

DETERMINAN STRUKTUR MODAL

(Studi Komparatif pada *Manufacture Multinational Corporation* dan *Domestic Corporation* di BEI)

Dian Sinthayani¹

Ida Bagus Panji Sedana²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia

e-mail: diansintha@gmail.com

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan struktur modal antara *manufacture multinational corporation* (MNC) dan *domestic corporation* (DMC) serta untuk mengetahui determinan struktur modal pada MNC dan DMC yang terdaftar di BEI. Sampel dalam penelitian ini berjumlah 19 MNC, dan 48 DMC. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Independent Sample T-Test* dan analisis Regresi Linier Berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal MNC berbeda secara nyata dengan struktur modal DMC. *Profitability* dan *business risk* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal MNC, serta *liquidity* dan *asset tangibility* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal MNC. *Liquidity* dan *asset tangibility* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal DMC, serta *profitability* dan *business risk* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal DMC. Melalui penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi literatur dalam menentukan determinan struktur modal serta membantu perusahaan untuk mengambil keputusan yang efektif mengenai struktur modal sesuai dengan *company status*.

Kata kunci: *determinan struktur modal, MNC, DMC*

ABSTRACT

This study aims to determine the determinants of capital structure in manufacture multinational corporations (MNC) and domestic corporation (DMC) as well as to determine whether there is a difference between MNC and DMC capital structure listed at IDX. Company samples used in this study are 19 MNC, and 48 DMC. The analysis technique used in this study are Independent Sample T-Test and Multiple Linier Regression Analysis. These results indicate that MNC capital structure significantly different from DMC. Profitability and business risk significant positive effect on MNC capital structure, liquidity and asset tangibility significant negative effect on MNC capital structure. Liquidity, and asset tangibility significant negative effect on DMC capital structure, profitability and business risk does not affect DMC capital structure. This research is expected to contribute the literature in determining the determinant of capital structure and help the company to take effective decisions in capital structure regarding the company status.

Key word: *determinant of capital structure, MNC, DMC*

PENDAHULUAN

Globalisasi telah membuka gerbang pasar bebas di Indonesia, salah satunya adalah dengan keikutsertaan Indonesia sebagai negara yang turut andil dalam

Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA). Menurut Lumbantobing (2008) perekonomian Indonesia sedang memasuki era pasar bebas, yang kemudian menjadikan kegiatan ekonomi Indonesia ditopang oleh berbagai jenis industri. Secara garis besar industri di Indonesia dijalankan oleh perusahaan-perusahaan yang dibagi ke dalam dua kelompok yaitu perusahaan multinasional dan perusahaan domestik. Keputusan struktur modal perusahaan adalah salah satu keputusan keuangan sebagai kunci yang mencerminkan bagaimana sebuah perusahaan menjalankan bisnisnya. Struktur modal dapat terdiri dari hutang, ekuitas, atau kombinasi dari keduanya (Masnoon dan Saeed, 2014).

Struktur modal perusahaan dapat berbeda-beda, bahkan perusahaan pada industri yang sama juga akan memiliki struktur modal yang berbeda secara signifikan (Brigham dan Houston, 2011:154). Perbedaan rata-rata struktur modal *manufacture* MNC dan DMc di Indonesia ditampilkan pada Tabel 1 berikut:

Tabel 1
Perubahan Rata-rata Struktur Modal *Manufacture* MNC dan DMc di BEI
Tahun 2011-2013

No.	Company Status	Struktur Modal (%)			Perubahan (%)	
		2011	2012	2013	2011-2012	2011-2013
1	MNC	42.53	41.53	41.68	-2.35	0.38
2	DMc	47.29	47.02	49.17	-0.57	4.56

Sumber: ICMD tahun 2011-2013 yang diolah, 2015

*Struktur Modal (*debt ratio*) = *Total Debt* / *Total Asset*

Berdasarkan Tabel 1, dapat dilihat bahwa secara umum *manufacture* DMc memiliki rata-rata *debt ratio* yang lebih tinggi dibandingkan dengan *manufacture* MNC. Terlihat pula bahwa *manufacture* MNC mengalami penurunan rata-rata struktur modal, yaitu turun sebesar 2,35 persen ditahun 2012 dibandingkan tahun 2011, dan kemudian mengalami kenaikan hingga 0,38 persen ditahun 2013.

Secara rata-rata *manufacture* MNC menggunakan hutang paling banyak pada tahun 2011 dibandingkan tahun 2012 dan tahun 2013. Sementara itu, struktur modal *manufacture* DMc secara rata-rata turun sebesar 0,57 persen pada tahun 2012 dibandingkan tahun 2011 dan kemudian mengalami kenaikan sebesar 4,56 persen pada tahun 2013 dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Nilai *debt ratio* kedua jenis perusahaan ini tidak melebihi 100 persen yang menunjukkan bahwa baik *manufacture* MNC maupun *manufacture* DMc sama-sama tidak menggunakan hutang yang melebihi ekuitasnya. Hal ini sesuai dengan teori struktur modal optimal menurut Riyanto (2001:294), yaitu tercapai apabila jumlah hutang perusahaan tidak lebih besar daripada jumlah ekuitas.

Madura, Abdullah, Eiteman dan Stonehill (dalam Burgman, 1996) memprediksi bahwa MNC memiliki *leverage* lebih tinggi daripada perusahaan DMc. Hal ini dikarenakan arus kas dari perusahaan multinasional yang terdiversifikasi internasional sehingga MNC berada dalam posisi yang lebih baik daripada DMc untuk mendukung rasio hutang yang lebih tinggi (Lee dan Kwok, 1988). Penelitian mengenai perbedaan struktur modal MNC dengan DMc diantaranya diteliti di Amerika Serikat oleh Lee dan Kwok (1988), dan Burgman (1996); di Australia oleh Akhtar (2005); di Jepang oleh Akhtar dan Oliver (2009); dan di Taiwan oleh Lin dan Hung (2012). Penelitian tersebut menunjukkan adanya perbedaan hasil penelitian Chen *et al.* (1997), Burgman (1996), Akhtar dan Oliver (2009), Aggarwal dan Kyaw (2011), serta Lin dan Hung (2012) menemukan bahwa, *leverage* perusahaan multinasional secara signifikan lebih rendah dibandingkan *leverage* perusahaan domestik. Sementara itu, Akhtar (2005)

