

STRUKTUR MODAL DAN KINERJA PERUSAHAAN (Studi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011 s/d 2012)

Novi S Budiarmo

(Email : novi_sbudiarmo@yahoo.com)

Abstract

This paper examine the impact of capital structure on firm performance, in Indonesian Stock Exchange. Firm performance are analyzed from the side of accounting indicators, in this research use liquidity. Because the optimal level of debt of the firm is limited by the liquidity of the assets and it depends on the average usage of the debt in the particular industry. In the other side liquidity is conventionally seen as reflecting investors' degree of risk -aversion,

The study collects of listed firms in Indonesian Stock Exchanges during 2011 to 2012. The listed firms on sub sector trade, services and investment.

Multiple Regression analysis approach was employed in carrying out this analysis. Specifically, determined the simultaneous relationships among the various variables. The results show that as partial total debt to asset significantly influences to company's performance but long term debt to asset not significantly influences to company's performance. Simultaneously, total debt to asset and long term debt to asset influences company's performance.

This evidence is consistent with models of optimal capital structure and with the hypothesis that debt level changes release information about changes in firm value/performance.

Keywords: Capital Structure, Liquidity, Firm Performance

I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah.

Struktur modal menggambarkan proporsi hubungan antara utang dan ekuitas, salah satu keputusan penting yang berhubungan dengan maksimisasi return dan berdampak krusial terhadap nilai perusahaan. Struktur modal berbeda antara perusahaan yang satu dengan perusahaan yang lain. Perusahaan yang satu lebih memilih untuk membiayai aktivitas dengan ekuitas, sedangkan perusahaan yang lain memilih untuk menggunakan utang. Struktur modal yang bagaimana, yang dianggap merupakan struktur modal yang lebih baik?. Struktur modal yang baik adalah dengan mempertimbangkan konsekuensinya terhadap biaya modal. Nilai perusahaan adalah sama dengan nilai saat ini dari yang diharapkan, *free cash flow* yang akan datang, dengan menggunakan *Weighted Average Cost of Capital*. Ketika *Weighted Average Cost of Capital* minimal, *free cash flow* stabil maka nilai perusahaan akan meningkat. Menarik untuk dikaji adalah bukan hanya struktur modal penting karena manfaatnya untuk memaksimalkan tingkat pengembalian investasi, namun lebih kepada kemampuan perusahaan untuk menghadapi tantangan kompetitif dalam hal kinerja perusahaan, dikaitkan dengan likuiditas.

Penelitian ini memberikan kontribusi berupa bukti untuk menguji apakah teori tradisional valid dalam menjelaskan hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan. Kontribusi lainnya adalah penelitian ini menyajikan pemahaman atas dampak dari keputusan struktur modal terhadap kinerja khususnya likuiditas pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

1.2. Perumusan Masalah.

Berdasarkan latar belakang masalah maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah

1. Bagaimana dampak struktur modal terhadap kinerja perusahaan-perusahaan perdagangan, jasa dan investasi yang terdaftar di BEI?

Banyak penelitian sehubungan dengan penelitian empiris mengenai efek *leverage* karakteristik perusahaan seperti, ukuran perusahaan, pertumbuhan, kepemilikan, struktur aset, profitabilitas atau

kinerja operasional, risiko bisnis dan lain-lain. Tapi hanya beberapa penelitian yang memberikan bukti sehubungan dengan efek *leverage* dari karakteristik pada perusahaan sub sektor perdagangan, jasa dan investasi. Oleh karena itu penelitian ini, menguji arah dari efek yang relevan sehubungan dengan perusahaan yang terdaftar pada sub sektor tersebut di BEI.

2. Apakah struktur modal mempengaruhi kinerja perusahaan yang terdaftar di BEI?

Beberapa teori menyajikan argumen untuk memahami bagaimana struktur modal mempengaruhi kinerja perusahaan. Hubungan ini dijelaskan oleh teori *pecking order theory*, *trade off theory*, *asymmetric information*.

II. TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Ada beberapa teori yang menjelaskan pilihan atas struktur modal, *Trade Off Theory* mengatakan bahwa perusahaan akan menggunakan manfaat pengurangan pajak atas biaya utang sehubungan dengan *leverage* struktur modal. Tingkat *leverage* perusahaan terletak pada struktur modal, oleh karena itu untuk menyeimbangkan antara struktur modal dengan biaya utang. *Trade Off Theory* menyatakan bahwa rasio yang optimal antara utang dan modal, Myers (2001).

