

**FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL
DALAM PERSPEKTIF *PECKING ORDER THEORY*
PADA INDUSTRI MANUFAKTUR DI BEI**

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan Untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Strata Satu
Jurusan Manajemen



Oleh :

**APRILLIA WULANDARI
NIM : 2010210110**

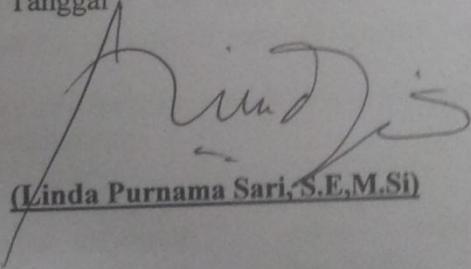
**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2014**

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

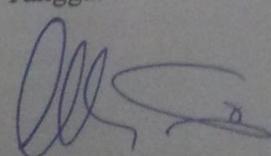
Nama : Aprillia Wulandari
Tempat, Tanggal Lahir : Lamongan, 13 April 1992
NIM : 2010210110
Jurusan : Manajemen
Program pendidikan : Strata 1
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Judul : Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Dalam
Perspektif *Pecking Order Theory* Pada Industri Manufaktur
Di BEI

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen pembimbing
Tanggal :


(Linda Purnama Sari, S.E., M.Si)

Ketua program studi S1 manajemen
Tanggal :


(Meliza Silvy S.E., M.Si)

**FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL
DALAM PERSPEKTIF *PECKING ORDER THEORY*
PADA INDUSTRI MANUFAKTUR DI BEI**

Aprillia Wulandari
STIE Perbanas Surabaya
Email : avrieland@gmail.com

Linda Purnama Sari
STIE Perbanas Surabaya
Email : linda@perbanas.ac.id
Jl. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

ABSTRACT

The purpose of this research to analyze the factors that affect the capital structure in pecking order theory perspective. Factors were examined as independent variables are profitability, liquidity, capital structure, sales growth and growth of assets. And the dependent variabel is capital structure. Technical analysis using the multiple regression analysis. Population in this study is the manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange 2009-2012. Sampling using purposive sampling method obtained a total sample of 106 companies. Result shows that profitability, liquidity, asset structure, sales growth and growth of assets significant effect to the capital structure. Partially variables that affect the capital structure is variable profitability, asset structure and sales growth, while the variables that do not significantly influence the capital structure is variable liquidity, and growth of assets.

Key words : capital structure, profitability, liquidity, asset structure, sales growth, growth of asset, pecking order theory.

PENDAHULUAN

Perkembangan dunia bisnis dan industri di era globalisasi ini sangatlah pesat. Banyak perusahaan yang tumbuh dan berkembang dibidangnya masing-masing pada usaha yang mereka jalani. Hal ini tentu saja menyebabkan persaingan dunia usaha dan industri menjadi semakin ketat. Perusahaan dituntut untuk menjadi lebih baik dan lebih unggul dibandingkan dengan perusahaan lain. Salah satu cara agar perusahaan lebih unggul dibandingkan dengan perusahaan lain adalah dengan perencanaan keuangannya, karena fungsi keuangan perusahaan merupakan hal yang sangat penting dalam aktivitas perusahaan.

Salah satu jenis perusahaan yang membutuhkan struktur permodalan yang

cukup besar adalah perusahaan manufaktur, kebutuhan permodalan perusahaan ini cukup besar, terutama untuk kebutuhan investasi yang sifatnya jangka panjang seperti lokasi dan bangunan perusahaan, mesin-mesin produksi maupun untuk membiayai kegiatan produksi itu sendiri. Selain itu alasan mengapa memilih perusahaan manufaktur adalah karena saham perusahaan manufaktur merupakan saham yang paling tahan krisis ekonomi dibandingkan dengan sektor lain. Untuk itu perusahaan harus memperkuat faktor internal agar dapat tetap berkembang dan bertahan, salah satu usaha untuk memperkuat faktor internalnya adalah

dengan mengelola struktur modal dengan baik.

Struktur modal perusahaan merupakan bagian dari struktur keuangan perusahaan yang mengulas tentang cara perusahaan mendanai aktivitya (Sugiarto, 2009 : 1). Masalah struktur modal adalah masalah yang sangat penting bagi perusahaan, karena struktur modal perusahaan merupakan cerminan dari kondisi keuangan perusahaan tersebut. Menurut Sujoko (2008 : 44), struktur modal didalam suatu perusahaan, diprediksi dipengaruhi oleh faktor eksternal dan internal perusahaan itu sendiri. Faktor eksternal merupakan faktor yang berada diluar dan tidak dapat dikendalikan oleh manajemen perusahaan. Beberapa variabel yang termasuk dalam faktor eksternal diantaranya yaitu tingkat suku bunga, inflasi, dan pertumbuhan pasar. Sedangkan faktor internal merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh manajemen perusahaan.

Secara teori, faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal sulit untuk diukur. Berbagai penelitian yang bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan telah dilakukan, namun hasil penelitian tersebut belum bisa menentukan faktor-faktor yang tepat yang dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan karena hasilnya tidak konsisten.

Pecking order theory menggambarkan sebuah hirarki sumber dana yang paling disukai. Teori ini mendasarkan diri atas informasi asimetrik, suatu istilah yang menunjukkan bahwa manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak (tentang prospek, risiko dan nilai perusahaan) daripada pemodal publik. Secara ringkas teori *pecking order* tersebut menyatakan (Brealey & Myers, 1996, p.500) : perusahaan menyukai *internal financing* daripada *external financing*, perusahaan akan memilih menggunakan utang terlebih dahulu. Ekuitas akan jatuh

sebagai alternatif yang akhir (Suad Husnan, 2012 : 275).

