
Prof.	0,703	1,422	Bebas Multikolinearitas
NDTS	0,889	1,125	Bebas Multikolinearitas
Unik	0,814	1,229	Bebas Multikolinearitas
Kinerja Saham	0,978	1,023	Bebas Multikolinearitas
Model 2 :			
Struktur modal	1,000	1,000	Bebas Multikolinearitas

Sumber : SPSS (data diolah, 2018)

Pada tabel 1, dapat dilihat bahwa nilai VIF berada disekitar angka 1 dengan nilai *tolerance* mendekati angka 1. Dengan demikian, maka dari hasil pengujian tersebut dapat dikatakan bahwa tidak terjadi masalah multikolinieritas.

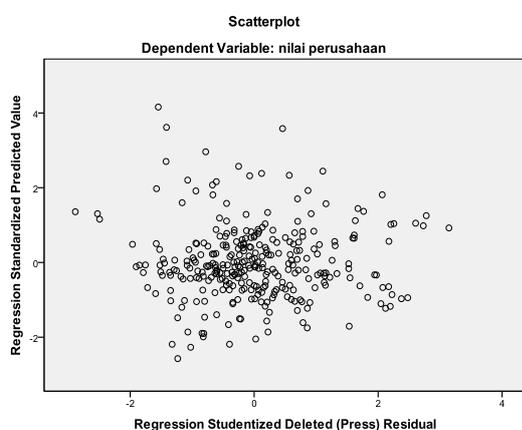
Uji Heteroskedastisitas

Pengujian asumsi klasik selanjutnya yaitu uji heteroskedastisitas. Untuk menganalisis apakah dalam suatu model terjadi heteroskedastisitas dapat dilihat dari histogram atau grafik *scatterplot*. Jika dalam histogram terdapat titik-titik yang membentuk pola tertentu (pola bergelombang, melebar kemudian menyempit dan pola lainnya) maka terjadi heteroskedastisitas. Heteroskedastisitas tidak terjadi jika titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu ordinal (sumbu Y). Pada penelitian ini, hasil pengujian menunjukkan tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas dapat dilihat pada gambar 2 dan 3 di bawah ini:



Gambar 2. Scatterplot Model Persamaan Regresi Tahap Pertama.

Sumber : SPSS (data diolah, 2018)



Gambar 3. Scatterplot Model Persamaan Regresi Tahap Kedua.

Sumber : SPSS (data diolah, 2018).

Uji Regresi

Pada penelitian ini, pengujian regresi tahap pertama dilakukan dengan menguji pengaruh tangibilitas, profitabilitas, *non-debt tax shields*, keunikan dan kinerja harga saham terhadap struktur modal. Pengujian regresi tahap kedua dilakukan dengan menguji pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Hasil uji regresi ditunjukkan tahap 1 dapat dilihat pada tabel 2 di bawah ini:

Tabel 2. Hasil Uji Regresi Tahap I

Variabel independen	Unstandardized Coefficients		T	Sig.	Keterangan
	Koef. regresi	Std. Error			
C	-26,237	3,371	-7,782	0	
Tang	0,293	0,123	2,384	0,018	Sig. *)
Prof.	-0,293	0,055	-5,342	0	Sig. *)
NDTS	0,038	0,083	0,454	0,65	Tidak sig.
Unik	-0,044	0,069	-0,633	0,527	Tidak sig.
Kinerja Saham	-0,103	0,153	-0,675	0,5	Tidak sig.
Variabel dependen	Struktur Modal (Y ₁)				
Koef. Determinasi (R ²) : 0,278					
F-Hitung : 16,627					
Sig. F-Hitung : 0,000					

Keterangan : *) = signifikan pada alpha 5%.

Sumber : SPSS (data diolah, 2018)

Berdasar hasil analisa regresi tahap I, persamaan regresi tahap I berkaitan dengan pengaruh tangibilitas, profitabilitas, *non-debt tax shields*, keunikan dan kinerja harga saham terhadap struktur modal dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Y_1 = -26,237 + 0,293X_1 - 0,293X_2 + 0,038X_3 - 0,044X_4 - 0,103X_5$$

Sedangkan hasil pengujian tahap II, pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan ditunjukkan pada tabel 3 berikut ini.

Tabel 3. Hasil Uji Regresi Tahap II

Variabel independen	Unstandardized Coefficients		T	Sig.	Ketan
	Koef. regresi	Std. Error			
C	2,523	0,226	11,186	0	
Struktur modal	-2,047	0,19	-10,768	0	Sig. *)
Variabel dependen	Nilai Perusahaan (Y ₂)				
Koef. Determinasi (R ²) : 0,278					
F-Hitung : 115,940					
Sig. F-Hitung : 0,000					

Keterangan : *) = signifikan pada alpha 5%.

