

## FAKTOR PENENTU STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN KELUARGA DAN NONKELUARGA DI INDONESIA

CLAUDIA PRANANDA  
ULYSVASHTIEN UTAMA  
RINANINGSIH  
VANIA PRADIPTA GUNAWAN

Universitas Prasetya Mulya, BSD City Kavling Edutown I.1, Jl. BSD Raya Utama, BSD City, Kec. Pagedangan, Tangerang, Banten, Indonesia

[claudia.prananda@student.pmsbe.ac.id](mailto:claudia.prananda@student.pmsbe.ac.id), [ulysvashtien.utama@student.pmsbe.ac.id](mailto:ulysvashtien.utama@student.pmsbe.ac.id), [rinaningsih@pmsb.ac.id](mailto:rinaningsih@pmsb.ac.id),  
[vania.gunawan@pmsb.ac.id](mailto:vania.gunawan@pmsb.ac.id)

**Abstract :** This research aims to examine and analyze the determinants of capital structure in family business and nonfamily business. This research uses sample of 370 companies listed on BEI from 2012 to 2016 using the purposive sampling method. This research uses determinants of capital structure, such as, growth opportunities, debt cost, age, cash flow, size, non-debt tax shield, and investment. Debt to asset ratio is used as the proxy of capital structure. Results show growth opportunities and debt cost have negative relationship with capital structure, however size has positive relationship with capital structure in all firms in Indonesia. Furthermore, family ownership strengthens the negative relationship of debt cost, age, and cash flow on capital structure, however size weakens the positive relationship with capital structure.

**Keywords:** Capital structure, family, debt, equity

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis faktor-faktor penentu struktur modal dalam bisnis keluarga dan bisnis non keluarga. Penelitian ini menggunakan sampel 370 perusahaan yang terdaftar di BEI dari 2012 hingga 2016 menggunakan metode *purposive sampling*. Penelitian ini menggunakan faktor-faktor penentu struktur modal, seperti, peluang pertumbuhan, biaya utang, usia, arus kas, ukuran, perisai pajak bukan utang, dan investasi. Rasio hutang terhadap aset digunakan sebagai proksi struktur modal. Hasil menunjukkan peluang pertumbuhan dan biaya hutang memiliki hubungan negatif dengan struktur modal, namun ukuran memiliki hubungan positif dengan struktur modal di semua perusahaan di Indonesia. Selain itu, kepemilikan keluarga memperkuat hubungan negatif biaya hutang, usia, dan arus kas pada struktur modal, namun ukuran melemahkan hubungan positif dengan struktur modal.

**Kata kunci:** Struktur modal, keluarga, utang, ekuitas

### PENDAHULUAN

Dalam menjalankan suatu perusahaan tentunya dibutuhkan dana untuk operasi dan pengembangan bisnisnya. Kebutuhan dana untuk operasi dan pengembangan bisnis dalam

perusahaan dapat berasal dari utang maupun ekuitas (Brigham dan Houston 2011). Kombinasi antara utang dan ekuitas untuk mendanai operasi bisnisnya dikenal sebagai struktur modal (Azhagaiah dan Gavoury 2011). Pemilihan struktur modal melalui utang dan

ekuitas ini menjadi salah satu hal yang penting karena akan memengaruhi kondisi suatu perusahaan. Kebijakan mengenai struktur modal melibatkan pilihan antara risiko dan tingkat pengembalian. Penambahan utang dapat memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan (Weston dan Brigham 1990), sementara Myers (1984) menyatakan pendanaan ekuitas dianggap dapat menyebabkan terdilusinya kepemilikan.

Ampenberger, Schmid, Achleitner dan Kaserer (2013) menyatakan bahwa keputusan suatu perusahaan dalam mengoptimalkan struktur modal masih menjadi salah satu isu besar yang belum terselesaikan dalam literatur ekonomi keuangan. Melihat struktur modal yang masih menjadi salah satu isu besar maka struktur modal memegang peran penting bagi perusahaan karena pengambilan keputusan terhadap struktur modal dapat juga secara langsung memengaruhi posisi finansial perusahaan. Sebagai contoh, pengambilan utang yang berlebihan akan berdampak negatif bagi perusahaan karena jika gagal akan memberikan beban yang berat bagi perusahaan.

Kondisi ekonomi dalam suatu negara dipengaruhi oleh banyak faktor di dalamnya, salah satunya adalah pengaruh perusahaan-perusahaan yang beroperasi di negara tersebut. Berdasarkan hasil survei dari *Family Business PwC* pada tahun 2014 didapatkan bahwa lebih dari 95 persen bisnis di Indonesia dengan kontribusi terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) sebesar 25 persen dimiliki keluarga. Di Asia Tenggara sendiri, 60 persen Perusahaan Terbuka merupakan perusahaan keluarga (PwC 2014). Penelitian tersebut membuktikan bahwa perusahaan keluarga memberikan dampak signifikan bagi pembangunan ekonomi nasional.

Perusahaan keluarga akan cenderung menempatkan anggota keluarganya di dalam fungsi manajemen sehingga keluarga masih memiliki kontrol dalam perusahaan tersebut

(James 1999). Keberadaan keluarga dalam manajemen sebuah perusahaan akan menyebabkan visi dan misi yang dianut oleh keluarga dan perusahaan menjadi satu, sehingga hal ini menghindari masalah *agency conflict* (Barth, Gulbrandsen, dan Schonea 2005). Masalah tersebut biasanya terjadi ketika adanya perbedaan kepentingan pihak internal atau manajemen dan pemilik. Namun hal ini dapat diminimalisasi dengan adanya partisipasi keluarga dalam manajemen (Jensen dan Meckling 1976). Kepemilikan keluarga juga berpengaruh terhadap struktur modal karena keluarga akan menjaga keberhasilan perusahaan secara jangka panjang karena ada keinginan untuk meneruskan perusahaan ke generasi berikutnya (Bertrand dan Schoar 2006). Keberadaan keluarga dalam perusahaan dapat menjadikan perusahaan lebih memilih untuk menggunakan utang karena mencegah terdilusinya kepemilikan dibandingkan menggunakan ekuitas (Demzet dan Lehn 1985). Di sisi lain, González, Guzmán, Pombo, dan Trujillo (2013) berpendapat bahwa perusahaan keluarga juga dapat dikatakan *risk averse* dan menghindari utang karena beranggapan bahwa utang dapat mengancam keberadaan perusahaan dan meningkatkan risiko kebangkrutan.

Brigham dan Houston (2011) menyatakan perusahaan pada umumnya mempertimbangkan beberapa faktor ketika melakukan keputusan pendanaan. Menurut Acedo-Ramirez, Ayala-Calvo, dan Rodriguez-Oses (2017), terdapat beberapa faktor penentu yang dianggap akan memengaruhi struktur modal dalam perusahaan keluarga dan nonkeluarga yaitu *growth opportunities*, *debt cost*, umur, arus kas, ukuran, *non-debt tax shield*, dan investasi. Melihat hasil penelitian di atas maka dapat dikatakan bahwa hasil penelitian masih belum konsisten pada perusahaan keluarga apakah akan lebih memilih untuk berutang dibandingkan dengan perusahaan nonkeluarga. Oleh karena itu,

penelitian ini akan membahas faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan keluarga dan nonkeluarga di Indonesia yang dianggap menarik untuk diteliti.