Profitabilitas mencerminkan kemampuan memperoleh laba dari suatu perusahaan untuk mendanai suatu investasi (Sugiarto, 2009 : 127). Perusahaan dengan tingkat pengembalian atas investasi yang sangat tinggi menggunakan utang dalam jumlah yang relatif sedikit. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan mendanai kegiatan usahanya melalui dana yang dihasilkan secara internal. Atas dasar alasan tersebut penulis tertarik untuk menggunakan profitabilitas dalam penelitian ini.

Likuiditas ditekankan pada kemampuan membayar, perusahaan yang likuid adalah perusahaan yang mampu untuk membayar dan memenuhi kewajiban finansialnya yang segera jatuh tempo, sehingga likuiditas bisa dihubungkan dengan kemampuan membayar kewajiban kepada pihak luar atau kreditur (Moeljadi, 2006 : 68). Atas dasar alasan inilah penulis menggunakan variabel likuiditas.

Struktur aktiva, menurut Weston dan Brigham (2011 : 188), apabila aktiva perusahaan sangat baik untuk dijadikan sebagai agunan kredit, perusahaan tersebut cenderung banyak menggunakan banyak utang. Struktur aktiva mempengaruhi sumber-sumber pembiayaan perusahaan, sehingga struktur aktiva merupakan kekayaan atau sumber-sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan. Alasan inilah yang mendasari penulis meneliti variabel struktur aktiva.

Perusahaan yang penjualannya tumbuh secara cepat akan perlu untuk menambah aktiva tetapnya. Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil berarti memiliki aliran kas yang relatif stabil, maka dapat menggunakan utang daripada perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Dengan kata lain semakin tinggi tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan maka besar pula penggunaan modal pinjaman (Kennedy & Azlina 2013).

Pertumbuhan aktiva (*growth of assets*) menunjukkan perubahan

peningkatan atau pengurangan total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Dapat dilihat seberapa besar *growth of assets* mempengaruhi struktur modal, dimana perusahaan yang tumbuh pesat dengan tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi cenderung mengandalkan modal dari luar perusahaan.

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada telah banyak dilakukan. Beberapa peneliti tersebut adalah : menurut Setiawan (2006), yaitu profitabilitas, likuiditas, risiko bisnis, ukuran perusahaan dan *growth opportunity*. Bram Hadianto (2010), yaitu profitabilitas, *size* dan struktur aktiva. Menurut Sri Yuliati (2011), yaitu profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, risiko bisnis dan ukuran serta pertumbuhan perusahaan. Menurut Cahyani Nuswandari (2013), yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, *growth*

LANDASAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kerangka Konsep Struktur Modal

Teori struktur modal berkenaan dengan bagaimana modal dialokasikan dalam aktivitas investasi aktiva riil perusahaan, dengan cara menentukan struktur modal antara modal utang dan modal sendiri. Kunci dalam memahami teori struktur modal adalah variasi perubahan komposisi struktur modal yang dapat mengubah besarnya rata-rata tertimbang biaya modal yang berpengaruh terhadap penilaian perusahaan (Harmono, 2009 : 137).

Dermawan Sjahrial (2007 : 179), mendefinisikan bahwa struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal pinjaman yang terdiri dari : utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang dengan modal sendiri yang terdiri dari : saham preferen dan saham biasa. Maka dapat disimpulkan bahwa manajer keuangan harus dapat mencari bauran pendanaan yang tepat agar tercapai struktur modal yang optimal.

opportunity dan kepemilikan manajerial. Sedangkan menurut K. Bagus Wardianto (2013) adalah : *Tangibility, growth, size,* dan profitabilitas.

Dari beberapa penelitian terdahulu tersebut dapat dilihat adanya perbedaan hasil dan variabel yang digunakan dalam penelitian faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. Sehingga penelitian ini dilakukan untuk menguji kembali variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal. Dalam penelitian ini variabel independen yang akan digunakan adalah profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, *sales growth* dan *growth of asset*.

Berdasarkan uraian yang telah dikemukakan diatas, maka penulis tertarik melakukan penelitian tentang Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Dalam Perspektif *Pecking Order Theory* Pada Industri Manufaktur di BEI.

Dari beberapa pendapat para ahli dan sumber diatas, maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah bagian dari struktur keuangan dimana mencerminkan perimbangan atau komposisi antara modal sendiri, modal asing atau utang jangka panjang, serta sumber-sumber dana lain yang dipergunakan dalam pembelanjaan perusahaan.

Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Menurut Weston dan Brigham (2011 : 188), para manajer keuangan perlu mempertimbangkan beberapa faktor penting sebagai berikut :

1. Stabilitas penjualan.
Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil akan lebih mudah memperoleh pinjaman yang mengakibatkan biaya tagihan tetapnya lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.
2. Struktur aktiva.
Apabila aktiva perusahaan sangat baik untuk dijadikan sebagai agunan kredit,