menunjukkan bahwa *leverage* MNC tidak berbeda secara signifikan dengan DMc. Di Indonesia, penelitian yang sama juga dilakukan oleh Putera (2006) yang juga menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan antara struktur modal MNC dan DMc. MNC dan DMc yang ada di Indonesia memeliki peluang dan ancaman yang sama sehingga memiliki struktur modal yang sama. Penelitian dari Perwitasari (2011) dan Lumbantobing (2008) justru menemukan bahwa terdapat perbedaan struktur modal MNC dan DMc di Indonesia. Penelitian tersebut sejalan dengan hasil penelitian dari Vera, dkk. (2005) bahwa *leverage* MNC berbeda dengan *leverage* DMc di Indonesia. Semakin besar biaya kebangkrutan maka semakin lebar perbedaan tingkat struktur modal perusahaan MNC dan DMc, demikian juga profitabilitas yang semakin tinggi akan memperlebar perbedaan tingkat struktur modal antara MNC dan DMc.

Perusahaan yang *profitable* akan memiliki rasio hutang yang tinggi. Perusahaan akan memilih menggunakan banyak hutang untuk memperoleh manfaat penghematan pajak, ketika profit yang diperoleh tinggi (Hadianto, 2008). Hasil berbeda ditemukan oleh Lumbantobing (2008) bahwa ketika perusahaan memiliki profit yang sedikit maka alternatif sumber pendanaan melalui hutang akan dipilih oleh perusahaan, dan ketika perusahaan memperoleh laba dalam jumlah yang besar maka laba akan digunakan untuk mendanasi operasi perusahaan, sehingga jumlah hutang akan menurun.

Liquidity merupakan kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendeknya (Wiagustini, 2010:76). *Liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal (Jong *et al.*, 2008; Sari dan Haryanto, 2013; dan Masnoon

dan Saeed, 2014). Hasil berbeda justru ditemukan oleh Rachmawardani (2007), yaitu likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Asset tangibility merupakan faktor yang penting dalam menentukan keputusan struktur modal, karena besarnya *fixed asset* dapat dijadikan jaminan oleh kreditor (Joni dan Lina, 2010). *Tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal (Hossain dan Ali, 2012; Indrajaya, dkk., 2011). Hasil berbeda ditemukan oleh Wijaya dan Hadianto (2008) bahwa aset berwujud berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Business risk adalah risiko yang dialami perusahaan saat menjalankan bisnisnya. *Trade-off theory* menyatakan bahwa tingkat risiko berbanding terbalik dengan jumlah hutang yang digunakan oleh perusahaan (Jong *et al.* (2008), Sharif *et al.* (2012), Lim (2012), dan Pontoh dan Ilat (2013). Namun, hasil penelitian Perwitasari (2011) justru menunjukkan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Sesuai dengan paparan yang telah disebutkan sebelumnya, maka rumusan masalah dalam studi ini yaitu apakah struktur modal *manufature* MNC dan DMc berbeda nyata? Apakah *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *business risk* memiliki pengaruh nyata terhadap struktur modal?

Studi ini memiliki tujuan untuk meneliti ada tidaknya perbedaan struktur modal antara MNC dan DMc serta meneliti kembali faktor-faktor (*profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *business risk*) yang mempengaruhi struktur modal MNC dan DMc di Indonesia. Beberapa studi empiris sebelumnya masih menemukan perbedaan hasil penelitian serta adanya kecenderungan MNC

memiliki struktur modal yang lebih rendah daripada DMc apabila dilihat dari Tabel 1.

Dalam teori struktur modal dijelaskan tentang pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan asumsi *ceteris paribus*. Struktur modal yang paling baik adalah yang mampu memaksimumkan nilai suatu perusahaan (Husnan dan Pudjiastuti, 2006:263). Teori struktur modal terdiri dari :

1. *Modigliani and Miller Theory*

Modigliani dan Miller (MM) (1958) dalam Brigham dan Houston, (2011:179-182) menunjukkan asumsi yang tidak realistik tentang struktur modal, antara lain:

- 1) Tanpa biaya pialang.
- 2) Tanpa *tax*.
- 3) Tanpa *bankruptcy cost*.
- 4) Investor boleh meminjam dalam jumlah yang sama dengan perusahaan.
- 5) Tidak terdapat asimetri informasi antara manajer dan investor.
- 6) *Earning Before Interest and Tax* tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang.

2. *Trade-Off Theory*

Hal yang dijelaskan dalam *Trade-off theory* adalah hubungan antara *tax*, *bankruptcy risk*, dan penggunaan hutang yang diakibatkan oleh keputusan struktur modal perusahaan (Almandana, 2014). Dalam konsep *trade-off theory* nilai perusahaan yang menggunakan hutang sama dengan nilai dari suatu perusahaan yang tidak menggunakan hutang ditambah nilai dari beberapa efek sampingannya termasuk *tax shield* dan biaya-biaya yang diperkirakan berkaitan dengan *financial*

distress (Sjahrial, 2014:277).

3. *Pecking Order Theory*

Hal yang dapat dijelaskan dari *pecking order theory* adalah apabila perusahaan memiliki laba dalam jumlah besar, maka jumlah hutang yang digunakan akan semakin sedikit. Hal tersebut dikarenakan perusahaan memiliki laba yang besar yang dapat digunakan sebagai internal financing, sehingga kebutuhan akan *external financing* akan menurun. Pendekatan yang dikemukakan oleh Myer dan Majluf tahun 1984 (dalam Wiksuana, dkk., 2001:196) menyebutkan bahwa perusahaan akan memilih menggunakan *internal financing* terlebih dahulu untuk mendanai operasinya.