Sumber : SPSS (data diolah, 2018).

Berdasar hasil analisa regresi tahap II, berkaitan dengan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$Y_2 = 2,523 - 2,047Y_1.$$

Pembahasan

Pengaruh Tangibilitas terhadap Struktur Modal.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa tangibilitas berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap struktur modal. Artinya semakin tinggi tangibilitas maka hutang yang digunakan oleh perusahaan sektor manufaktur juga semakin meningkat. Pada laporan keuangan perusahaan sektor manufaktur pada tahun 2012-2016, tangibilitas yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur lebih besar dalam bentuk aktiva berwujud dibanding dengan dengan *intangible asset* (aktiva tidak berwujud). Rata-rata nilai aset tetap berwujud yang dimiliki oleh perusahaan sektor manufaktur selalu meningkat setiap tahunnya.

Hasil positif dan signifikan pada penelitian ini mendukung teori *trade off* yang dikemukakan oleh Myers (1984). Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penemuan Wardhana (2012), Vo (2017), Titman dan Wessels (1988) yang juga menemukan pengaruh yang signifikan antara tangibilitas dengan struktur modal perusahaan. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penemuan Savitri *et al* (2012) yang menemukan pengaruh yang tidak signifikan antara tangibilitas dengan struktur modal.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa profitabilitas memiliki peranan yang sangat penting ketika perusahaan menggunakan hutang dalam keputusan struktur modal. Perusahaan manufaktur yang memiliki profitabilitas yang meningkat akan menurunkan pendanaan yang bersumber dari hutang, begitu juga sebaliknya profitabilitas yang menurun maka hutang yang digunakan meningkat.

Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *pecking order* (Myers, 1984), bahwa semakin meningkatnya profitabilitas yang

menyebabkan ketersediaan dana internal semakin tinggi akan menyebabkan penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan menurun. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian terdahulu seperti penelitian yang dilakukan oleh Arsov dan Noumoski (2016), Kayo dan Kimura (2011), Huang dan Song (2006), Rajan dan Zingales (1995), Titman dan Wessels (1988), dan Deesomsak *et al* (2004). Sementara itu, hasil penelitian ini berbanding terbalik dengan hasil yang ditemukan oleh Vo (2017) dan La Rocca *et al* (2009) yang menemukan bahwa perusahaan yang menggunakan hutang yang lebih tinggi ketika profitabilitas perusahaan meningkat.

Pengaruh Non-debt Tax Shield terhadap Struktur Modal.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *non-debt tax shield* perusahaan manufaktur tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Penjelasan atas hasil penelitian ini yaitu, pada tahun pengamatan rata-rata nilai *non-debt tax shield* tidak mengalami perubahan yang signifikan dari tahun ke tahun pasca terjadinya krisis global. Nilai rata-rata *non-debt tax shield* yang terjadi berturut-turut dari tahun 2012–2016 yaitu sebesar 31,6%, 32,1%, 30,9%, 30% dan 30,5%. Adanya pengaruh yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa perusahaan sektor manufaktur menganggap bahwa nilai rata-rata *non-debt tax shield* yang terjadi tidak cukup untuk menggantikan manfaat pajak dari penggunaan hutang. Meskipun terjadi peningkatan pada tahun 2013 dan 2016, namun peningkatan tersebut relatif kecil hanya sebesar 0,5%. Hal inilah yang menyebabkan perusahaan sektor manufaktur tidak mempertimbangkan *non-debt tax shield* dalam keputusan struktur modalnya.

Penyebab lainnya adalah adanya permasalahan permodalan yang dihadapi oleh perusahaan sektor manufaktur pada masa ketidakstabilan ekonomi pasca krisis (Kemenperin, 2016). Adanya permasalahan permodalan menyebabkan perusahaan

meningkatkan penggunaan hutang. Manfaat pajak yang diperoleh dari non-debt tax shield pada tahun pengamatan diabaikan oleh perusahaan karena perusahaan terdesak untuk pembiayaan perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Acaravci (2015), Savitri *et al* (2012) dan Murhadi (2012) yang juga menemukan pengaruh yang tidak signifikan antara non-debt tax shield dengan struktur modal. Namun, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penemuan Deesomsak (2004), Titman dan Wessels (1988), dan Djumahir (2005) yang menemukan adanya pengaruh yang signifikan antara *non-debt tax shields* dengan struktur modal.