### **Teori Struktur Modal**

Teori struktur modal yang diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller (1958) dianggap menjadi pelopor perkembangan teori struktur modal dan teori ini menyatakan bahwa struktur modal meningkat berkaitan dengan *expected future earning*, bukan sejalan dengan *value* sehingga *value* dan kekayaan tidak akan terpengaruh dari struktur modal tersebut. Teori ini berpendapat bahwa hal ini terjadi ketika perusahaan berada dalam keadaan pasar sempurna yang tidak terdapat pajak, *bankruptcy cost*, *agency cost*, dan asimetri informasi. Namun, keadaan pasar sempurna ini dianggap tidak relevan dan tidak mungkin terjadi.

### **Teori Trade-Off**

Myers (1984) berpendapat perusahaan melakukan *trade-off* atau pertukaran kondisi antara manfaat dari utang (*debt*) yang didapat serta biaya untuk berutang (*cost of debt*). Teori *trade-off* mengatakan bahwa terdapat rasio utang yang optimal bagi sebuah perusahaan yang dapat dicapai ketika manfaat yang diterima dari utang sama dengan biaya marjinal utang (Bradley, Jarrell, dan Kim 1984).

### **Teori Pecking Order**

Frank dan Goyal (2007) berpendapat bahwa perusahaan akan menggunakan *retained earnings* sebagai pilihan pertama untuk pendanaan, diikuti dengan utang, sementara ekuitas merupakan pilihan terakhir pendanaan. Barclay dan Smith (1995) mengatakan bahwa perusahaan akan memilih untuk menerbitkan ekuitas dari yang memiliki *information cost* yang terendah. *Information cost* dianggap sebagai efek yang muncul ketika perusahaan menerbitkan saham baru sehingga adanya

pemilik baru yang berhak untuk mengetahui keadaan perusahaan.

### **Teori Agency Cost**

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa ada dua pihak yang terdapat dalam suatu perusahaan yaitu pemilik dan manajemen, pemilik biasa disebut sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Agen digambarkan sebagai seseorang yang lebih mengetahui keadaan perusahaan. Hal ini menyebabkan adanya asimetri informasi, yang berakibat pada ketidaksamaan keinginan dan tujuan prinsipal dan agen karena adanya perbedaan pengetahuan. Dengan munculnya asimetri informasi dalam suatu perusahaan maka perusahaan tidak dapat beroperasi secara optimal karena antara pemilik dan manajer memiliki tujuan yang berbeda pula. Dalam mengatasi masalah hubungan prinsipal dan agen maka prinsipal dapat melakukan pengawasan terhadap agen dalam pelaksanaan pengambilan keputusan perusahaan. Prinsipal dapat membawa pihak ketiga dalam mengawasi agen di dalam perusahaan. Akibat dari hubungan prinsipal dan agen yang tidak sejalan ini menyebabkan timbulnya *agency cost* yang merupakan jumlah dari biaya yang harus dikeluarkan oleh prinsipal dalam melakukan pengawasan terhadap agen. Sedangkan, dalam perusahaan keluarga dikarenakan prinsipal dan agen merupakan anggota keluarga yang sama maka diharapkan perusahaan keluarga memiliki *agency cost* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan nonkeluarga (Jensen dan Meckling 1976).

### **Hubungan antara Growth Opportunities dengan Struktur Modal**

López dan Sánchez (2007) mengemukakan sesuai dengan the *pecking order theory* bahwa sebuah perusahaan yang memiliki *growth opportunities* yang tinggi kemungkinan besar memiliki dana internal yang tidak memadai dan akan memilih untuk

berutang. Hal ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Harris dan Raviv (1991) yang menyatakan bahwa *growth opportunities* yang dilihat dari intangible asset yang tinggi akan sulit memperoleh utang karena dianggap rentan menghadapi kesulitan keuangan dan intangible asset dianggap tidak berharga ketika suatu perusahaan menghadapi kebangkrutan. Faktor lainnya juga perusahaan keluarga kerap tidak ingin adanya intervensi dalam menjalankan bisnisnya, sehingga meminimalisasi penggunaan utang dan fokus pada keinginan untuk menjaga hal ini (Mishra dan McConaughy 1999).

H1a *Growth opportunities* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H2a Kepemilikan keluarga memperkuat pengaruh negatif *growth opportunities* terhadap struktur modal.

#### Hubungan antara Debt Cost dengan Struktur Modal

Taggart (1985) mengatakan bahwa adanya kenaikan suku bunga akan membuat perusahaan lebih memilih utang dibanding ekuitas karena adanya potensi pengurang pajak yang lebih besar juga. Tetapi, Poutziouris, Smyrnios, dan Klein (2006) menemukan bahwa berdasarkan the pecking order theory, perusahaan cenderung memilih untuk menggunakan utang ketika suku bunga rendah atau ketika tingkat suku bunga diperkirakan akan meningkat. Anderson dan Reeb (2003) juga menemukan bahwa pengaruh dari kepemilikan keluarga dianggap menyebabkan konflik agensi yang lebih rendah karena memiliki komitmen jangka panjang dalam perusahaan dan memiliki komitmen jangka panjang untuk menjaga reputasi perusahaan. Hal tersebut mendorong kreditur untuk memberikan debt cost yang rendah pada perusahaan keluarga dibandingkan perusahaan nonkeluarga.

H1b Debt cost berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H2b Kepemilikan keluarga memperkuat pengaruh negatif *debt cost* terhadap struktur modal.

#### Hubungan antara Umur dengan Struktur Modal

Kimki (1997) mengatakan bahwa perusahaan keluarga yang baru berdiri akan memiliki struktur modal yang rendah karena tidak memiliki akses kredit sehingga lebih mengandalkan ekuitas. Hal ini dikarenakan kreditur mempertimbangkan sisi pengalaman dan reputasi perusahaan keluarga sehingga umur yang muda akan menjadi lebih sulit dalam pemberian kredit oleh kreditur (Gerace, La Rocca, La Rocca, dan Smark 2009). Sebaliknya, Bates (1991) menemukan perusahaan yang baru berdiri tidak dapat mengandalkan pendapatan dari penjualannya, namun semakin lama perusahaan berdiri maka perusahaan akan memiliki lebih banyak pilihan sumber dana. Perusahaan keluarga yang sudah tua dapat mengalami perpindahan kepemilikan antar generasi yang mengakibatkan perubahan pilihan struktur modal. Kaye dan Hamilton (2004) berpendapat bahwa generasi selanjutnya yang menjalankan perusahaan akan lebih fokus dalam menjaga kekayaan perusahaan dibandingkan menciptakan hal baru sehingga lebih mengurangi utang untuk menghindari risiko kebangkrutan.