4. *Signalling Theory*

Isyarat/*signal* menurut Bingham dan Houston (2011:185-186) adalah suatu tindakan yang diambil oleh pihak manajemen yang mampu memberikan isyarat untuk investor mengenai bagaimana pihak manajemen memandang prospek perusahaan. Teori ini menyatakan bahwa investor mampu membedakan antara perusahaan yang mempunyai nilai tinggi dengan perusahaan yang memiliki nilai rendah dilihat dari struktur modal perusahaan.

Riyanto (2001:296) menyatakan terdapat banyak faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu tingkat bunga, stabilitas earning, struktur aktiva, kadar risiko dari aktiva, besarnya jumlah modal yang dibutuhkan, keadaan pasar modal, sifat manajemen, dan besarnya suatu perusahaan. Menurut Wiksuana, dkk. (2001:201) pemilihan struktur modal dipengaruhi oleh berbagai faktor yaitu struktur aset,

tingkat pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan pajak, kebijakan deviden, kondisi intern perusahaan, pengendalian, dan *attitude management*.

Lumbantobing (2008) dalam penelitiannya menemukan bahwa DMc dalam penentuan struktur modalnya lebih mengarah pada *trade-off theory*. Hal ini berarti, DMc cenderung menggunakan *external financing*, sedangkan MNC lebih mengarah *pecking order theory* yaitu dengan menggunakan *internal financing*.

Penelitian Perwitasari (2011) menemukan bahwa terdapat perbedaan struktur modal MNC dan DMc. Hasil penelitian dari Vera, dkk. (2005) menemukan bahwa terdapat perbedaan struktur modal perusahaan MNC dan perusahaan DMc. Semakin besar biaya kebangkrutan maka semakin lebar perbedaan tingkat *leverage* perusahaan MNC dan DMc, sedemikian juga semakin tinggi profitabilitas maka semakin lebar perbedaan tingkat *leverage* perusahaan MNC dan DMc.

Hasil penelitian Lee dan Kwok (1988), Chen *et al.* (1997), Burgman (1996), Akhtar dan Oliver (2009), Aggarwal dan Kyaw (2011), Lin dan Hung (2012), menunjukkan adanya perbedaan signifikan antara *leverage* perusahaan multinasional dengan perusahaan domestik. Hal ini juga ditandai dengan adanya rasio hutang yang lebih rendah antara MNC dibanding DMc.

Berdasarkan penelitian dari Lee dan Kwok (1988), Chen *et al.* (1997), Burgman (1996), Akhtar dan Oliver (2009), Aggarwal dan Kyaw (2011), Lin dan Hung. (2012), Perwitasari (2011), Lumbantobing (2008), dan Vera, dkk. (2005) maka hipotesis dalam penelitian ini yaitu :

H1: terdapat perbedaan struktur modal antara *manufacture* MNC dan DMc.

Profitabilitas dalam penelitian ini dilihat dari besarnya *Return On Equity* (ROE), hal ini dikarenakan ROE menunjukkan seberapa besar laba yang tersedia untuk *shareholders* dalam bentuk penyertaan ekuitas yang ditanam oleh *shareholders* di perusahaan.

Pecking order theory menjelaskan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan sumber dana internal. Hasil penelitian yang konsisten dengan teori *pecking order* menemukan bahwa *profitability* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal (Moh'd *et al.*, 1998; Hall *et al.*, 2004; Akhtar, 2005; Sayilgan *et al.*, 2006; Thippayana, 2014; Ali (2011); Olayinka (2011); Sharif *et al.* (2012); dan Masnoon dan Saeed (2014)). Ketika perusahaan memperoleh banyak profit, maka terlebih dahulu perusahaan akan memenuhi pendanaannya melalui laba ditahan yang akan mengurangi tingkat penggunaan hutang.

Penelitian Perwitasari (2008) dan Akhtar (2005) menemukan hasil yang sejalan dengan teori *pecking order*, yaitu MNc dan DMc akan memilih menggunakan pendanaan internal ketika memperoleh profit yang tinggi. Dengan demikian ketika laba meningkat maka perusahaan akan menggunakan laba sebagai *internal financing*, sehingga hutang akan dibutuhkan dalam jumlah yang sedikit.

Berdasarkan argumentasi tersebut, maka penelitian ini mencoba mengajukan hipotesis alternatif tentang pengaruh *profitability* terhadap struktur modal, yang dirumuskan sebagai berikut:

H2a: *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal

manufacture MNc.

H2b: *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *manufacture* DMc.

Liquidity menunjukkan kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendeknya baik pada *manufacture* MNc dan DMc dilihat dari *current ratio*. Likuiditas diprosikan dengan *current ratio* yaitu dengan membandingkan *current assets* dengan *current liabilities* yang dimiliki oleh perusahaan (Masnoon dan Saeed, 2014).

Pecking order theory menjelaskan apabila perusahaan tergolong likuid maka hutang akan dibutuhkan dalam jumlah yang sedikit. Perusahaan yang likuid adalah perusahaan yang memiliki dana internal yang besar yang dapat digunakan untuk mendanai kegiatan operasi perusahaan, hal ini akan mengakibatkan hutang diperlukan dalam jumlah yang sedikit. Hasil penelitian dari Jong *et al.* (2008), Sari dan Haryanto (2013), Masnoon dan Saeed (2014), Yuliaty (2011), Hakim (2013) serta Dewi dan Badjra (2014) menemukan bahwa terdapat pengaruh yang negatif signifikan dari likuiditas terhadap struktur modal. Apabila likuiditas perusahaan semakin tinggi, maka jumlah hutang yang digunakan akan semakin sedikit.

Liquidity berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal (Jong *et al.*, 2008; Sari dan Haryanto, 2013; dan Masnoon dan Saeed, 2014). Perusahaan dengan *liquidity* yang tinggi memiliki *internal financing* dalam jumlah yang besar, *internal financing* dalam bentuk laba ini kemudian digunakan untuk mendanai kegiatan bisnis perusahaan.

Berdasarkan argumentasi tersebut, maka penelitian ini mencoba mengajukan hipotesis alternatif tentang pengaruh *liquidity* terhadap struktur modal, yang dirumuskan sebagai berikut:

H3a: *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *manufacture MNC*.