- perusahaan tersebut cenderung banyak menggunakan banyak utang.
3. Leverage operasi.
Perusahaan dengan leverage operasi yang lebih kecil mamapu untuk memperbesar leverage keuangan, karena interaksi dari leverage operasi dan keuanganlah yang mempengaruhi penurunan penjualan terhadap laba operasi dan arus kas bersih.
 4. Tingkat pertumbuhan.
Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat.
 5. Profitabilitas.
Banyak pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil.
 6. Pajak.
Bunga adalah beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan, dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi.
 7. Pengendalian.
Pengaruh akibat penerbitan surat-surat utang dengan saham terhadap posisi pengendalian manajemen dapat mempengaruhi struktur modal. karena jenis modal yang memberi keamanan bagi manajemen bervariasi dari suatu situasi ke situasi lainnya.
 8. Sikap manajemen.
Dengan tidak adanya bukti bahwa struktur modal yang satu akan membuat harga saham lebih tinggi daripada struktur modal yang lainnya, manajemen dapat menilai sendiri struktur modal yang dianggap tepat.
 9. Sikap memberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas.
Manajer perusahaan mempunyai analisis tersendiri mengenai leverage yang tepat bagi perusahaannya, namun sering kali sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai

- kredibilitas sangat berpengaruh terhadap keputusan struktur keuangan.
10. Kondisi pasar.
Kondisi di pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panjang dan jangka pendek yang dapat yang dapat mempunyai pengaruh penting terhadap struktur modal yang optimal.
 11. Kondisi internal perusahaan.
Kondisi internal perusahaan juga dapat berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan.
 12. Fleksibilitas keuangan.
Manajer pendanaan akan mengambil keputusan dengan membatalkan operasi karena tidak adanya dana yang bisa mengakibatkan penurunan profitabilitas perusahaan dalam jangka panjang.

Teori Struktur Modal

Teori-teori yang dikemukakan oleh para ahli dan sumber tentang struktur modal. Dermawan Sjahrial (2007 : 179), berpendapat bahwa teori struktur modal dibagi menjadi 2 (dua) kelompok besar, yaitu :

1. Teori Struktur Modal Tradisional, yaitu
 - a. Pendekatan Laba Bersih (*Net Income Approach*).
Pendekatan yang mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utangnya dengan tingkat biaya utang yang konstan pula. (Arthur, 2010 : 149).
 - b. Pendekatan Laba Operasi Bersih (*Net Operating Income Approach*).
Menurut Arthur (2010 : 228), Teori ini menyatakan bahwa banyak atau sedikitnya pendanaan utang, biaya modal utang, dan biaya ekuitas, tidak akan dipengaruhi oleh manajemen struktur modal. Maka pengguna pendanaan utang yang lebih besar akan memberi efek menguntungkan bagi harga saham biasa.

- c. Pendekatan Tradisional (*Traditional Approach*). Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga suatu *leverage* tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Sehingga baik Kd maupun Ke relatif konstan. Namun setelah *leverage* atau rasio utang tertentu, biaya utang dan biaya modal sendiri meningkat.
2. Teori Struktur Modal Modern, yang terdiri dari :
- a. Model *Modigliani-Miller* (MM) tanpa pajak.
Model ini berpendapat bahwa nilai setiap perusahaan merupakan kapitalisasi laba operasi bersih yang diharapkan dengan tingkat kapitalisasi konstan yang sesuai dengan tingkat risiko perusahaan.
- b. Model *Modigliani-Miller* (MM) dengan pajak.
Tahun 1963, MM menerbitkan artikel sebagai lanjutan teori MM tahun 1958. Asumsi yang diubah adalah adanya pajak terhadap penghasilan perusahaan. Dengan adanya pajak MM menyimpulkan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena biaya bunga utang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak.
- c. Model Miller.
Tahun 1976, Miller menyajikan suatu teori modal yang juga meliputi pajak untuk penghasilan pribadi. Pajak pribadi ini adalah : (1) pajak penghasilan dari saham, (2) pajak penghasilan dari obligasi.
- d. *Financial Distress* dan *Agency Costs*.
Financial distress adalah kondisi dimana perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan terancam bangkrut. Pada umumnya, kemungkinan terjadinya *financial distress* terjadi akibat meningkatnya penggunaan utang.

Semakin besar utang semakin besar pula beban biaya bunga, semakin besar profitabilitas bahwa penurunan penghasilan akan menyebabkan *financial distress*.

Agency cost atau biaya keagenan adalah biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan utang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditur.

- e. Model *Trade Off*.
Semakin besar penggunaan utang, semakin besar keuntungan dari penggunaan utang, tetapi biaya *financial distress* dan biaya *agency costs* juga meningkat, bahkan lebih besar. Kesimpulannya adalah penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi hanya sampai titik tertentu.
- f. Teori Informasi Tidak Simetris (*Asymmetric Information Theory*).
Awal dekade 1950-an, Gordon Donaldson dari Harvard University mengajukan teori tentang informasi yang tidak simetris. *Asymmetric information* adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak dari pihak lain. Gordon Donaldson menyimpulkan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan dana dengan urutan : (1) laba ditahan dan dana depresiasi, (2) utang, (3) penjualan saham baru.

Pengertian *Pecking Order Theory*

Menurut Myers (2007 : 25), ada teori alternatif yang dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang menguntungkan meminjam jumlah uang yang lebih sedikit. Teori ini berdasarkan asumsi asimetris, yaitu manajer tahu lebih banyak daripada investor luar tentang profitabilitas dan prospek perusahaan. Teori ini mengasumsikan bahwa perusahaan lebih suka menerbitkan utang dibandingkan ekuitas jika dana internal tidak cukup. Perusahaan dapat mendanai dengan dana

internal, yaitu dengan laba yang ditahan diinvestasikan kembali. Tetapi jika diperlukan pendanaan eksternal, jalur resistensi terendah adalah utang, bukan ekuitas.