Pengaruh Keunikan terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keunikan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil yang tidak signifikan menolak hipotesis awal yang diajukan. Hasil pengujian yang tidak signifikan megindikasikan perusahaan sektor manufaktur tidak menjadikan keunikan sebagai patokan utama dalam keputusan struktur modalnya.

Pada penelitian ini keunikan perusahaan (yang diukur dengan rasio beban penjualan terhadap penjualan) yang terjadi tidak mengalami peningkatan yang terlalu tinggi. Pergerakan nilai rata-rata beban penjualan perusahaan sektor manufaktur pada tahun pengamatan menunjukkan perubahan yang konstan dari tahun 2012–2016.

Nilai rata-rata beban penjualan pada lima tahun pengamatan (tahun 2012-2016) yaitu sebesar 10%, 10,4%, 10,8%, 11,6% dan 11,7% dari nilai penjualannya. Dikarenakan beban penjualan perusahaan manufaktur tidak terlampaui tinggi, maka perusahaan sektor manufaktur masih digolongkan dalam perusahaan yang belum memiliki keunikan baik dari segi produk maupun dari kegiatan pemasarannya.

Hasil penelitian ini, sejalan dengan penemuan Al-Najjar dan Hussainey (2011), Wald (1999) dan Djumahir (2005) yang juga

menemukan pengaruh yang tidak signifikan. Sementara itu penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penemuan Savitri *et al* (2012) dan Titman dan Wessels (1988).

Pengaruh Kinerja Harga Saham terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja harga saham tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Penemuan ini menolak hipotesis awal yang diajukan. Hasil penelitian yang tidak signifikan pada penelitian ini membuktikan bahwa kinerja harga saham tidak memainkan peran penting dalam keputusan struktur modal perusahaan sektor manufaktur. Penjelasan atas hasil penelitian ini sebagai berikut. Pada masa pemulihan dari dampak krisis keuangan global (tahun 2008 – 2009), pertumbuhan ekonomi dunia mengalami perlambatan yang diikuti dengan kebijakan peningkatan suku bunga yang ditetapkan oleh bank sentral Amerika (finance.detik.com, 2015). Perlambatan pertumbuhan ekonomi dan peningkatan suku bunga bank tersebut menyebabkan investor menarik investasinya di pasar modal Indonesia.

Keadaan ini menyebabkan manajer tidak mampu menerapkan strategi *time the market* dengan baik dalam ketidakpastian pasar. Hal ini menyebabkan perusahaan sektor manufaktur mengalami permasalahan permodalan, sehingga perusahaan harus mencari alternatif lain untuk mencukupi kebutuhan pendanaan perusahaan. Perusahaan sektor manufaktur tidak lagi mempertimbangkan kinerja harga saham dalam keputusannya untuk menggunakan hutang, sehingga kinerja harga saham tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Hasil penemuan pada penelitian ini sejalan dengan temuan Lumbantobing (2008) yang juga menemukan pengaruh yang tidak signifikan. Sementara itu, temuan penelitian ini tidak sesuai dengan pandangan teori *market timing* (Baker dan Wurgler, 2002 dan Myers dan Majluf, 1984). Hasil penelitian ini juga tidak sejalan dengan temuan Deesomsak

et al (2004) yang menemukan pengaruh yang signifikan antara kinerja harga saham dengan struktur modal.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengaruh yang negatif menunjukkan bahwa semakin meningkat penggunaan hutang dalam struktur modal, maka dapat menyebabkan nilai perusahaan sektor manufaktur menurun. Penggunaan hutang yang tinggi didalam struktur modal dapat menyebabkan meningkatnya risiko kebangkrutan yang akan dihadapi oleh perusahaan, sehingga nilai perusahaan menurun.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hutang yang digunakan oleh perusahaan sektor manufaktur telah mencapai titik optimal sehingga menyebabkan nilai perusahaan menurun. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *relevance* (Modigliani dan Miller, 1961) yang mengungkapkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan struktur modal.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penemuan Carpentier (2006), kausar *et al* (2016) dan Vo dan Ellis (2017). Sementara itu, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penemuan Rehman (2016) dan Savitri *et al* (2012) yang tidak menemukan adanya pengaruh yang signifikan struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Kesimpulan