H3b: *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *manufacture DMc*.

Asset tangibility mencerminkan perbandingan antara aktiva tetap terhadap total aktiva pada manufacture MNC dan DMc. *Asset tangibility* diukur dengan *fixed asset* terhadap *total asset* (Chevalier *et al.*, 2006; Margaretha dan Ramadhan, 2010; Murhadi, 2011; dan Sari, dkk., 2013).

Trade off theory menjelaskan bahwa *asset tangibility* berpengaruh positif terhadap struktur modal Indrajaya, dkk. (2011) dalam penelitiannya menemukan bahwa *asset tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hasil serupa juga ditemukan oleh Margaretha dan Ramadhan (2010), dan Murhadi (2011), yaitu *asset tangibility* berpengaruh positif signifikan. *Fixed assets* dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan untuk memperoleh pinjaman, hal ini berarti terdapat hubungan antara *tangibility of asset* dengan struktur modal perusahaan.

Lumbantobing (2008) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *asset tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal DMc. Akhtar dan Oliver (2009) menemukan bahwa *asset tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal baik pada MNC maupun DMc. Hal ini berarti jumlah jaminan hutang yang dimiliki perusahaan merupakan faktor yang

dipertimbangkan oleh pihak kreditor dalam memberikan jumlah hutang kepada perusahaan.

Berdasarkan argumentasi tersebut, maka penelitian ini mencoba mengajukan hipotesis alternatif tentang pengaruh *asset tangibility* terhadap struktur modal, yang dirumuskan sebagai berikut:

- H4a: *asset tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal *manufacture MNC*.
- H4b: *asset tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal *manufacture DMc*.

Business risk merupakan risiko usaha yang dihadapi *manufacture MNC* dan *DMc* dalam menjalankan usahanya. Dalam penelitian ini untuk mengukur *business risk* digunakan *Degree of Operating Leverage* (DOL). Menurut *trade-off theory*, perusahaan akan menanggung biaya kebangkrutan yang tinggi apabila kemungkinan kebangkrutan yang dialami perusahaan juga semakin tinggi. Sehingga, perusahaan seharusnya menggunakan hutang dalam jumlah yang sedikit (Indrajaya, dkk., 2011).

Penelitian Akhtar dan Oliver (2009) dan Lumbantobing (2008) memberikan hasil bahwa *business risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *DMc*. Perusahaan akan menurunkan jumlah hutang apabila risiko bisnis semakin tinggi. Hal ini dikarenakan, penambahan hutang justru akan meningkatkan risiko bisnis perusahaan.

Berdasarkan argumentasi tersebut, maka penelitian ini mencoba mengajukan hipotesis alternatif tentang pengaruh *business risk* terhadap struktur

modal, yang dirumuskan sebagai berikut

- H5a: *business risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *manufacture MNC*.
- H5b: *business risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *manufacture DMc*.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini berjumlah 132 *manufacture MNC* dan *DMc* periode 2011-2013. Sampel yang digunakan didasarkan pada kriteria-kriteria, sehingga diperoleh sampel penelitian seperti pada Tabel 2.

Tabel 2
Seleksi untuk Memperoleh Perusahaan Sampel Penelitian

Seleksi Kriteria Sampel	MNC	DMc
Seluruh perusahaan per group sampel yang terdaftar di BEI periode 2011-2013	40	92
Seluruh <i>manufacture MNC</i> dan <i>manufacture DMc</i> yang tidak menyajikan rasio sesuai dengan variabel yang diteliti	(11)	(27)
Seluruh <i>manufacture MNC</i> dan <i>manufacture DMc</i> yang memperoleh laba negatif minimal satu tahun selama periode 2011-2013	(0)	(4)
Data <i>Outlier</i>	(10)	(13)
Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria per tahun	19	48

Sumber data dalam studi ini berasal dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). *Dependent variable* dalam penelitian ini adalah struktur modal, sementara itu *independent variable* yang digunakan yaitu *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *business risk*. Rumus untuk setiap proksi adalah sebagai berikut:

1. Struktur modal, $\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$

2. *Profitability*, $ROE = \frac{EAT}{Total\ Equity} \times 100\%$
3. *Liquidity*, $Current\ ratio = \frac{Current\ Assets}{Current\ Liabilities} \times 100\%$
4. *Asset tangibility*, $Tangibility = \frac{Fixed\ Assets}{Total\ Assets} \times 100\%$
5. *Business risk*, $DOL = \frac{\% \ Change\ in\ EBIT}{\% \ Change\ in\ Sales} \times 100\%$

Penelitian ini menggunakan teknik analisis uji beda dan Regresi Linier Berganda. Uji beda *Independent Sample T-Test* digunakan untuk melihat ada tidaknya perbedaan struktur modal MNc dan DMc serta membandingkan *mean* dari struktur modal pada kedua jenis perusahaan untuk mencari mana yang lebih tinggi atau unggul. Regresi Linier Berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility* dan *business risk* terhadap struktur modal, dengan model regresi sebagai berikut:

- 1) Model Regresi Linier Berganda MNc :

$$Y_M = a_1 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + e$$

- 2) Model Regresi Linier Berganda DMc :

$$Y_D = a_2 + b_5X_1 + b_6X_2 + b_7X_3 + b_8X_4 + e$$

Keterangan:

Y_M, Y_D	= Struktur Modal MNc dan Struktur Modal DMc
a_1, a_2	= konstanta
$b_1 \dots b_8$	= koefisien regresi
X_1	= <i>profitability</i>
X_2	= <i>liquidity</i>
X_3	= <i>asset tangibility</i>
X_4	= <i>business risk</i>
e	= <i>error term</i>

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Uji *Independent Sample T-Test*

Tabel 3
Hasil Uji *Independent Sample T-Test*

Company Status	Rata-rata Struktur Modal
MNc	41,9123
DMc	47,8264
<i>Sig (2-tailed)</i>	0,018

Sumber: data diolah, 2015

Pada Tabel 3 ditunjukkan nilai *Sig. (2-tailed)* adalah 0,018 lebih rendah dari $\alpha=0,05$ yang berarti struktur modal *manufacture* MNc berbeda secara nyata dengan struktur modal *manufacture* DMc. Lebih lanjut ditemukan bahwa struktur modal *manufacture* MNc 5,9141 persen lebih *rendah* daripada struktur modal *manufacture* DMc. Hasil uji statistik untuk hipotesis ke-1 (H1) melalui uji beda *Independent Samples T-Test* juga menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara struktur modal *manufacture* MNc dan DMc. Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Vera *et al.* (2005) dan Lumbantobing (2008) di Indonesia, Akhtar dan Oliver (2009) di Jepang dan Lin dan Hung (2012) di Taiwan.