Teori *pecking order* menyatakan bahwa jumlah utang yang diterbitkan perusahaan akan tergantung pada kebutuhannya akan pendanaan eksternal. Teori ini tidak menyangkal bahwa pajak dan masalah keuangan dapat menjadi faktor penting dalam pilihan struktur modal. Meskipun demikian teori ini menyatakan bahwa faktor-faktor ini tidak terlalu penting dibandingkan dengan preferensi manajer atas dana internal melebihi dana eksternal dan atas pendanaan utang melebihi penerbitan saham biasa baru.

Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Menurut (Sugiarto, 2009 : 127), Profitabilitas mencerminkan kemampuan memperoleh laba dari suatu perusahaan untuk mendanai suatu investasi, serta dapat digunakan sebagai alat ukur kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan dari penggunaan modalnya.

Penelitian yang dilakukan Toyib (2009) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Kennedy (2008), Hadianto (2010), dan Seftianne (2011). Namun hasil yang berbeda diperoleh dari penelitian Setiawan (2006), Yuliati (2011), Rista (2011), Nguyen T (2012), Cahyani (2013) dan Bagus (2013) bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sehingga hipotesis yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

H₁ : Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal.

Likuiditas Terhadap Struktur Modal

Likuiditas sangat menunjang kelancaran usaha, menjamin perusahaan beroperasi dengan baik, mampu membayar kebutuhan jangka pendek, membayar operasional

perusahaan dan sebagainya (Sugiarto, 2009 : 139). Likuiditas ditekankan Pada kemampuan membayar, perusahaan yang likuid adalah perusahaan yang mampu untuk membayar dan memenuhi kewajiban finansialnya yang segera jatuh tempo, sehingga likuiditas bisa dihubungkan dengan kemampuan membayar kewajiban kepada pihak luar atau kreditur (Moeljadi, 2006 : 68).

Dalam penelitian Seftianne (2011) ditemukan hasil bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Namun hasil yang berbeda dalam penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2006), Yuliati (2011) dan Nguyen T (2012) bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H₂ : Likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal.

Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal

Menurut Weston dan Brigham (2011 : 188), apabila aktiva perusahaan sangat baik untuk dijadikan sebagai agunan kredit, perusahaan tersebut cenderung banyak menggunakan banyak utang, karena dari skalanya perusahaan besar akan lebih mudah mendapatkan akses ke sumber dana dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Pada penelitian sebelumnya yang dilakukan Kennedy (2008), Hadianto (2010) dan Rista (2011) menyatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal. Namun pendapat yang berbeda dari hasil penelitian yang dilakukan Seftianne (2011) dan Yuliati (2011) bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H₃ : Struktur aktiva berpengaruh terhadap struktur modal.

Sales Growth Terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang penjualannya tumbuh secara cepat akan perlu untuk menambah aktiva tetapnya, jika penjualan dan laba setiap tahun meningkat maka pembiayaan dengan utang dengan beban tetap tentu

akan meningkatkan pendapatan pemilik saham. Dengan kata lain semakin tinggi tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan maka besar pula penggunaan modal pinjaman (Supriyanto, 2008), sehingga *sales growth* berpengaruh terhadap struktur modal.

Hal ini diperkuat dengan penelitian yang dilakukan oleh Kennedy (2008) Supriyanto (2008), dan Rista (2011) yang menunjukkan bahwa *sales growth* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

H₄ : *Sales Growth* berpengaruh terhadap struktur modal.

Growth of Asset Terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang bertumbuh dengan pesat banyak bergantung pada modal eksternal. Biaya emisi untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat utang. Karena itu perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat (Weston dan Brigham, 2011 : 188).

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Toyib (2009) dan Friska (2011), menemukan hasil bahwa *growth of asset* berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sedangkan hasil yang berbeda dari penelitian yang dilakukan oleh Yulianti (2011), dan Bagus (2013) bahwa *growth of asset* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H₅ : *Growth of Asset* berpengaruh terhadap struktur modal.

Rumus Pengukuran Variabel

1. Struktur modal.

Menurut Moeljadi (2006 : 52) Rumus yang digunakan untuk mengukur struktur modal adalah :

$$\text{Struktur Modal} = \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100 \%$$

2. Profitabilitas.

Menurut Moeljadi (2006 : 53) Rumus yang digunakan untuk mengukur profitabilitas adalah :

$$\text{Profitabilitas (ROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Aktiva}}$$

3. Likuiditas.

Menurut Marcus (2014 : 331) Rumus yang digunakan untuk mengukur likuiditas adalah :

$$\text{Likuiditas} = \frac{\text{Kas} + \text{Setara Kas} + \text{Piutang}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$

4. Struktur Aktiva.

Rumus yang digunakan untuk mengukur struktur aktiva adalah (Seftianne, 2011) :

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

5. Sales Growth.

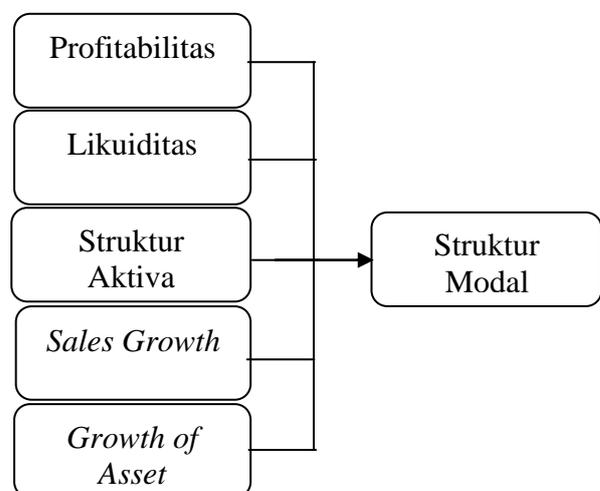
Rumus yang digunakan untuk mengukurnya adalah (Kennedy, 2008). *Sales Growth* = $\frac{\text{net sales } t - \text{net sales } t-1}{\text{net sales } t-1}$