H1c Umur berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H2c Kepemilikan keluarga memperkuat pengaruh negatif umur terhadap struktur modal.

#### Hubungan antara Arus Kas dengan Struktur Modal

The *trade-off theory* (Modigliani & Miller 1958) menyatakan bahwa saat perusahaan sedang untung, perusahaan disarankan untuk meminjam uang agar dapat menikmati keuntungan adanya kebijakan pajak dan melindungi kasnya dari biaya pajak. Miguel dan Pindado (2001) mengatakan bahwa adanya

asimetri informasi disebabkan oleh lebih banyaknya *intangible asset* dibandingkan *tangible asset*. Hal ini dapat menjadi salah satu penyebab struktur modal lebih sedikit karena aset tersebut tidak bisa dijadikan jaminan pinjaman. Miguel dan Pindado (2001) berpendapat bahwa adanya hubungan negatif antara arus kas dan struktur modal dikarenakan oleh adanya asimetri informasi, yang mengakibatkan perusahaan khawatir akan *underinvestment problem*. *Underinvestment* (Myers 1977) merupakan permasalahan yang muncul karena akibat dari *agency problem* yang menyebabkan manajemen tidak mau berinvestasi pada proyek yang memiliki risiko rendah karena ingin mencari proyek yang lebih berisiko dengan harapan mendapat pengembalian yang lebih tinggi untuk mengembalikan pinjaman utang perusahaan. Hal ini memicu adanya *agency problem* antara kreditur yang menginginkan keamanan atas pengembalian pinjaman, sementara perusahaan menginginkan profit yang tinggi dan biasanya dapat dicapai dengan proyek berisiko tinggi. Acedo-Ramirez *et al.* (2017) juga menemukan hubungan negatif antara arus kas yang dipengaruhi oleh asimetri informasi terhadap struktur modal yang dimoderasi oleh perusahaan keluarga dan nonkeluarga.

H1d Arus kas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H2d Kepemilikan keluarga memperkuat pengaruh negatif arus kas terhadap struktur modal.

### Hubungan antara Ukuran dengan Struktur Modal

Ukuran perusahaan merupakan indikator kemampuan perusahaan dalam mengambil peluang bisnis yang ada (Arylin 2016). Ukuran perusahaan yang semakin besar akan mengakibatkan perusahaan memiliki kemungkinan bangkrut dan biaya untuk berutang yang lebih kecil sehingga mendukung perusahaan untuk semakin berutang (Harris dan

Raviv 1991). Biaya untuk berutang yang lebih kecil dapat terjadi karena perusahaan berukuran besar sudah memiliki reputasi yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan berukuran kecil (La Rocca *et al.* 2009). Kepemilikan keluarga juga berpengaruh terhadap struktur modal karena keluarga akan menjaga keberhasilan perusahaan secara jangka panjang karena ada keinginan untuk meneruskan perusahaan ke generasi berikutnya (Bertrand dan Schoar 2006). Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran dengan struktur modal karena perusahaan berukuran kecil membayar lebih banyak biaya untuk menerbitkan ekuitas baru dibandingkan perusahaan berukuran besar.

H1e Ukuran berpengaruh positif terhadap struktur modal.

H2e Kepemilikan keluarga memperkuat pengaruh positif ukuran terhadap struktur modal.

### Hubungan antara Non-Debt Tax Shield dengan Struktur Modal

*Non-debt tax shield* memiliki hubungan positif terhadap struktur modal karena tingginya *non-debt tax shield* disebabkan depresiasi *tangible asset* yang tinggi pula sehingga memungkinkan perusahaan untuk menggunakan aset dalam melakukan jaminan utang yang diperoleh (Bradley *et al.* 1984). DeAngelo dan Masulis (1980) juga menemukan hubungan negatif antara *non-debt tax shield* dengan struktur modal, sesuai dengan *trade-off theory* yang memprediksi bahwa perusahaan dengan pendapatan kena pajak yang besar dan *non-debt tax shield* kecil akan cenderung berutang untuk menikmati keuntungan dari pengurang pajak dan sebaliknya. Menurut Acedo-Ramirez *et al.* (2017) *non-debt tax shield* dalam perusahaan keluarga dapat digunakan sebagai pengganti utang untuk mengurangi beban pajak.

H1f *Non-debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H2f Kepemilikan keluarga memperkuat pengaruh negatif *non-debt tax shield* terhadap struktur modal.

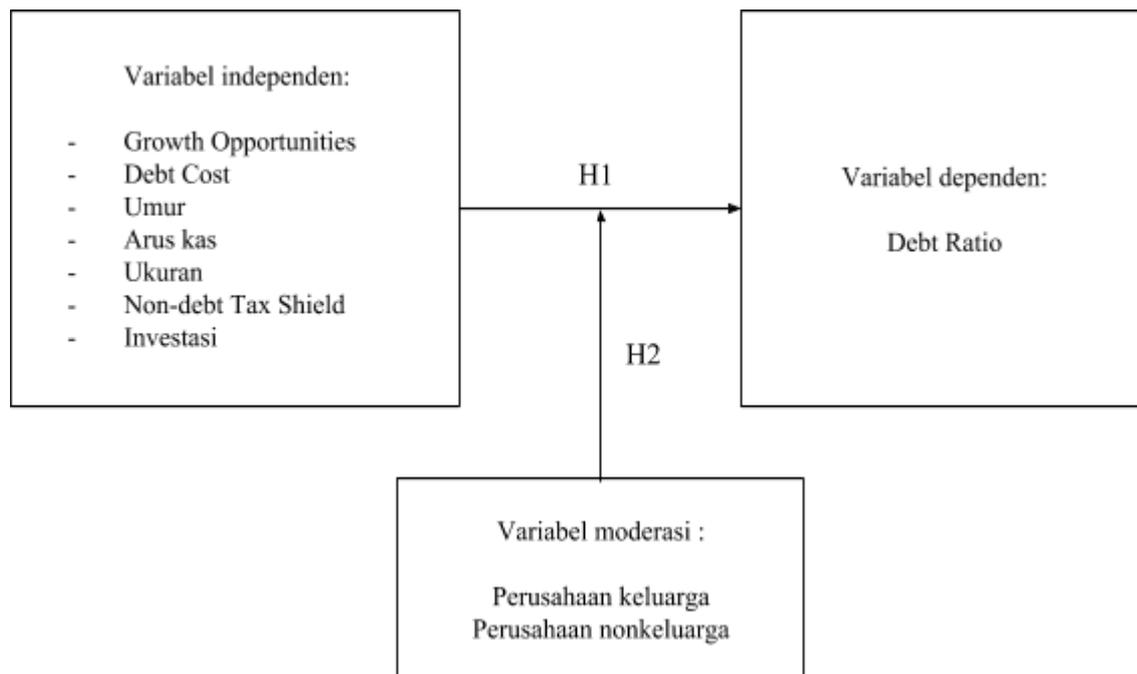
**Hubungan antara Investasi dengan Struktur Modal**