Teori *pecking order* menjelaskan bahwa MNc yang memiliki profitabilitas lebih tinggi daripada DMc, akan memilih menggunakan pendanaan internal sebagai sumber pendanaannya, sehingga rasio hutang MNc lebih rendah dari pada DMc (Burgman, 1996).

Lee dan Kwok (1988) menyatakan bahwa MNc memiliki tingkat internasionalisasi yang tinggi, sehingga memiliki peluang untuk memperoleh *income* yang lebih tinggi, dan memiliki peluang bisnis yang lebih besar daripada DMc. Sumber pendapatan dan peluang bisnis yang lebih baik ini merupakan

sumber dana internal bagi MNc, yang kemudian menjadikan ketergantungan pada dana eksternal akan semakin kecil. Hal ini kemudian mengakibatkan MNc memiliki struktur modal yang lebih rendah daripada DMc.

Hasil Pengujian Multikolonieritas

Tabel 4
Rekapitulasi Uji Multikolonieritas

Variabel Independen	MNc		DMc	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
Profitability	.938	1.066	.905	1.105
Liquidity	.757	1.321	.822	1.216
Asset tangibility	.797	1.255	.832	1.203
Business risk	.989	1.011	.979	1.022

Sumber: hasil pengolahan data penelitian, 2015

Pada Tabel 4 ditunjukkan bahwa keempat variabel independen memiliki nilai VIF yang kurang dari 10 serta nilai *Tolerance* yang kurang dari 0,10. Artinya tidak terdapat multikolonieritas antar variabel independen pada model regresi MNc dan DMc.

Hasil Pengujian Heteroskedastisitas

Tabel 5
Rekapitulasi Uji Heteroskedastisitas

Variabel Independen	MNc		DMc	
	Sig.	Sig.	Sig.	Sig.
Profitability	.366	.844		
Liquidity	.362	.504		
Asset tangibility	.582	.294		
Business risk	.831	.244		

Sumber: hasil pengolahan data penelitian, 2015

Pada Tabel 5 ditampilkan hasil output SPSS yaitu seluruh variabel bebas memiliki *p-value* lebih dari 5%. Artinya tidak terdapat gejala heteroskedastisitas pada model regresi MNc dan DMc.

Hasil Pengujian Autokorelasi

Tabel 6
Rekapitulasi Uji Autokorelasi

Company Status	Durbin-Watson
MNc	2.187
DMc	2.065

Sumber: hasil pengolahan data penelitian, 2015

Pada Tabel 6 dapat dilihat bahwa nilai Durbin-Watson untuk kedua model regresi lebih dari batas atas (d_U) dan kurang dari $4 - d_U$, artinya model regresi MNc dan DMc tidak mengandung autokorelasi.

Hasil Pengujian Normalitas

Tabel 7
Rekapitulasi Uji Normalitas

Company Status	Asymp. Sig. 2-tailed
MNc	0.654
DMc	0.520

Sumber: hasil pengolahan data penelitian, 2015

Pada Tabel 7, dapat dilihat bahwa nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari taraf nyata 5%. Artinya hasil data residual untuk model regresi MNc dan DMc terdistribusi normal.

Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Tabel 8
Rekapitulasi Uji Regresi Linier Berganda MNc

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t	
1	(Constant)	68.843	5.171		.000
	profitability	.099	.048	.163	2.036
	liquidity	-.086	.009	-.849	-9.555
	asset_tangibility	-.257	.083	-.267	-3.084
	business_risk	.007	.003	.192	2.463
	Adjusted R Square				.665
	F ANOVA				28.778
	Sig.				.000

Sumber: hasil pengolahan data penelitian, 2015

Persamaan Regresi Linier Berganda yang dapat disusun dari data pada Tabel 8 yaitu:

$$SM_{MNc} = 68,843 + 0,099 Prof - 0,086 Liq - 0,257 As.tang. + 0,007 B.Risk$$

Hasil output SPSS menunjukkan nilai F sebesar 28,778 dan *p-value* sebesar 0,000. Oleh karena *p-value* lebih rendah dari taraf nyata 5%, maka *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *business risk* secara simultan berpengaruh nyata terhadap struktur modal MNc. Nilai koefisien determinasi untuk MNc adalah 0,665 atau 66,50 persen. Hal ini berarti sebesar 66,50 persen variasi struktur modal *manufacture* MNc yang dapat dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel bebas (*profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *business risk*) sedangkan sisanya sebesar 33,50 persen dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Tabel 9
Rekapitulasi Uji Regresi Linier Berganda DMc

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	76.216	4.270		17.851	.000
	profitability	-.010	.113	-.006	-.090	.929
	liquidity	-.125	.013	-.672	-9.307	.000
	asset_tangibility	-.153	.065	-.170	-2.365	.019
	business_risk	-.004	.002	-.106	-1.609	.110
	Adjusted R Square					.387
	F ANOVA					23.610
	Sig.					.000