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian yang telah dikemukakan, dapat disimpulkan beberapa hal: 1) tangibilitas dan profitabilitas merupakan variabel determinan yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal; 2) *non-debt tax shields*, keunikan dan kinerja harga saham tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa nilai perusahaan manufaktur menurun seiring dengan

meningkatnya jumlah hutang yang digunakan; 3) Kepemilikan atas aset berwujud dalam struktur aset (tangibilitas) perusahaan menjadi pertimbangan penting karena dapat dijadikan jaminan ketika perusahaan memilih menggunakan pendanaan hutang. Semakin besar jumlah jaminan yang diberikan maka dapat meningkatkan kepercayaan kreditur dalam memberikan pinjaman. Aset berwujud yang dijadikan jaminan dalam memperoleh pendanaan hutang dapat dijadikan sebagai alternatif terakhir untuk melunasi hutang ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan kebangkrutan; 4) Profitabilitas juga menjadi pertimbangan penting bagi perusahaan manufaktur ketika memutuskan untuk menggunakan pendanaan hutang. Sebab, profitabilitas memiliki keterkaitan dengan ketersediaan dana internal. Semakin tinggi profitabilitas maka laba ditahan meningkat, sehingga ketersediaan dana internal semakin besar. Pembiayaan perusahaan yang telah terpenuhi dari ketersediaan dana internal menyebabkan perusahaan menggunakan pendanaan hutang yang lebih rendah.

Secara keseluruhan, temuan pada penelitian ini secara empiris sesuai dengan teori struktur modal *trade off* dan teori *pecking order*. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan teori struktur modal *relevance* dari Modigliani dan Miller (1961). Namun, temuan pada penelitian ini tidak mendukung teori *market timing* Baker dan Wurgler (2002).

DAFTAR PUSTAKA

- Acaravci, Songul K. 2015. The Determinants of Capital Structure : Evidence from the Turkish Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol 5, No. 1, 2015, pp. 158-171.
- Aggarwal, Divya dan Padhan, Purna C. 2017. Impact of capital structure on firm value : evidence from Indian Hospitality Industry. *Scientific Research Publishing. Theoretical Economics Letters*,

- 2017,7,982-1000. ISSN online : 2162-2086. <http://www.scirp.org/journal/tel>.
- Al-Najjar, Basil., dan Hussainey, Khaled. 2011. Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, Vol. 12. Lss 4 pp. 329-338.
- Arsov, Sasho dan Naumoski, Aleksandar. 2016. Determinants of capital structure: An empirical study of companies from selected post-transition economies. *Preliminary Communication. Zb. rad. Ekon. fak. Rij. 2016. Vol. 34. No. 1. 119-146.*
- Baker, Malcolm dan Wurgler, Jeffrey. 2002. Market timing and capital structure. *The Journal of Finance. Vol LVII. No. 1. Feb. 2002.*
- Bauer, Patrik. 2004. Determinants of capital structure : empirical evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance, 54, 2004, c. 1-2.*
- Brigham, E.F. dan Daves, P.R. 2007. *Intermediate Financial Management (Ninth Edition)*. United States of America : Thomson South-Western
- Brigham, E.F. dan Daves, P.R. 2014. *Intermediate Financial Management (12th Edition)*. Kanada : Cengage Learning.
- Brigham, Eugene F. dan gapenski, Louis C. 1994. *Financial Management, Theory and Practice (Seventh Edition – International Edition)*. USA : The Dryden Press Harrcourt Brace College Publishers.
- Carpentier, Cecile. 2006. The valuation effect of long term changes in capital structure. *International Journal of Managerial Finance, Vol. 2 lss 1 pp. 4 – 18.*
- Clarke, R.G., Wilson, B., Daines, R.H., dan Nadauld, S.D. 1990. *Strategic Financial Management*. Tokyo – Japan: Richard D. Irwin, Inc.
- Deesomsak, Rataporn., Paudyal, Kirshna., dan Pescetto, Gioia. 2004. The determinants of capital structure: evidence from Asia Pasific region. *Journal of Multinational Financial Management. 14 (2004) 387-405.*
- Djumahir. 2005. Pengaruh variabel-variabel *Tax Shield* dan *Non Tax Shield* terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada perusahaan *go-public* di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Wacana, Vol. 8 No. 3, Desember 2005, Hal : 302-321.*
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS. Edisi Ketujuh*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Dipenogoro.
- Gujarati, Damodar N., dan Porter, Dawn C. 2012. *Dasar-dasar Ekonometrika – Basic Econometrics (Buku 2, Edisi 5)*. Jakarta : Salemba Empat.
- Gujarati, Damodar N., dan Porter, Dawn C. 2012. *Dasar-dasar Ekonometrika – Basic Econometrics (Buku 1, Edisi 5)*. Jakarta : Salemba Empat.
- Horne, James C.V. dan Machowicz JR, Jhon M. 1999. *Prinsip – Prinsip Manajemen Keuangan (Edisi Kesembilan, Edisi Indonesia)*. Jakarta : Salemba Empat.
- Huang, Guihai., dan Song, Frank M. 2006. The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review. 17 (200) 1-36.*
- Jensen, M.C. dan Meckling, W.H. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics, 3 (1976) 305-360.*
- Kao, Hu. 2016. *Sektor Industri Mengapa Loyo?*. https://www.kompasiana.com/hukao/sector-industri-mengapa-loyo_57354d160223bd1f0534f333, diakses tanggal 2 Juni 2018.
- Kausar, A., Nazir, M.S., dan Butt, H.A. 2014. Capital structure and firm value : Empirical Evidence from Pakistan. *Asian Journal of Research in Economics and Finance, Volume 1 – Issue 1, March-April, 2014 (11-22).*
- Kayo, Eduardo K., dan Kimura, Herbert. 2011. Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance. 35 (2011) 358-371.*