Investasi memengaruhi struktur modal secara positif menurut penelitian terdahulu (Harris dan Raviv, 1991; Marsh, 1982; Wald 1999) disebabkan oleh perusahaan dengan *tangible asset* yang lebih besar dari *intangible asset* dapat memperoleh pinjaman karena aset tersebut dapat digunakan sebagai jaminan. Le (2017) menemukan bahwa kepemilikan keluarga memperkuat hubungan positif antara investasi dan struktur modal karena adanya risiko *expropriation* terhadap pemilik saham minoritas, manajer yang tidak berkualitas, dan penilaian yang bias atas manajemen yang

merupakan anggota keluarga yang berefek kepada performa perusahaan menurun. Hal ini menyebabkan kenaikan risiko kredit sehingga kreditur menuntut *tangibility asset* yang lebih tinggi dalam perusahaan keluarga. Di sisi lain, keluarga juga sering dikaitkan dengan struktur manajemen yang kohesif dan memiliki hubungan baik dengan pihak luar (Bopaiah 1998). Anderson, Mansi, dan Reeb (2003) juga berpendapat bahwa keluarga sering menghindari risiko untuk menjaga komitmen jangka panjang. Hal tersebut dianggap sebagai nilai tambah sehingga kreditur menuntut jaminan yang lebih rendah ketika perusahaan keluarga ingin berutang.

H1g Investasi berpengaruh positif terhadap struktur modal.

H2g Kepemilikan keluarga memperkuat pengaruh positif investasi terhadap struktur modal.



Gambar 1 Model Penelitian

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan keluarga dan nonkeluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2012-2016. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan pada tahun 2012-2016. Data laporan keuangan diperoleh dari Bloomberg serta laporan tahunan diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia. Selain itu, terdapat pula berita-berita yang didapatkan dari koran, majalah, dan sumber berita elektronik untuk melengkapi kelengkapan data kepemilikan keluarga. Metode pengambilan sampel yang dipilih adalah *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan tercatat pada BEI selama tahun 2012-2016 (2) perusahaan mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit untuk setiap periode yang berakhir pada 31 Desember (3) perusahaan menyediakan data keuangan yang lengkap sesuai dengan kebutuhan penelitian (4) perusahaan tidak bergerak di industri keuangan (Kode Jasica 8).

Variabel dependen yang digunakan adalah struktur modal yang diukur dengan *debt to asset ratio* (DAR) yang merupakan perbandingan nilai buku utang dengan nilai buku total aset (Molly, Laveren, dan Deloof 2010). Rasio ini dapat menunjukkan seberapa besar perusahaan mengandalkan utang untuk membiayai asetnya.

$$Debt\ ratio_{it} = \frac{\text{Nilai Buku Utang}_{it}}{\text{Total Aset}_{it}}$$

Variabel independen yang digunakan adalah:

1. *Growth Opportunities* (GO) yang mengukur perbandingan antara *market value* dan *book value* dari total aset atau yang biasa dikenal sebagai Tobin's Q sebagai proksi (Myers 1977; Rajan dan Zingales 1995).

$$GO_{it} = \text{Tobin's Q}$$

2. *Debt Cost* (IN) yang mengukur perbandingan antara *financial expenses*

dengan *total debt* (Barry, Mann, Mihov, dan Rodriguez 2008; Acedo-Ramirez, Ayala-Calvo, Rodriguez-Oses 2013).

$$IN_{it} = \frac{\text{Biaya Keuangan}_{t-1}}{\text{Total Utang}_{it}}$$

3. Umur (AG) diukur dengan lamanya perusahaan sejak awal tahun berdiri hingga tahun pengambilan sampel (Chittenden, Michaelas, dan Poutziouris 1999; Acedo-Ramirez *et al.* 2013).

$t_{it}$  = tahun perusahaan berdiri hingga tahun pengambilan sampel

4. Arus Kas (CF) diukur dengan nominal arus kas dari aktivitas operasi (Largay dan Stickney 1980). Hubungan arus kas dengan struktur modal dapat dipengaruhi juga oleh asimetri informasi yang diukur dengan perbandingan antara *tangible assets* dengan *intangible assets* (Miguel dan Pindado 2001). *Tangibility* diukur dengan perbandingan rasio *tangible asset* dibagi dengan *intangible asset*.

$$CF_{it} = \text{Tangibility}_{it} \times CFO_{it}$$

5. Ukuran Perusahaan (S) diukur dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan (Ramlall 2009; Acedo-Ramirez *et al.* 2013).

$$S_{it} = \text{Ln Total Aset}$$

6. *Non-debt Tax Shield* (NDTS) diukur dengan perbedaan laba sebelum pajak dikali dengan *tax rate* dan jumlah pajak yang dibayarkan (Miguel dan Pindado 2001).

$$NDTS_{it} = (EBIT_{it} \times \text{tax rate}_{it}) - \text{tax paid}_{it}$$

7. Investasi (I) diukur dengan perbandingan antara *tangible asset* dengan total aset (Molly *et al.* 2010).

$$I_{it} = \frac{\text{Tangible Asset}_{it}}{\text{Total Aset}_{it}}$$

Variabel moderasi yang digunakan adalah perusahaan keluarga dan nonkeluarga yang memperkuat atau memperlemah hubungan variabel independen terhadap variabel dependen. Penilaian diberikan yaitu 1 untuk perusahaan keluarga dan 0 untuk nonkeluarga. Menurut Maury (2006),

perusahaan keluarga dikategorikan dengan beberapa kriteria yang digunakan untuk menentukan adanya kontrol keluarga terhadap suatu perusahaan sebagai berikut:

1. Pemegang saham pengendali terbesar setidaknya memiliki 10 persen hak suara yang merupakan keluarga, individu, atau perusahaan tertutup;
2. Pemegang saham terbesar merupakan perusahaan tertutup;
3. Pemegang saham terbesar adalah anggota atau individu yang telah teridentifikasi sebagai keluarga, tetapi tidak termasuk perusahaan tertutup serta perusahaan yang dikelola keluarga dari definisi perusahaan keluarga; atau
4. Pemegang saham pengendali merupakan keluarga atau individu yang memegang jabatan sebagai CEO,

*Honorary Chairman, Chairman, atau Vice Chairman.*

Dengan demikian, apabila memenuhi salah satu kriteria di atas, maka perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan keluarga. Populasi dari data yang digunakan dalam penelitian merupakan perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 hingga 2016. Sampel yang ditarik sebagai data penelitian, diambil dengan metode *purposive sampling*, dimana pengambilan data untuk menjadi sampel dilakukan dengan sengaja untuk memenuhi kriteria yang digunakan. Daftar perolehan sampel penelitian dapat dijelaskan dalam tabel berikut:

**Tabel 1 Perolehan Sampel Penelitian**

Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah Perusahaan
Perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	570
Perusahaan bergerak di industri keuangan	(94)
Perusahaan berdiri setelah tahun 2012, sudah tidak terdaftar sebelum tahun 2016, mengalami <i>delisting</i> selama periode, atau laporan keuangan tidak lengkap	(106)
Perusahaan yang digunakan sebagai sampel	370

Dalam pengujian ini melihat tingkat signifikan faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan keluarga dan nonkeluarga. Untuk menguji Hipotesis 1 dan Hipotesis 2 digunakan model penelitian sebagai berikut:

$$D_{it} = \alpha + \beta_1 GO_{it} + \beta_2 IN_{it} + \beta_3 AG_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 S_{it} + \beta_6 NDTS_{it} + \beta_7 I_{it} + \beta_8 F_{it} + \beta_9 GO_{it} * F_{it} + \beta_{10} IN_{it} * F_{it} + \beta_{11} AG_{it} * F_{it} + \beta_{12} CF_{it} * F_{it} + \beta_{13} S_{it} * F_{it} + \beta_{14} NDTS_{it} * F_{it} + \beta_{15} I_{it} * F_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Keterangan:

- $\alpha$  : konstanta
- $D_{it}$  : struktur modal
- $GO_{it}$  : *growth opportunities*
- $IN_{it}$  : *debt cost*

- $AG_{it}$  : umur
- $CF_{it}$  : arus kas
- $S_{it}$  : ukuran
- $NDTS_{it}$  : *non-debt tax shield*
- $I_{it}$  : investasi
- $F_{it}$  : keluarga (*dummy*, 1 jika perusahaan keluarga, 0 sebaliknya)

Metode analisis yang akan digunakan dalam penelitian merupakan analisis data kuantitatif menggunakan program Stata. Data yang akan dianalisis merupakan data panel yang merupakan gabungan antara data *time series* dan data *cross section*. Uji asumsi klasik

yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji multikolinieritas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, dan uji normalitas (Ghozali 2009). Penelitian ini melakukan uji beda *Wilcoxon Rank Sum Test* yang digunakan untuk melihat perbedaan antara 2 kelompok observasi independen dan tidak berpasangan dari data yang tidak terdistribusi dengan normal (Wilcoxon 1945). Uji *Wilcoxon Rank Sum Test* bertujuan untuk melihat perbedaan struktur

modal antara perusahaan keluarga dengan perusahaan nonkeluarga. Selain itu, dilakukan uji sensitivitas juga yang merupakan pengujian bagaimana ketidakpastian *output* dari sebuah model yang dapat dibagi kepada beberapa sumber ketidakpastian *inputnya* (Saltelli *et al.* 2008). Uji sensitivitas dilakukan dengan menganalisis hasil regresi dari sub sampel masing-masing perusahaan keluarga dan nonkeluarga.

## HASIL PENELITIAN

Hasil uji statistik deskriptif dan uji hipotesis sebagai berikut:

Tabel 2 Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Rerata	Deviasi Standar	Minimal	Maksimal
Perusahaan Keluarga				
D	27,7200	38,3721	0,0000	937,3930
GO	1,8095	3,1602	0,1992	805373,0000
IN	4,6128	6,2915	-0,0002	3197,0400
AG	30,2860	14,2152	4,0000	105,0000
CF	1,18E+14	2,94E+15	-3,50E+16	4,90E+16
S	26,3953	3,6743	14,0635	32,1510
NDTS	1,22E+13	3,65E+13	-4,00E+12	3,50E+14
I	0,9817	0,0606	0,0374	1,0000
Perusahaan Nonkeluarga				
D	25,6534	49,1443	0,0000	663,4880
GO	1,9129	1,6627	0,2268	11,0814
IN	0,2591	1,5413	0,0000	21,7301
AG	42,5424	29,6134	1,0000	157,0000
CF	2,98E+14	6,75E+14	-5,80E+14	4,90E+15
S	27,1873	4,3642	17,2425	33,1988
NDTS	5,00E+13	1,26E+14	-1,10E+12	9,10E+14
I	0,9740	0,0991	0,1791	1,0000

\*\*\*Signifikan pada  $\alpha$  1%, \*\*Signifikan pada  $\alpha$  5%, \*Signifikan pada  $\alpha$  10%

D = *debt ratio*, diukur dengan total nilai buku utang dibagi total aset, GO = *growth opportunities*, diukur dengan tobin's q, IN = *debt cost*, diukur dengan biaya keuangan dibagi total utang, AG = umur, diukur dengan tahun perusahaan berdiri hingga tahun pengambilan sampel, CF = arus kas, diukur dengan *tangible asset* dibagi *intangible asset* dikali arus kas operasi, S = ukuran, diukur dengan logaritma

natural dari total aset, NDTS = *non-debt tax shield*, diukur dengan EBIT dikali *tax rate* dikurang *tax paid*, I = investasi, diukur dengan *tangible asset* dibagi total aset

Perusahaan keluarga memiliki rata-rata *debt ratio* dan *debt cost* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan nonkeluarga. Investasi pada perusahaan keluarga juga memiliki rata-rata lebih tinggi dibandingkan

perusahaan nonkeluarga walaupun  
perbedaannya tidak jauh. Sementara,  
perusahaan nonkeluarga memiliki *growth*

*opportunities*, umur, arus kas, ukuran dan *non-debt tax shield* yang lebih besar dibandingkan perusahaan keluarga.

Tabel 3 Hasil Uji Hipotesis

Variabel	Coef.	P >  t
GO	-1,8179	0,040**
GoxF	0,6487	0,533
IN	-33,7648	0,002***
INxF	-29,8001	0,057*
AG	0,4330	0,178
AGxF	-0,3125	0,049**
CF	0,0000	0,260
CFxF	-0,0001	0,024**
S	6,1660	0,004***
SxF	-1,1953	0,001***
NDTS	-0,0001	0,895
NDTSxF	0,0000	0,641
I	-16,3365	0,600
IxF	14,1365	0,726
F	23,9327	0,509
_cons	-129,0566	0,000
R-square		
Prob F		

\*\*\*Signifikan pada  $\alpha$  1%, \*\*Signifikan pada  $\alpha$  5%, \*Signifikan pada  $\alpha$  10%

D = *debt ratio*, diukur dengan total nilai buku utang dibagi total aset, GO = *growth opportunities*, diukur dengan tobin's q, IN = *debt cost*, diukur dengan biaya keuangan dibagi total utang, AG = umur, diukur dengan tahun perusahaan berdiri hingga tahun pengambilan sampel, CF = arus kas, diukur dengan *tangible asset* dibagi *intangible asset* dikali arus kas operasi, S = ukuran, diukur dengan logaritma natural dari total aset, NDTS = *non-debt tax shield*, diukur dengan EBIT dikali *tax rate* dikurang *tax paid*, I = investasi, diukur dengan *tangible asset* dibagi total aset, F = *dummy*, 1 jika perusahaan keluarga dan 0 sebaliknya.