Sumber: hasil pengolahan data penelitian, 2015

Persamaan Regresi Linier Berganda yang dapat disusun dari data pada Tabel 9 adalah sebagai berikut:

$$SM_{DMc} = 76,216 - 0,010 Prof - 0,125 Liq - 0,153 As.tang. - 0,004 B.Risk$$

Hasil output SPSS menunjukkan nilai F sebesar 23,196 dengan *p-value* sebesar 0,000. Oleh karena *p-value* lebih rendah dari taraf nyata 5%, maka *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *business risk* secara bersama-sama berpengaruh nyata terhadap struktur modal DMc. Nilai koefisien determinasi untuk DMc adalah 0,387 atau 38,70 persen. Hal ini berarti sebesar 38,70 persen variasi struktur modal *manufacture* DMc yang dapat dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel bebas (*profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *business risk*) sedangkan sisanya sebesar 61,30 persen dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Pada Tabel 8 ditunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel *profitability* untuk *manufacture* MNc adalah sebesar 0,099 dengan *p-value* sebesar 0,047 lebih rendah dari $\alpha = 5$. Hal ini menunjukkan bahwa *profitability* bepengaruh positif

dan signifikan terhadap struktur modal *manufacture* MNC, dan bertentangan dengan hipotesis yang diajukan serta bertentangan dengan teori *pecking order*. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori statis dari Modigliani dan Miller (1958) bahwa perusahaan yang memperoleh laba dalam jumlah yang besar akan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan eksternal guna mendapatkan manfaat dari penghematan pajak. Hasil penelitian Rachmawardani (2007) juga menemukan bahwa *profitability* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. *Profitability* memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal manakala perusahaan melakukan ekspansi yang membutuhkan banyak dana, sehingga selain menggunakan *internal financing* perusahaan juga menggunakan *external financing* dalam bentuk hutang.

Pada Tabel 9 ditunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel *profitability* untuk *manufacture* DMc adalah sebesar -0,010 dengan *p-value* lebih besar dari taraf nyata ($0,929 > 0,05$), hal ini menunjukkan bahwa *profitability* memiliki pengaruh negatif tidak nyata terhadap struktur modal *manufacture* DMc. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory*, bahwa DMc yang ada di Indonesia merupakan perusahaan yang memiliki profit dalam jumlah yang besar, sehingga perusahaan lebih memilih menggunakan *internal financing* melalui laba ditahan untuk mendanai kegiatan operasinya. Namun, tinggi rendahnya profit tidak mampu menjamin besarnya jumlah hutang yang akan digunakan oleh DMc. Ketidakstabilan profit ini menjadikan DMc kurang memperhatikan jumlah hutang dalam struktur modalnya, sehingga *profitability* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian dari Kesuma (2009),

bahwa *profitability* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Pada Tabel 8 ditunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel *liquidity* untuk *manufacture* MNc adalah sebesar -0,086 dengan *p-value* lebih rendah dari taraf nyata ($0,000 < 0,05$), hal ini menunjukkan bahwa *liquidity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal *manufacture* MNc. Sedangkan, pada Tabel 9 ditunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel *liquidity* untuk *manufacture* DMc adalah sebesar -0,125 dengan *p-value* lebih rendah dari taraf nyata ($0,000 < 0,05$), hal ini menunjukkan bahwa *liquidity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal *manufacture* DMc. Oleh karena itu, hipotesis dalam penelitian ini diterima, dan hasil penelitian ini sesuai dengan teori *pecking order*.

Liquidity berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *manufacture* MNc dan struktur modal *manufacture* DMc. Penelitian dari Jong *et al.* (2008), Sari dan Haryanto (2013), Masnoon dan Saeed (2014), Yuliati (2011), Hakim (2013), serta Dewi dan Badjra (2014) juga menemukan bahwa likuiditas memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap struktur modal.

Manufacture MNc dan DMc mempunyai likuiditas yang tinggi, artinya bahwa *manufacture* MNc dan DMc yang ada di Indonesia mampu melunasi kewajiban jangka pendeknya, sehingga perusahaan cenderung meminimalkan jumlah hutang yang kemudian menjadikan struktur modalnya semakin rendah.

Pada Tabel 8 ditunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel *asset tangibility* untuk *manufacture* MNc adalah sebesar -0,257 dengan *p-value* lebih rendah dari taraf nyata ($0,003 < 0,05$), hal ini menunjukkan bahwa *asset*

tangibility bepengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal *manufacture* MNC. Pada Tabel 9 ditunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel *asset tangibility* untuk *manufacture* DMc adalah sebesar -0,153 dengan *p-value* lebih rendah dari taraf nyata ($0,019 < 0,05$), hal ini menunjukkan bahwa *asset tangibility* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *manufacture* DMc.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hipotesis yang diajukan, dan tidak sesuai dengan *trade-off theory*. Hasil penelitian ini justru sejalan dengan *pecking order theory*, yaitu MNC dan DMc memiliki aktiva dalam jumlah yang besar, yang berarti bahwa modal sendiri yang dimiliki MNC melebihi jumlah aktivanya. Modal sendiri ini kemudian dapat digunakan MNC sebagai *internal financing*, sehingga hutang akan semakin berkurang dan struktur modal menjadi semakin rendah. Hasil yang senada juga ditemukan oleh Kesuma (2009) dan Hadianto dan Tayana (2011) bahwa *asset tangibility* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Pada Tabel 8 ditunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel *business risk* untuk *manufacture* MNC adalah sebesar 0,007 dengan *p-value* lebih rendah dari taraf nyata ($0,017 < 0,05$), hal ini menunjukkan bahwa *business risk* bepengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal *manufacture* MNC (H5a ditolak). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian dari Lumbantobing (2008) bahwa preferensi manajemen perusahaan MNC di Indonesia terhadap risiko adalah *risk seeker*. Pilihan sumber pendanaan yang berasal dari hutang masih memberikan tambahan manfaat (*return*) yang lebih besar dibandingkan

biaya modal yang dibutuhkan karena ketidakpastian bisnis. Viandgo (2013) menyatakan bahwa peningkatan risiko bisnis pada umumnya terkait dengan peningkatan peluang investasi (*high risk high return*). Terkait dengan hal tersebut, peningkatan risiko bisnis merupakan tantangan bagi manajer untuk merealisasikan investasi yang menguntungkan (*high return*) melalui peningkatan pemberian dengan hutang.