6. Growth of Asset

Rumus yang digunakan untuk mengukurnya adalah (Toyib, 2009) : *Growth of Asset* = $\frac{\text{Asset Tahun } t - \text{Asset Tahun } t-1}{\text{Asset Tahun } t-1}$

Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 1.
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2012. Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel yang memiliki kriteria tertentu sesuai kebutuhan peneliti. Adapun dalam penelitian ini peneliti menentukan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan yang diteliti merupakan perusahaan yang bergerak dalam industri manufaktur yang *Go Public* selama periode 2009-2012.
2. Data laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia lengkap selama periode penelitian 2009-2012.
3. Perusahaan manufaktur yang *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia yang memiliki ekuitas positif.

Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi data tentang laporan keuangan pada perusahaan manufaktur yang *Go Public* selama periode 2009-2012. Laporan keuangan terdiri dari laporan rugi laba dan neraca dari masing-masing badan usaha yang termasuk dalam perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data sekunder dan laporan keuangan tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan Bursa Efek Indonesia (IDX). Selain itu data diambil secara *polling* yaitu gabungan data runtut waktu (*time series*) dan data *cross section* dengan periode 2009-2012.

Teknik Analisis Data

Pengolahan data dilakukan untuk menarik kesimpulan penelitian. Teknik analisis data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah

1. Analisis Deskriptif

Analisis ini menjelaskan tentang perkembangan dari variabel-variabel

yang digunakan dalam penelitian, yaitu profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, *sales growth* dan *growth of asset*.

2. Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, *sales growth*, dan *growth of asset* terhadap struktur modal. dengan menggunakan persamaan :

$$Y = \beta_0 + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \beta_4X_4 + \beta_5X_5 + e$$

Dimana :

Y = Struktur Modal

X1 = Profitabilitas

X2 = Likuiditas

X3 = Struktur aktiva

X4 = *Sales Growth*

X5 = *Growth of asset*

β_0 = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = Koefisien regresi linier

e = Variabel gangguan

3. Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis dilakuakn dengan tujuan untuk melihat apakah variabel profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, *sales growth* dan *growth of asset* secara simultan berpengaruh yang signifikan terhadap struktur modal, maka digunakan uji F.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif bertujuan untuk memberikan penjelasan mengenai variabel dependen dan variabel independen selama periode penelitian, variabel penelitian yang digunakan adalah profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, *sales growth*, dan *growth of asset* terhadap struktur modal. Hasil pengolahan data secara deskriptif ditunjukkan berdasarkan nilai minimum, nilai maksimum, standart deviasi, dan nilai rata-rata selama periode penelitian.

Berikut analisis variabel independen dan dependen secara deskriptif :

Tabel 1
Hasil Analisis Deskriptif

Descriptive Statistics				
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
struktur modal	0.0002	7.4128	0.438220	0.8922811
Profitabilitas	-0.1743	1.2654	0.098981	0.1456335
Likuiditas	0.0058	70.7522	1.738899	5.6472640
struktur aktiva	0.0052	4.0835	0.387846	0.3802551
sales growth	-0.8832	9.5367	0.206897	0.9412833
growth asset	-0.9022	12.4468	0.245675	1.3163032

Sumber : Lampiran 3, diolah

Dari tabel 1 dapat dilihat bahwa dari keseluruhan perusahaan sampel mulai periode 2009-2012 rata-rata keseluruhan struktur modal perusahaan sampel adalah 0,43822 dari 106 perusahaan manufaktur diBEI. Struktur modal terendah yaitu sebesar 0,0002. Hal ini menunjukkan bahwa pada tahun tersebut perusahaan memiliki struktur modal dengan komposisi utang yang lebih kecil dibandingkan dengan ekuitas, sehingga memberikan beban utang (bunga) yang ringan pada perusahaan. Sedangkan struktur modal tertinggi yaitu sebesar 7,4128 yang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki banyak utang dibandingkan dengan ekuitas, sehingga beban utang perusahaan menjadi besar.

Rata-rata profitabilitas yang diperoleh oleh seluruh perusahaan sampel adalah 0,09898. Profitabilitas terendah yaitu sebesar -0,1743 (tahun 2009). Hal ini menunjukkan bahwa pada tahun tersebut laba perusahaan mengalami penurunan yang disebabkan pendapatan perusahaan yang lebih kecil dibandingkan dengan beban usaha. Sedangkan profitabilitas tertinggi yaitu sebesar 1,2654 (tahun 2009), yang berarti pada tahun tersebut pendapatan perusahaan mengalami kenaikan dibandingkan dengan beban usaha perusahaan, sehingga profitabilitas

perusahaan juga naik. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan mengurangi

utang perusahaan, karena perusahaan mengalokasikan keuntungannya pada laba ditahan, sehingga perusahaan cenderung menggunakan sumber internalnya dan relatif mengurangi penggunaan utang.