Hasil regresi menunjukkan hubungan negatif *growth opportunities* terhadap struktur modal dikarenakan perusahaan dengan *growth opportunities* yang tinggi akan menghindari utang karena kreditur akan membuat *debt*

*covenant* (Myers 1977) yang membatasi tindakan perusahaan yang dapat merugikan kreditur (Longhofer dan Peters, 2004) sehingga hipotesis 1a diterima. Sementara, pada hasil moderasi *growth opportunities* dengan kepemilikan keluarga ditemukan hubungan yang tidak signifikan terhadap struktur modal karena perusahaan keluarga biasanya memiliki *personal guarantees* dari anggota keluarganya yang digunakan sebagai jaminan memperoleh pinjaman yang tidak tercantum dalam laporan posisi keuangan. Hal ini menyebabkan banyaknya aset sebuah perusahaan tidak dapat menjadi pertimbangan utama apakah kreditur akan memberikan pinjaman kepada suatu perusahaan (Acedo-Ramirez *et al.* 2017) sehingga hipotesis 2a ditolak.

*Debt cost* ditemukan memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal sesuai dengan

*the pecking order theory* yang menyatakan perusahaan cenderung memilih untuk menggunakan utang ketika suku bunga rendah atau ketika tingkat suku bunga diperkirakan akan meningkat (Barry *et al.* 2008; Poutziouris *et al.* 2006) sehingga hipotesis 1b diterima. Kepemilikan keluarga memperkuat hubungan negatif *debt cost* terhadap struktur modal karena kreditur menganggap dengan adanya keluarga dalam suatu perusahaan menjadi suatu nilai positif yang dapat menjaga kepentingan *debtholders* dengan menjalankan bisnis yang stabil dan konsisten (James 1999) sehingga hipotesis 2b diterima.

Umur memiliki hubungan insignifikan terhadap struktur modal karena struktur modal dapat dipengaruhi oleh kondisi pasar perusahaan tersebut berada (Prime dan Qi 2013). Hal ini dikarenakan kondisi pasar di Indonesia banyak didominasi oleh perusahaan konglomerasi dengan sumber daya yang besar dan anak perusahaan yang banyak. Dengan sumber daya besar ini, lama berdiri sebuah perusahaan tidak menjadi faktor penentu karena adanya nama besar atau reputasi dari induk perusahaan sehingga hipotesis 1c ditolak. Sedangkan, hasil moderasi kepemilikan keluarga menunjukkan bahwa umur memiliki hubungan negatif signifikan terhadap struktur modal sehingga hipotesis 2c diterima. Hal ini dikarenakan oleh perusahaan keluarga yang sudah lama berdiri dan dipimpin oleh generasi penerus cenderung lebih memilih untuk bermain aman dan menjaga aset yang dimiliki dibandingkan mencoba mengembangkannya sehingga lebih tidak berutang (Kaye dan Hamilton 2004).

Arus kas memiliki hubungan yang insignifikan terhadap struktur modal sehingga hipotesis 1d ditolak. Namun, tidak terdapat penelitian terdahulu tidak melakukan interaksi antara arus kas dan asimetri informasi seperti yang dilakukan Acedo-Ramirez *et al.* (2017). Hasil moderasi kepemilikan keluarga menunjukkan hubungan negatif antara arus kas

dengan struktur modal sehingga hipotesis 2d diterima. Miguel dan Pindado (2001) menyatakan bahwa hubungan negatif arus kas dan struktur modal disebabkan juga oleh adanya asimetri informasi yang muncul ketika sebuah perusahaan memiliki *intangible asset* yang lebih banyak dari *tangible asset* yang dapat memunculkan masalah ketika perusahaan yang memiliki arus kas rendah ingin berutang. Kreditur akan memberikan bunga pinjaman yang lebih tinggi sebagai akibat dari tidak adanya atau kurangnya jaminan berupa *tangible asset* (Vo 2017). Hal ini dapat menyebabkan perusahaan untuk memperoleh keuntungan yang besar, lebih memilih untuk berinvestasi dalam proyek berisiko dengan harapan mendapatkan pengembalian yang lebih besar juga (Pawlina dan Renneboog 2005). Adanya hubungan asimetri informasi dan arus kas, serta keinginan perusahaan keluarga untuk menjaga kontrol keluarga dalam perusahaan sehingga lebih memilih berutang menyebabkan hubungan negatif antara arus kas dan struktur modal yang dimoderasi oleh kepemilikan keluarga.

Ukuran memiliki hubungan positif terhadap struktur modal sesuai dengan *the pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan berukuran kecil akan memilih pendanaan internal terlebih dahulu dikarenakan oleh biaya pendanaan eksternal yang lebih mahal (Booth *et al.* 2001) sehingga hipotesis 1e diterima. Hasil moderasi kepemilikan keluarga menunjukkan hubungan signifikan negatif sehingga hipotesis 2e ditolak. Hal ini dikarenakan adanya ketakutan kehilangan kepemilikan atas perusahaan ketika gagal melunasi utangnya (Sonnenfeld dan Spence 1989).

Hasil regresi *non-debt tax shield* terhadap struktur modal pada seluruh perusahaan dan hasil moderasi perusahaan keluarga dan non-keluarga menunjukkan hubungan yang tidak signifikan sehingga hipotesis 1f dan 2f ditolak. DeAngelo dan Masulis (1980) menemukan adanya hubungan

negatif antara *non-debt tax shield* terhadap struktur modal yang disebabkan bahwa perusahaan menggunakan utang untuk pengurang beban pajak ketika *non-debt tax shield* masih sedikit. Menurut Sheikh dan Wang (2011), perusahaan lebih memperhatikan adanya *bankruptcy costs* yang muncul ketika perusahaan berutang dan kemungkinan untuk tidak dapat melunasi utangnya serta *agency costs* yang muncul di antara kreditur dan debitur. Kedua hal tersebut membuat penggunaan utang dalam perusahaan tidak hanya dengan mempertimbangkan pengurangan pajak semata.

Hasil regresi investasi terhadap struktur modal pada seluruh perusahaan dan hasil

moderasi perusahaan keluarga dan non-keluarga menunjukkan hubungan yang tidak signifikan sehingga hipotesis 1g dan 2g ditolak. Harris dan Raviv (1991) menemukan bahwa *tangible asset* dapat mempermudah perusahaan dalam memperoleh pinjaman karena *tangible asset* yang tinggi dapat digunakan sebagai jaminan berutang, sementara perusahaan enggan menggunakan *tangible asset* sebagai jaminan berutang karena ada risiko tingginya *operating leverage* (Hutchinson 1995). Dengan demikian, pengukuran investasi yang menggunakan *tangible asset* dibagi total aset tidak dapat menjelaskan keputusan perusahaan dalam pemilihan struktur modal.