- La Rocca, Maurizio., La Rocca, Tiziana., Gerace, Dionigi., dan Smark, Ciorstan. 2009. The effect of diversification on capital structure. *Accounting & Finance*, 49 (4), 799-826.
- Lumbantobing, Rudolf. 2008. *Studi Mengenai Perbedaan Struktur Modal Perusahaan Penanaman Modal Asing dengan Perusahaan Penanaman Modal dalam Negeri yang Go Public di Pasar Modal Indonesia (Perspektif Teori Dasar Struktur Modal, Teori Keagenan dan Teori Kontingensi dalam Upaya Mengoptimalkan Struktur Modal Perusahaan)*. Disertasi : Program Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Mayo, Herbert B. 2014. *Investment an Introduction, Eleventh Edition, International Edition*. United States of America : South Western, Cengage Learning.
- Miller, Merton H. dan Modigliani, Franco. 1961. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* Vol. XXXIV October 1961 No. 4.
- Muhardi, Werner R. 2012. Determinan Struktur Modal : Studi di Asia Tenggara. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, ISSN 2338-8234 (online), <https://doi.org/10.9744/jmk.13.2.91-98>.
- Myers, Stewart C. 1984. *The Capital Structure Puzzle*. #1548-84, April 1984, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.893.9826&danrep=rep1&dantype=pdf>, diakses tanggal 13 Desember 2017.
- Rajan, Raghuram G dan Zingales, Luigi, 1995. What do we know about capital structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. Vol. 1 No. 5. December 1995.
- Rehman, Obaid Ur. 2016. Impact of capital structure and dividen policy on firm value. *Journal of Poverty, Investment and Development*, Vol. 21. 2016. ISSN 2422-846X.
- Robb, Alicia dan Seamans, Robert. 2011. *Entrepreneurial Finance and Performance : A Transaction Cost Economics Approach. Draft : Preliminary and Incomplete*. https://extranet.sioe.org/uploads/isnie2011/robb_seamans.pdf
- Savitri, Enni., Salim, Ubud., Armanu., dan Djumahir. 2012. Variabel Anteseden dari Struktur Modal: Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Volume 10, Nomor 1, Maret 2012.
- Sheikh, Nadeem A., dan Wang Zongjun. 2011. Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance*, Vol. 37 Iss 2 pp. 117-133.
- Titman, S. dan Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol, 43, No. 1. (Mar., 1988), pp. 1-19.
- Vo, Xuan V. dan Ellis, C. 2017. An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22 (2017) 90 – 94.
- Vo, Xuan Vinh. 2017. Determinants of capital structure in emerging market : Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*. <http://dx.doi.org/doi:10.1016/j.ribaf.2016.12.001>. PII:S0275-5319(16)30268-9.
- Wald, John K. 1999. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *The Journal of Financial Research*. Vol. XXII, No. 2. Pages 161-187. Summer 1999.
- Wardhana, Guruh. H. 2012. Pengaruh Profitabilitas, *Tangibility*, dan *Institutional Ownership* terhadap Struktur Modal dan Dampaknya pada Kebijakan Dividen (Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode tahun 2009-2011). *Jurnal Bisnis Strategi*, Vol. 21 No. 1 Juli 2012.
- Weston, J. Fred. dan Brigham, Eugene F. 1981. *Managerial Finance (Seventh Edition)*. United States of America : Holt-Saunders International Edition.