Sedangkan, pada Tabel 9 ditunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel *business risk* untuk *manufacture* DMc adalah sebesar -0,004 dengan *p-value* lebih besar dari taraf nyata ($0,110 > 0,05$), hal ini menunjukkan bahwa *business risk* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal *manufacture* DMc (H5b ditolak). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian dari Yuliaty (2011) bahwa *business risk* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan teori *pecking order* menurut Hanafi (2004:313) dalam Hadianto (2008) bahwa perusahaan lebih cenderung menggunakan *internal financing*. *Internal financing* diperoleh dari *profit* yang dihasilkan perusahaan melalui kegiatan operasinya, dengan menggunakan laba ini perusahaan dapat membiayai aktivitas *leverage* operasi sehingga perusahaan mampu menutupi pemberian hutang risiko bisnis dengan ekuitas. Hasil penelitian Mardiansyah (2013) dan Sukma (2009) juga menemukan bukti empiris bahwa *business risk* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Perusahaan memiliki *business risk* yang rendah, sehingga dalam penentuan penggunaan hutang risiko bisnis kurang diperhatikan oleh pihak manajemen perusahaan.

Manufacture DMc sepanjang periode penelitian sudah mampu menangani pembiayaan *leverage* operasinya dengan ekuitas yang dimiliki. Terlihat bahwa sepanjang periode penelitian DMc lebih banyak menggunakan ekuitasnya daripada hutang, hal ini kemudian diperkuat dengan hasilnya yang tidak signifikan pada pengaruh *business risk* (DOL) terhadap struktur modal. Pada kenyataannya manajer perusahaan domestik tidak memperhatikan *business risk* dalam mengambil keputusan pendanaannya, hal ini terlihat dari pengaruh *business risk* terhadap struktur modal yang tidak signifikan.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis mengenai struktur modal, dan pengaruh *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *business risk* terhadap struktur modal *manufacture* MNC dan DMc, maka simpulan dalam penelitian ini dapat diringkas sebagai berikut :

1. Struktur modal *manufacture* MNC berbeda secara signifikan dengan struktur modal *manufacture* DMc, serta struktur modal *manufacture* MNC lebih rendah daripada struktur modal *manufacture* DMc.
2. *Profitability* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal *manufacture* MNC, dan *profitability* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal *manufacture* DMc.
3. *Liquidity* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *manufacture* MNC, dan *liquidity* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *manufacture* DMc.

4. *Asset tangibility* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *manufacture* MNc, dan *asset tangibility* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal *manufacture* DMc.
5. *Business risk* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal *manufacture* MNc, dan *business risk* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal *manufacture* DMc.

Saran yang dapat penulis berikan dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi perusahaan yang tergolong MNc dalam pengambilan keputusan struktur modal sebaiknya mempertimbangkan variabel *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *business risk* karena terbukti mempunyai pengaruh terhadap *struktur modal* MNc. Bagi DMc dalam pengambilan keputusan sebaiknya mempertimbangkan variabel *liquidity*, dan *asset tangibility*.
2. Untuk penelitian selanjutnya sebaiknya pengolongan MNc menggunakan taraf tingkatan MNc yang lebih tinggi yang mungkin dapat didasarkan pada perusahaan yang beroperasi dilebih dari dua negara asing dan memiliki tingkat penjualan ekspor atau *foreign sales* lebih dari 50% dari *total sales*.
3. Pada penelitian ini didapatkan beberapa hasil yang berbeda dengan penelitian sebelumnya (*research gap*), sehingga perlu dilakukan replikasi dengan periode waktu yang berbeda atau tempat penelitian yang berbeda agar didapatkan sampel yang berbeda dengan maksud untuk mendukung dan membuktikan ulang penelitian yang sudah ada.

REFERENSI

- Aggarwal, Raj., and NyoNyo Aung Kyaw. 2010. Capital Structure, Dividend Policy, and Multinationality: Theory versus empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 19, pp: 140-150.
- Akhtar, Shumi. 2005. The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations. *Australian Journal of Management*, 30, pp: 321-341.
- Akhtar, Shumi., and Barry Oliver. 2009. Determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and Domestic Corporations. *International Review of Finance*, 9, pp: 1-26.
- Ali, Liaqat. 2011. The Determinants of Leverage of the Listed-Textile Companies in India. *European Journal of Business and Management*, 3 (12).
- Almandana, Aulia Vidya. 2014. Analisis Perbandingan Kebijakan Struktur Modal Perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia periode 2009-2012. *Skripsi Program Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro*, Semarang.
- Burgmann, Todd A. 1996. An Empirical Examination of Multinational Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, 27 (3), pp: 553-570.
- Brigham, Eugene F., dan Houston Joel F. 2011. *Dasar- Dasar Manajemen Keuangan*, Jakarta: Salemba Empat.
- Chen, Charles J.P ., C.S. Agnes Cheng., Jia He ., and Jawon Kim. 1997. An Investigation of the Relationship between International Activities and Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, 28 (3), pp: 563-577.
- Chevalier, Alain., A. Prasetyantoko., and Rofikoh Rokhim. 2006. Foreign Ownership and Corporate Governance Practices in Indonesia. *Paper Conference*. Universite Paris-Dauphine, 21-22 September 2006, pp: 1-33.
- Dewi, Ni Kadek Sugiani Merta., dan Ida Bagus Bajra. 2014. Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Tangibility assets, Ukuran Perusahaan, dan Pajak terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 3 (10), h: 3017-3033.
- Hadianto, Bram. 2008. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Periode 2000-2006: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order. *Jurnal Manajemen*, 7 (2).
- Hadianto, Bram., dan Tayana. 2010. Pengaruh Risiko Sistematik, Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Jenis Perusahaan terhadap Struktur Modal Emiten Sektor