Tabel 4 Hasil Uji Sensitivitas

Variabel	Perusahaan Keluarga		Perusahaan Nonkeluarga		Perusahaan Keluarga dan Nonkeluarga	
	Coef.	P >  t	Coef.	P >  t	Coef.	P >  t
n	1.587		271		1.858	
GO	-1,1678	0,282	-0,2773	0,081	-1,8179	0,040**
IN	-63,4144	0,000***	-33,3154	0,001***	-33,7648	0,002***
AG	0,1727	0,608	-0,0526	0,916	0,4330	0,178
CF	-0,0001	0,840	0,0000	0,335	0,0000	0,260
S	4,1716	0,018*	12,7342	0,000***	6,1660	0,004***
NDTS	0,0000	0,174	0,0000	0,371	-0,0001	0,895
I	11,6207	0,754	-69,4908	0,295	-16,3365	0,600
GOxF					0,6487	0,533
INxF					-29,8001	0,057*
AGxF					-0,3125	0,049**
CFxF					-0,0001	0,024**
SxF					-1,1953	0,001***
NDTSxF					0,0000	0,641
IxF					14,1365	0,726
F					23,9327	0,509
_cons	-93,8396	0,077	-261,6717	0,013	-129,0566	0,000
R-square	0,2326		0,3633		0,2420	
Prob F	0,000		0,0000		0,0000	

\*\*\*Signifikan pada  $\alpha$  1%, \*\*Signifikan pada  $\alpha$  5%, \*Signifikan pada  $\alpha$  10%

D = *debt ratio*, diukur dengan total nilai buku utang dibagi total aset, GO = *growth opportunities*, diukur dengan tobin's q, IN = *debt*

*cost*, diukur dengan biaya keuangan dibagi total utang, AG = umur, diukur dengan tahun perusahaan berdiri hingga tahun pengambilan

sampel, CF = arus kas, diukur dengan *tangible asset* dibagi *intangible asset* dikali arus kas operasi, S = ukuran, diukur dengan logaritma natural dari total aset, NDTs = *non-debt tax shield*, diukur dengan EBIT dikali *tax rate* dikurang *tax paid*, I = investasi, diukur dengan *tangible asset* dibagi total aset, F = *dummy*, 1 jika perusahaan keluarga dan 0 sebaliknya, n = jumlah sampel.

Pada hasil uji sensitivitas perusahaan keluarga terlihat adanya hubungan signifikan antara debt cost dan ukuran. Debt cost mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap struktur modal disebabkan oleh perusahaan keluarga yang dianggap menjalankan bisnis lebih stabil dan konsisten sehingga kreditur merasa aman dan memberi debt cost yang lebih rendah dan perusahaan keluarga lebih berutang (James 1999). Ukuran mempunyai hubungan positif terhadap struktur modal sesuai dengan penelitian Mulyani, Singh, dan Mishra (2016) yang menyatakan bahwa perusahaan berukuran besar akan lebih berutang untuk sumber dana tambahan karena utang ini juga berguna untuk memperkecil agency problem di perusahaan yang semakin besar, karena dengan adanya pengawasan dari pihak kreditur maka perusahaan memiliki kas yang lebih terkontrol sehingga menghindari penyalahgunaan kas (Jensen dan Meckling 1976). Dengan demikian, hubungan negatif yang ditemukan pada hasil moderasi kepemilikan keluarga menjelaskan bahwa kepemilikan keluarga memperlemah hubungan positif tersebut.

Pada uji sensitivitas perusahaan nonkeluarga ditemukan hubungan negatif antara debt cost dengan struktur modal yang dikarenakan berdasarkan the pecking order theory, ketika suku bunga rendah maka perusahaan cenderung akan memilih utang (Poutziouris et al. 2006). Sementara, ukuran memiliki hubungan positif antara ukuran dan struktur modal sesuai juga dengan the pecking order theory bahwa perusahaan yang berukuran

kecil lebih memilih pendanaan internal terlebih dahulu, dikarenakan oleh biaya pendanaan eksternal yang lebih mahal dibandingkan untuk perusahaan berukuran besar (Booth et al. 2001).

Debt cost memiliki hubungan signifikan dengan struktur modal pada perusahaan keluarga, perusahaan nonkeluarga, dan hasil moderasi kepemilikan keluarga. Hal ini menunjukkan debt cost menjadi salah satu faktor penentu dalam struktur modal yang menunjukkan hasil stabil.

## PENUTUP

Penelitian menunjukkan adanya perbedaan tingkat struktur modal pada perusahaan keluarga dan nonkeluarga pada perusahaan yang terdaftar di BEI dalam periode 2012-2016. Faktor-faktor yang ditemukan mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap struktur modal merupakan *growth opportunities* dan *debt cost*. Ukuran ditemukan memiliki hubungan positif signifikan terhadap struktur modal.

Hasil moderasi kepemilikan keluarga menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga memperkuat hubungan negatif *debt cost* memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Umur, arus kas, dan ukuran juga memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal yang dimoderasi perusahaan keluarga dan nonkeluarga.

Dalam uji sensitivitas ditemukan bahwa pada perusahaan keluarga dan perusahaan nonkeluarga ditemukan pengaruh negatif pada *debt cost*, sedangkan ukuran memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Dari hasil uji sensitivitas ditemukan juga *debt cost* menjadi salah satu faktor penentu yang memiliki pengaruh signifikan pada seluruh perusahaan. Ukuran memiliki hubungan negatif pada hasil moderasi kepemilikan keluarga yang menjelaskan bahwa adanya kepemilikan keluarga memperlemah hubungan positif tersebut.

Hasil penelitian dapat memberi manfaat untuk investor dan pengguna laporan keuangan untuk mempertimbangkan segala aspek yang berhubungan dengan tingkat pengembalian yang diharapkan dan risiko yang mungkin dihadapi dalam pemberian pinjaman dengan mempertimbangkan kondisi suatu perusahaan dari struktur modalnya. Bagi perusahaan keluarga dan nonkeluarga untuk dapat menjadi bahan masukan dalam menjaga struktur modal dengan lebih mempertimbangkan pemilihan penggunaan struktur modal. Perusahaan sebaiknya mempertimbangkan variabel *growth opportunities*, *debt cost*, umur, arus kas, dan ukuran agar dapat menentukan komposisi struktur modal yang optimal dan meningkatkan nilai perusahaan. Terakhir, bagi pembaca dan pihak lainnya untuk dapat menjadi referensi mengenai penelitian faktor penentu struktur modal pada perusahaan keluarga dan nonkeluarga di Indonesia untuk penelitian selanjutnya.

Terdapat beberapa keterbatasan yang ditemukan dalam penelitian ini seperti penentuan kepemilikan keluarga karena kepemilikan keluarga yang rumit dan sulit diidentifikasi. Penelitian juga tidak mempertimbangkan masalah *ultimate ownership* dan hanya melihat kepemilikan yang tertulis di laporan tahunan saja. Penelitian menggunakan kriteria kepemilikan keluarga dikelompokkan berdasarkan kriteria dari Maury (2006). Selain itu, dalam penggunaan *tangibility* untuk mengukur proksi arus kas seperti pada penelitian Acedo-Ramirez *et al.* (2017) ditemukan kesulitan karena jumlah perusahaan di Indonesia yang memiliki *tangible asset* jauh lebih besar dibandingkan dengan *intangible asset*, bahkan mayoritas perusahaan di Indonesia tidak memiliki *intangible asset*. Hal ini dapat memungkinkan pengukuran *tangibility* dengan proksi ini menjadi bias.