Rata-rata likuiditas seluruh perusahaan adalah sebesar 1,73889. Likuiditas terendah yaitu senilai 0,0058 (tahun 2009), hal ini menunjukkan bahwa pada tahun tersebut perusahaan banyak menggunakan kasnya untuk melakukan pelunasan terhadap utang-utangnya, sehingga laba yang diperoleh perusahaan menurun. Sedangkan likuiditas tertinggi senilai 70,7522 (tahun 2010). Yang artinya perusahaan pada tahun tersebut mampu melunasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya, sehingga keuangan perusahaan dapat diindikasikan baik atau sehat.

Rata-rata struktur aktiva perusahaan sampel adalah senilai 0,38785. Struktur aktiva perusahaan tertinggi yaitu sebesar 4,0835 (tahun 2009). Hal ini disebabkan perusahaan manufaktur pada periode 2009 memiliki jumlah aktiva tetap lebih besar dibanding total aktiva yang dimiliki, sedangkan struktur aktiva terendah yaitu sebesar 0,0052 (tahun 2009), yang artinya jumlah aktiva tetap perusahaan berkurang disebabkan perusahaan menjual aktiva

tetapnya untuk melunasi utang-utangnya, sehingga aktiva tetap perusahaan lebih kecil dibandingkan dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan.

Rata-rata seluruh sampel perusahaan pada tahun 2009-2012 adalah sebesar 0,2068. Dan *sales growth* terendah yaitu sebesar -0,8832. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak melakukan ekspansi, sehingga pertumbuhan penjualan tidak mengalami peningkatan. Sedangkan *sales growth* tertinggi yaitu sebesar 9,5367, yang berarti pada tahun tersebut perusahaan banyak melakukan ekspansi, sehingga perusahaan membutuhkan sumber dana yang besar dari utang.

Rata-rata keseluruhan sampel perusahaan pada periode 2009-2012 senilai 0,2456. *Growth of asset* terendah yaitu senilai -0,9022. Hal ini menunjukkan bahwa aktiva perusahaan pada tahun tersebut tidak mengalami pertumbuhan yang cepat, sedangkan *growth of asset* tertinggi yaitu senilai 12,4468, yang berarti tingkat pertumbuhan yang tinggi akan meningkatkan jumlah aktiva tetap yang digunakan oleh perusahaan, sehingga dana yang dibutuhkan perusahaan juga meningkat, maka perusahaan cenderung akan mencari pendanaan dengan utang.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Tabel 2

RINGKASAN HASIL PENGUJIAN SIMULTAN

Model	B	t _{hitung}	Sig.	t _{tabel}	Keterangan	Keputusan
Profitabilitas	-0,758	-2.207	0,028	1.960	Uji dua sisi	H₀ ditolak
Likuiditas	0,017	1.865	0,063	1.960	Uji dua sisi	H ₀ diterima
Struktur aktiva	0,687	5.200	0,000	1.960	Uji dua sisi	H₀ ditolak
Sales growth	0,121	2.228	0,027	1.960	Uji dua sisi	H₀ ditolak
Growth asset	0,066	1.742	0,082	1.960	Uji dua sisi	H ₀ diterima
(constan)	0,176					
F _{hitung} = 12,718			R ² = 0,165			
F _{tabel} = 2,21			Signifikansi = 0,000			

Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai R² adalah 0,165 yang berarti bahwa 16,5 persen dari variabel struktur modal dapat dijelaskan oleh variabel profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, *sales growth* dan *growth of asset*, sedangkan sisanya 83,5 persen dijelaskan oleh variabel lain diluar model penelitian ini.

Berdasarkan tabel 2 diatas dapat dilihat bahwa tingkat signifikansi dari variabel profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, *sales growth* dan *growth of asset* adalah sebesar 0,000 < 0,05 dan nilai F_{hitung} (12,718) > F_{tabel} (2,21). Berdasarkan hasil ini dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, *sales growth* dan *growth of asset* secara

bersama-sama berpengaruh terhadap struktur modal.

Pengaruh Profitabilitas (X₁) Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan pengujian secara parsial variabel Profitabilitas (X₁) berpengaruh negatif signifikan. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa profitabilitas secara parsial berpengaruh terhadap struktur modal, diterima atau H₀ ditolak.

Semakin tinggi profitabilitas pada suatu perusahaan maka struktur modalnya akan semakin rendah, karena perusahaan mengurangi penggunaan utang. Artinya apabila profitabilitas perusahaan meningkat atau semakin tinggi, maka perusahaan cenderung mengurangi

penggunaan utangnya, karena perusahaan mengalokasikan keuntungannya pada laba ditahan. Dengan tingkat pengembalian yang tinggi perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan modal mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal yaitu dengan laba ditahan, sehingga perusahaan relatif mengurangi pendanaannya dengan utang. Hal ini berarti sejalan dengan *pecking order theory*, yang mengasumsikan bahwa semakin tinggi profitabilitas yang diperoleh suatu perusahaan, maka perusahaan relatif akan mengurangi penggunaan utang. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Rahmat Setiawan (2006), Sri Yulianti (2011), Nguyen Thanh C. (2012) dan Cahyani Nuswandari (2013) yang menemukan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Likuiditas (X_2) Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan pengujian secara parsial variabel likuiditas (X_2) dijelaskan bahwa secara parsial variabel likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa likuiditas secara parsial berpengaruh terhadap struktur modal, ditolak atau H_0 diterima.

Semakin tinggi likuiditas perusahaan, maka semakin tinggi pula struktur modalnya. Hal ini disebabkan perusahaan lebih banyak menggunakan kasnya untuk melakukan pelunasan terhadap utang-utangnya, sehingga laba yang diperoleh oleh perusahaan mengalami penurunan. Semakin banyak dana tunai yang dimiliki oleh perusahaan, akan mengindikasikan bahwa dana perusahaan banyak yang menganggur, hal ini kurang baik bagi keuangan perusahaan, karena dana tunai tersebut tidak diinvestasikan ke alternatif lain yang berarti tidak memberikan keuntungan lebih pada perusahaan.