- Pertambangan: Pengujian Hipotesis Static-Trade Off. *Jurnal Akuntansi*, 2, h: 15-39.
- Hakim, Arief Rahman. 2013. Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Likuiditas terhadap Struktur Modal (Studi Kasus Pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2012). *Skripsi* Program Sarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatulah, Jakarta.
- Hall, Graham C., Patrick J. Hutchinson., and Nicos Michaelas. 2004. Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5) , pp:711-728.
- Husnan, Suad. dan Henny Pudjiastuti. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi ke 5. Yogyakarta: YKPN.
- Indrajaya, Glenn., Herlina., dan Rini Setiadi. 2011. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas, dan Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal: Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Manufaktur Pertambangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007. *Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi*, (6).
- Jong, Abe de., Rezaul Kabir., and Thuy Thu Nguyen. 2008. Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32, pp:1954–1969.
- Kesuma, Ali. 2009. Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan *Real Estate* yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 11 (1), h: 38-45.
- Lee, Kwang Chul., and Kwok, Chuck C.Y. 1988. Multinational Corporations and Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, 19, pp: 195-217.
- Lim, Thian Cheng. 2011. Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China. *International Journal of Economics and Finance*, 4 (3), pp:191-203.
- Lin, Feng Li., and Jui-Ying Hung. 2012. Internationalization and Capital Structure of Taiwan Electronic Corporations. *International Business Research*, 5, pp: 164-171.
- Lumbantobing, Rudolf. 2008. Studi Mengenai Perbedaan Struktur Modal Perusahaan Penenaman Modal Asing dengan Perusahaan Penanaman Modal Dalam Negeri yang Go Public di Pasar Modal Indonesia (Perspektif Teori

Dasar Struktur Modal, Teori Keagenan dan Teori Kontigensi dalam Upaya Mengoptimalkan Struktur Modal Perusahaan. *Disertasi* Program Doktor Ilmu Manajemen pada Fakultan Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.

Mardiansyah, Tommy. 2013. Pengaruh Profitabilitas dan Operating Leverage terhadap struktur Modal pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2011. <http://ejorunal.unp.ac.id/students/index.php/mnj/article/download/316/161>. Diunduh tanggal 17, bulan Juni, tahun 2015.

Margaretha, Farah., dan Aditya Rizky Ramadhan. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12 (2), h: 119-130.

Masnoon, Maryam., and Abiha Saeed. 2014. Capital Structure Determinants Of KSE Listed Automobil Companies. *European Scientific Journal*, 10 (13), pp: 451-461.

Modigliani, F., dan M.H. Miller. 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, *American Economic Review*, 48 (13), pp: 261-297.

Moh'd, Mahmoud A., Larry G. Perry., and James N. Rimbey. 1998. The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*, 33, pp: 85-98.

Murhadi, Werner Ria. 2011. Determinan Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 13 (2), h: 91-98.

Olayinka, Akinlo. 2011. Determinants of capital structure: Evidence from Nigerian panel data. *African Economic and Business Review*, 9 (1).

Perwitasari, Septi Dwi. 2011. Analisis Pengaruh Growth of Assets, Profitability, Institutional Ownership, Business Risk, dan Corporate Tax terhadap Struktur Modal (Studi Komparatif Pada Non-Financial Multinational Company dan Domestic Corporation yang Listed di BEI periode 2005-2009). *Skripsi* Program Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.

Pontoh, Wimston., and Ventje Ilat. 2013. Determinant Capital Structure and Profitability Impact (Study of Listed Company in Indonesian Stock Exchange). *Research Journal of Finance and Accounting*, 4 (15), pp: 43-49.

Putera, Bayu Septadona. 2006. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Rasio Pertumbuhan dan *Return on Asset* terhadap Kebijakan Pendanaan (Perbandingan Pada Perusahaan PMA dan PMDN Yang Listed di BEJ

- Periode 2002-2004). *Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.*
- Rachmawardani, Yulinda. 2007. Analisis Pengaruh Aspek Likuiditas, Risiko Bisnis, Profitabilitas dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris pada Sektor Keuangan dan Perbankan di BEJ Tahun 2000-2005). *Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.*
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi ke 4.
- Sari, Dassy Handa., Atim Djazuli., dan Siti Aisjah. 2013. Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 11 (1), h: 77-84.
- Sari, Devi Verena., dan A. Mulyo Haryanto. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Aset, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010. *Diponegoro Journal of Management*, 2 (3).
- Sayılgan, Güven., Hakan Karabacak., and Güray Küçükkocaoğlu. 2006. The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data. *Investment Management and Financial Innovations*, 3, pp: 125-137.
- Sharif, Bilal., Muhammad Adnan Naeem., and Abdul Jabbar Khan. 2012. Firm's characteristics and capital structure: A panel data analysis of Pakistan's insurance sector. *African Journal of Business Management*, 6 (14), pp: 4939-4947.
- Sjahrial, Dermawan. 2014. *Manajemen Keuangan Lanjutan*. Edisi 1. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Sukma. 2009. Pengaruh Profitabilitas, Operating Leverage dan Pertumbuhan Penjualan pada Perusahaan Makanan dan Minuman di BEI 2004-2007. *Skripsi Program Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang*, Padang.
- Thippayana, Pornpen. 2014. Determinants of Capital Structure in Thailand. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 143, pp: 1074-1077.
- Yuliaty, Sri. 2011. Pengujian Pecking Order Theory: Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Industri Manufaktur di BEI Periode Setelah Krisis Moneter. *Politeknosains*, 10 (1), h: 56-68.
- Vera., Rudolf L. Tobing., dan Akromul Ibad. 2005. Perbedaan Struktur Pendanaan Perusahaan Multinasional dan Perusahaan Domestik di

- Indonesia. *Jurnal Ekonomi Perusahaan*, 12 (2), h:196-213.
- Viandgo, Yuvita. 2013. Analisis Pengujian Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Risiko Bisnis, dan Tingkat Pertumbuhan terhadap Leverage Perusahaan. *Skripsi* Program Sarjana pada Fakultas Bisnis Universitas Katolik Widya Mandala, Surabaya.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Denpasar: Udayana University Press.
- Wijaya, M. Sienly Veronica dan Bram Hadianto. 2008. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran, Likuiditas, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel di Bursa Efek Indonesia: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 7 (1), h: 71-84.
- Wiksuana, I Gusti Bagus., Ni Luh Putu Wiagustini., dan Ida Bagus Panji Sedana. 2001. *Manajemen Keuangan*. Denpasar: UPT Penerbit Universitas Udayana.