#### REFERENSI:

- Acedo-Ramirez, M. A., Ayala-Calvo, J. C., & Navarrete-Martinez, E. 2017. Determinants of Capital Structure: Family Businesses versus Non-Family Firms. *Journal of Economics and Finance*, 67(2), 80-103.
- Acedo-Ramirez M. A., Ayala-Calvo, J. C., & Rodriguez-Oses, J. E. 2013. Capital Structure of Small Companies in the Spanish Footwear Sector: Relevant Factors. *SERIEs: Journal of the Spanish Economic Association*, 4(2), 155-173.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A. K., & Kaserer, C. 2013. Capital Structure Decisions in Family Firms: Empirical Evidence from a Bank-Based Economy. *Review of Managerial Science*, 7(3), 247-275.
- Anderson, R. C., Mansi, S.A., & Reeb, D. M. 2003. Founding-Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. 2003. Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage. *Journal of Law and Economics*, 46(2), 653- 684.
- Arylin, Erika Jimena. 2016. Pengaruh managerial ownership, institutional ownership, dan rasio keuangan terhadap struktur modal pada sektor perdagangan jasa dan investasi. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 18(1), 43-52.
- Azhagaiah, R., & Gavoury, C. 2011. The Impact of Capital Structure on Profitability with Special Reference to IT Industry in India vs. Domestic Products. *Managing Global Transitions*, 9(4), 371-392.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. 1995. The Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 50, 609-631.
- Barry, C. B., Mann, S. C., Mihov, V. T., & Rodriguez, M. 2008. Corporate Debt Issuance and the Historical and Equity Offers. *Journal of Financial Intermediation*, 1, 195-214.
- Barth, E., Gulbrandsen, T., & Schonea, P. 2005. Family Ownership and Productivity: The Role of Owner-Management. *Journal of Corporate Finance*, 11, 107-127.

- Bertrand, M., & Schoar, A. 2006. The Role of Family in Family Firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73-96.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A. & Maksimovic, V. 2001. Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56, 87-130.
- Bopaiah, C. 1998. Availability of Credit to Family Business. *Small Business Economics*, 11(1), 75-86.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. 1984. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39, 857-880.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (11th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Chittenden, F., Michaelas, N., & Poutziouris, P. 1999. Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12(2), 113-130.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. 1980. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- Demzet, H., & Lehn, K. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93 (6), 1155-1177.
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. 2007. Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 2, 135-202.
- Ghozali, I. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. 2013. Family Firms and Debt: Risk Aversion versus Risk of Losing Control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308-2320.
- Harris, M., & Raviv, A. 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46, 297-355.
- Hutchinson, R. W. 1995. The Capital Structure and Investment Decision of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issues. *Small Business Economics*, 7, 231-239.
- James, H. 1999. Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41-55.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kaye, K., & Hamilton, S. 2004. Roles of Trust in Consulting to Financial Families. *Family Business Review*, 17, 151-163.
- Kimki, A. 1997. Intergenerational Succession in Small Family Businesses: Borrowing Constraints and Optimal Timing of Succession. *Small Business Economics*, 9, 309-318.
- La Rocca, M., La Rocca, T., Gerace, D., & Smark, C. 2009. Effect of Diversification on Capital Structure. *Accounting Finance*, 49(4), 799-826.
- Largay, J., & Stickney, C. 1980. Cash Flows, Ratio Analysis and the W.T. Grant Company Bankruptcy. *Financial Analysts Journal*, 36(4), 51-54.
- Le, N. H. 2017. The Impact of Family Ownership Status on Determinants of Leverage: Empirical Evidence from South East Asia. *Laboratoire de Recherche en Gestion et Economie (LaRGE)*, 1-34.
- Longhofer, S. D., & Peters, S. R. 2004. Protection for Whom? Creditor Conflict and Bankruptcy. *American Law and Economics Review*, 6(2), 249-284.
- López, J., & Sánchez, S. 2007. Financial Structure of the Family Business: Evidence from a Group of Small Spanish Firms. *Family Business Review*, 20(4), 269-287.
- Marsh, P. 1982. The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study. *Journal of Finance*, 37, 121-144.
- Maury, B. 2006. Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12, 321- 341.
- Miguel, A., & Pindado, J. 2001. Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data. *Journal of Corporate Finance*, 7, 77-99.
- Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. 1999. Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 23, 53-64.
- Modigliani, F., & Miller, M. 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance and Investment. *American Economic Review*, 48, 655-669.

- Molly, M., Laveren, E., & Deloof, M. 2010. Family Business Succession and its Impact on Financial Structure and Performance. *Family Business Review*, 23(2), 131-147.
- Mulyani, E., Singh, H., & Mishra, S. 2016. Dividends, Leverage, and Family Ownership in the Emerging Indonesian Market. *Journal of International Financial Markets, Institutions, & Money*, 43, 16-29.
- Myers, S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Pawlina, G., & Renneboog, L. 2005. Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK. *European Financial Management*, 11(4), 483-513.
- Poutziouris, P., Smyrniotis, P., & Klein, S. 2006. *Handbook of Research on Family Business*. EEP Publishing Limited.
- Prime, P. B., & Qi, L. 2013. Determinants of Firm Leverage: Evidence from China. *Chinese Economy*, 46(2), 74-106.
- Rajan, R. G., & Zingales L. 1995. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Ramlall, I. 2009. Bank-Specific, Industry-Specific and Macroeconomic Determinants of Profitability in Taiwanese Banking System: Under Panel Data Estimation. *International Research Journal of Finance and Economics*, 34, 160- 167.
- Saltelli, A., Ratto, M., Andres, T., Campolongo, F., Cariboni, J., Gatelli, D., Saisana, M., & Tarantola, S. 2008. *Global Sensitivity Analysis: The Primer*. John Wiley & Sons.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. 2011. Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133.
- Sonnenfeld, J. A., & Spence, P. L. 1989. The Parting Patriarch of a Family Firm. *Family Business Review*, 2(4), 355-375.
- Taggart, R. A. 1985. Secular Patterns in the Financing of US Corporations. *Corporate Capital Structures in the United States*, 13-80.
- Titman, S., & Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structures Choice. *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Vo, X. V. 2017. Determinants of Capital Structure in Emerging Markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105- 113.
- Wald, J. K. 1999. How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187.
- Weston, J. F., & Brigham, F. E. 1990. Manajemen Keuangan, 7(2), 150-154.
- Wilcoxon, F. 1945. Individual Comparisons by Ranking Methods. *Biometrics Bulletin*, 1(6), 80-83.