Hasil penelitian ini berbeda dan tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Seftianne (2011), Nguyen Thanh C. (2012), dan Sri Yulianti yang menemukan hasil bahwa likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal.

Pengaruh Struktur Aktiva (X_3) Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan pengujian secara parsial bahwa variabel struktur aktiva (X_3) berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa struktur aktiva secara parsial berpengaruh terhadap struktur modal, diterima atau H_0 ditolak.

Artinya semakin tinggi struktur aktiva yang dimiliki perusahaan, maka akan semakin tinggi pula struktur modalnya, yang artinya semakin besar aktiva tetap yang dimiliki perusahaan akan semakin mudah untuk dijadikan sebagai agunan utang oleh perusahaan tersebut. Apabila aktiva perusahaan sangat baik untuk dijadikan sebagai agunan kredit, perusahaan tersebut cenderung banyak menggunakan banyak utang. Hal ini disebabkan karena dari skalanya perusahaan besar akan lebih mudah mendapatkan akses ke sumber dana dibandingkan dengan perusahaan kecil. Struktur aktiva mempengaruhi sumber-sumber pembiayaan perusahaan, sehingga struktur aktiva merupakan kekayaan atau sumber-sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan akan memberikan manfaat di masa yang akan datang. Hal ini berarti sejalan dengan *pecking order theory*, yang mengasumsikan bahwa apabila perusahaan dana internalnya sedikit, perusahaan lebih suka menerbitkan utang dibandingkan dengan ekuitas. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Kennedy dan Anisa (2008) yang menemukan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Pengaruh *Sales Growth* (X_4) Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan pengujian secara parsial variabel *sales growth* (X_4) secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa *sales growth* secara parsial berpengaruh terhadap struktur modal, diterima atau H_0 ditolak.

Perusahaan yang penjualannya tumbuh secara cepat perlu untuk menambah aktiva tetapnya, karena perusahaan yang penjualannya relatif stabil berarti memiliki aliran kas yang juga stabil. Selanjutnya semakin cepat pertumbuhan penjualan perusahaan maka perusahaan akan banyak melakukan ekspansi, sehingga perusahaan akan mencari dana yang lebih besar dengan menambah utang. Penambahan utang dapat dipandang sebagai meningkatnya kepercayaan masyarakat terhadap investor dan perusahaan, meskipun konsekuensi dari penambahan utang akan meningkatkan resiko bagi perusahaan, namun investor percaya bahwa manajemen mampu mengelola utang tersebut dengan baik, sehingga berdampak pada penggunaan utang atau peningkatan risiko tidak akan berdampak negatif bagi perusahaan. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory*, yang mengasumsikan bahwa jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan menerbitkan utang terlebih dahulu dan hanya menerbitkan ekuitas sebagai pilihan terakhir. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Eko Supriyanto (2008), Rista dan Bambang (2011) yang menemukan hasil bahwa *sales growth* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Pengaruh *Growth of Asset* (X_5) terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji parsial bahwa variabel *growth of asset* (X_5) tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa *growth of asset* secara parsial berpengaruh

terhadap struktur modal, ditolak atau H_0 diterima.

Tingkat pertumbuhan yang tinggi akan meningkatkan jumlah aktiva tetap yang digunakan oleh perusahaan, sehingga dana yang dibutuhkan perusahaan juga meningkat, maka perusahaan cenderung akan mencari pendanaan dengan utang. Meskipun utang memiliki dampak negatif yaitu beban bunga, tetapi utang juga dapat dijadikan sebagai sumber dana bagi perusahaan. Karena utang memberikan beban bunga bagi perusahaan, maka perusahaan yang tidak dapat melunasi utang-utangnya cenderung menjual asetnya sebagai jaminan. Hal inilah mungkin yang menyebabkan adanya penurunan pertumbuhan aset dibandingkan dengan peningkatan struktur modal. Penurunan aset bisa disebabkan oleh aset tetap perusahaan yang dijual untuk melunasi kewajiban-kewajiban perusahaan atau laba yang diperoleh mengalami penurunan akibat pendapatan perusahaan lebih sedikit dibandingkan dengan beban usaha perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian M. Toyib (2009) dan Friska (2011) yang mengemukakan bahwa *growth of asset* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, *sales growth* dan *growth of asset* terhadap struktur modal. Periode pengamatan dalam penelitian ini adalah selama 4 (Empat) tahun mulai dari periode 2009-2012. Peneliti menggunakan data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Sampel penelitian diambil secara *purposive sampling*. Sehingga diperoleh sebanyak 106 sampel perusahaan, yang terdiri dari 19 jenis industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik analisis dalam penelitian ini menggunakan uji analisis regresi berganda dengan menggunakan Uji

F dan Uji t, dan diperoleh hasil sebagai berikut :

1. Variabel Profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, *sales growth* dan *growth of asset* secara bersama-sama berpengaruh terhadap struktur modal.
2. Secara parsial yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal adalah variabel profitabilitas, struktur aktiva dan *sales growth*.
3. Secara parsial variabel yang tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal adalah likuiditas dan *growth of asset*.

Penelitian ini mempunyai keterbatasan-keterbatasan yang mempengaruhi hasil penelitian. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah :

1. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian hanya 5 (Lima) variabel yaitu profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, *sales growth* dan *growth of asset*, dan satu variabel dependen yaitu struktur modal.
2. Periode penelitian yang hanya empat tahun, yaitu dari tahun 2009-2012.
3. Laporan keuangan dalam penelitian ini hanya didasarkan pada informasi yang tersedia di *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

Saran untuk penelitian selanjutnya adalah :

1. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambahkan variabel independen lainnya, seperti : Stabilitas penjualan, dividen, leverage operasi, atau sikap manajemen.
2. Menambah periode penelitian menjadi lima tahun, agar data yang diperoleh bisa lebih signifikan.
3. Dapat menambahkan informasi laporan keuangan yang didasarkan pada data yang sudah tersedia di IDX.

DAFTAR RUJUKAN

Abdul Halim. 2007. *Manajemen Keuangan Bisnis*. Bogor : Ghalia Indonesia.

Bram Hadianto. 2010. "Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Periode 2000-2006 : Sebuah Pengujian Hipotesis *Pecking Order*". Vol. 7 (2).

Brigham, Eugene F, dan Houston, Joel F. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan "Essentials of Financial Management"*. Diterjemahkan oleh Ali Akbar Yulianto. Jakarta : Salemba Empat.

Cahyani Nuswandari. 2013. "Determinan Struktur Modal dalam Perspektif *Pecking Order Theory* dan *Agency Theory*". *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, Mei vol 2 (1). 92-102.

Dermawan Sjahrial. 2007. *Manajemen Keuangan*. Jakarta : Penerbit Mitra Wacana Media.

Eko Supriyanto dan Falik Hatun. 2008. "Pengaruh *Tangibility*, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Keuangan". *Jurnal bisnis dan akuntansi*. April vol. 10 (1) 13 - 22.

Friska Firmanti. 2011. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Bisnis & Akuntansi*. Agustus vol. 13 (2). 119-128.

Harmono. 2009. *Manajemen Keuangan "Berbasis Balanced Scorecard Pendekatan Teori, Kasus, dan Riset Bisnis"*. Jakarta : Bumi Aksara.

K. Bagus Wardianto. 2013. "Pengujian *Pecking Order Theory* pada Non-Bank *Financial Institution* (NBFIs) di Indonesia". *Jurnal Prespektif Bisnis*, Juni vol 11 (1). 2338 - 5111.

Kennedy, Nur Azlina dan Anisa Ratna Suzana. 2008. "Faktor - Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan *Real Estate and Property* Yang Go

- Public Di Bursa Efek Indonesia*".
Jurnal Ekonomi. Vol. 11 (2).
- Lukas Setia A. 2008. "*Teori & Praktik Manajemen Keuangan*". Yogyakarta : Penerbit ANDI.
- Marcus Alan. J, Bodie Zve, and Alex. 2014. *Manajemen Portofolio dan investasi*. Diterjemahkan oleh Romi Bhakti Hartarto, Adinda Presanti, dan Ika Permatasari. Edisi 9. Jakarta : Salemba Empat.
- Moeljadi. 2006. *Manajemen Keuangan Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif*. Jilid 1. Malang : Bayumedia Publishing.
- M. Toyib Daulay. 2009. "Pengaruh *Size, Profitability, dan Growth Of Asset* Terhadap Struktur Modal Pada Industri Makanan Dan Minuman Yang *Go Public* Dibursa Efek Indonesia". *Jurnal Ilmiah Abdi Ilmu*. November vol 2 (2). ISSN : 1979 – 5408.
- Mudrajad Kuncoro. 2009. *Metode Riset untuk Bisnis & Ekonomi "Bagaimana Meneliti & Menulis Tesis"*. Edisi 3. Jakarta : Penerbit Erlangga.
- Nguyen Thanh Cuong. 2012. "The Factors Affecting Capital Structure for Each Group of Enterprises in Each Debt Ratio Threshold : Evidence from Vietnam's Seafood Processing Enterprises". *International Research of Finance and Economics*. 1450-2887.
- Rahmat Setiawan. 2006. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dalam Perspektif *Pecking Order Theory* Studi Pada Industri Makanan dan Minuman di BEJ". *Majalah Ekonomi*. Desember vol 16. No 3.
- Rista B. dan Bambang S. 2011. "Menentukan Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Nopember vol. 3 (2). Hal: 172 – 182. ISSN :1979-4878.
- Seftianne dan Ratih Handayani. 2011. "Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manuf :". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* ril vol 13 (1). 39 – 56.
- Sri Yuliati. 2011. "Pengujian *Pecking Order Theory* : Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Industri Manufaktur diBEI Periode Setelah Krisis Moneter. *Jurnal Politeknosains*. Maret vol. x (1).
- Stewart C.Myers., Marcus, Alan J., dan Richard A.Brealey. 2007. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Diterjemahkan oleh Yelvi Andri Zaimur. Jilid 2. Jakarta : Penerbit Erlangga.
- Suad Husnan, dan Enny Pudjiastuti. 2012. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : UPP STIM YKPN.
- Sugiarto. 2009. *Struktur modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri*. Yogyakarta : Graha Ilmu.
- Sujoko Efferin, Stevanus., dan Yuliawati. 2008. *Metode Penelitian Akuntansi : Mengungkap Fenomena Dengan Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif*. Yogyakarta : Graha Ilmu.
- Syofian Siregar. 2012. *Statistika Deskriptif Untuk penelitian : Dilengkapi Perhitungan Manual dan Aplikasi SPSS Versi 17*. Jakarta : Rajawali Pers.