2.1. *Trade Off Theory*

Trade Off Theory menyatakan bahwa dalam mencari hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan terdapat suatu tingkat *leverage (debt ratio)* yang optimal. Oleh karena itu perusahaan akan selalu berusaha menyesuaikan tingkat *leverage* ke arah yang optimal. Jadi, tingkat *leverage* perusahaan bergerak terus dari waktu ke waktu ke arah suatu target yang ingin dicapai.

2.2. *Pecking Order Theory*

Teori ini menyatakan bahwa keputusan keuangan mengikuti suatu hirarki di mana sumber pendanaan dari dalam perusahaan lebih didahulukan daripada sumber pendanaan dari luar perusahaan. Dalam hal perusahaan menggunakan pendanaan dari luar, pinjaman lebih diutamakan daripada pendanaan dengan tambahan modal dari pemegang saham baru.

2.3. Kinerja Perusahaan

Kinerja merupakan isu dalam bidang keuangan karena memiliki arti multidimensional. Kinerja bisa dilihat dari dua pandangan yaitu keuangan dan organisasional. Kinerja perusahaan bisa diukur atas dasar variabel-variabel yang melibatkan produktivitas, returns, pertumbuhan bahkan kepuasan pelanggan. Kinerja keuangan didasarkan atas efisiensi perusahaan, Chakravarthy (1986). Berdasarkan peneliti yang lain pengukuran kinerja keuangan didasarkan pada investasi, *residual income*, *earnings per share*, *dividend yield*, *price/earning ratio*, *growth in sales*, kapitalisasi pasar dan lain-lain.

Pengukuran kinerja tergantung pada informasi yang diberikan pada system pengukuran dan instrument yang digunakan. Indikator tradisional yang digunakan dalam analisis keuangan untuk mengukur kinerja adalah *return on investment*, *leverage*, *capital efficiency*, likuiditas, arus kas, *inventory turnover*, *receivables turnover ratio*. Selain itu terdapat faktor yang disebut *modern value creation indicator*, seperti indikator akuntansi; *Return On Assets (ROA) and Return On Equity (ROE)*, *indicator hybrid*; *Economic Value Added (EVA)*; *Cash Flow Return on Investment (CFROI)*; indikator keuangan: *Net Present Value (NPV)*; indikator pasar: *Market Value Added*; *Total Shareholder Return*

Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak tergantung pada struktur keuangan. Bagaimana cara sebuah perusahaan akan mendanai operasinya tidak akan berarti apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu hal yang tidak relevan. Akan tetapi, penelitian Modigliani dan Miller ini didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, seperti tidak ada pajak, biaya transaksi dan tidak adanya biaya kebangkrutan.

Agency Cost Theory, Jensen dan Meckling (1976) dan Jensen (1986) dalam penelitiannya menyatakan bahwa keputusan tentang struktur modal perusahaan, konflik keagenan antara shareholders, *debt holders* dan manajer serta struktur modal yang optimal guna memaksimalkan nilai perusahaan, yang memberikan manfaat meminimalkan biaya keagenan. Modigliani dan Miller (1963) menyempurnakan penelitian terdahulu, menyatakan ketika ada pajak atas perusahaan maka bunga

pembayaran merupakan pengurang pajak., 100% pendanaan dari modal akan optimal. Artinya nilai perusahaan naik jika utang naik. Myers dan Majluf (1984), *Pecking Order Theory* mengatakan perusahaan menghadapi informasi asimetri dan biaya transaksi, sehingga perusahaan bergantung pada pendanaan dari dalam perusahaan., kemudian utang dan akhirnya pendanaan dari ekuitas.

Banyak penelitian yang menguji pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan, antara lain; Gleason *et al.* (2000); Chen (2004); Deesomsak (2004), Gill *et al.* (2011). Harris dan Raviv (1991), Tian dan Zeitun (2007) menyatakan bahwa utang mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan,

2.5. Hipotesis

Perumusan hipotesis penelitian ini adalah :

- Ho1 : Total utang terhadap aset berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja pada perusahaan perdagangan, jasa dan investasi di Bursa Efek Indonesia.
- Ha1 : Total utang terhadap aset berpengaruh signifikan terhadap kinerja pada perusahaan perdagangan, jasa dan investasi di Bursa Efek Indonesia.
- Ho2 : Utang jangka panjang terhadap aset berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja pada perusahaan perdagangan, jasa dan investasi di Bursa Efek Indonesia.
- Ha2 : Utang jangka panjang terhadap aset berpengaruh signifikan terhadap kinerja pada perusahaan perdagangan, jasa dan investasi di Bursa Efek Indonesia.

III. METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Jenis Data dan Sumber Data.

Jenis data dalam penelitian ini adalah data kuantitatif berupa laporan keuangan audit perusahaan manufaktur pada periode tahun 2011 sampai dengan tahun 2012.

Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan yang dipublikasikan, yang diperoleh melalui Bursa Efek Indonesia.

3.2. Populasi dan Sampel.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sub sektor perdagangan, jasa dan investasi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode tahun 2011 sampai dengan 2012.

Berdasarkan populasi, maka sampel yang diambil adalah 58 sampel dengan 116 pengamatan.

3.3. Teknik Pengambilan Sampel.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Metode *Purposive Sampling* dengan teknik *Judgement Sampling*, dengan kriteria dan syarat sebagai berikut :

1. Perusahaan telah beroperasi dan terdaftar di BEI antara tahun 2011 sampai dengan 2012.
2. Perusahaan telah menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember secara lengkap dan diaudit untuk tahun 2011 sampai dengan 2012.
3. Memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

3.4. Definisi Operasional Variabel Penelitian.

1. Struktur Modal

Struktur modal adalah cara perusahaan mendanai perusahaan dengan asetnya, menggunakan kombinasi utang dan ekuitas Brounen *et al.* (2006). Struktur modal dapat diukur dengan beberapa cara, termasuk total utang terhadap total aset, utang jangka panjang terhadap total aset dan utang

jangka pendek terhadap total aset, Pandey(2001), Chakraborty(2010), Céspedes *et al.*, (2010), Kayo and Kimura(2011). Pada penelitian ini struktur modal dinyatakan sebagai berikut:

$$\frac{\text{Total utang}}{\text{Total aset}}$$

$$\frac{\text{Utang jangka panjang}}{\text{Total aset}}$$

$$\frac{\text{Utang jangka pendek}}{\text{Total aset}}$$

2. Kinerja Perusahaan

Pada penelitian ini kinerja perusahaan diukur berdasarkan laba akuntansi, lebih khusus pada likuiditas perusahaan yang diprosikan dengan menggunakan rasio lancar (*Current Ratio*).

Rasio ini merupakan alat ukur rasio yang mencerminkan tingkat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jatuh tempo dengan menggunakan aktiva lancarnya. *Current ratio* dinyatakan sebagai berikut:

$$\text{Rasio lancar/ Current Asset} = \frac{\text{Aset lancar}}{\text{Utang lancar}}$$

3.5. Metode Analisis Data.

Metode analisis untuk pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan bantuan *software* SPSS17.0, dengan $\alpha = 5\%$. Persamaan yang digunakan adalah

$$CR = a + \beta_1 TDTA + \beta_2 LTDTA$$

Pengujian asumsi klasik untuk model regresi dilakukan sebagai berikut:

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Uji yang dapat digunakan adalah uji statistik non parametrik Kolmogorov Smirnov Ghozali (2009).

2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya) Ghozali (2009)

3. Uji Multikolinearitas

Variabel bebas yang saling berkorelasi akan menyebabkan variabel tersebut tidak orthogonal yaitu nilai korelasi antara sesama variabel bebas tidak sama dengan nol. Multikolinearitas dapat diketahui ada atau tidaknya dalam sebuah model.

4. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain tetap disebut homoskedastisitas. Uji heteroskedastisitas menggunakan uji Glejser. Uji Glejser meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen. Apabila nilai probabilitas koefisien regresi tersebut hasilnya signifikan di bawah tingkat signifikansi 0,05, maka dapat dinyatakan terjadi heteroskedastisitas Ghozali (2009).

IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Analisis.

1. Uji Normalitas.

Berdasarkan uji non parametrik Kolmogorov Smirnov, ditemukan tingkat signifikansi $0.086 > 0.05$, sehingga disimpulkan bahwa *residual error* data terdistribusi normal.

		Unstandardized Residual
N		116
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.50203077
Most Extreme Differences	Absolute	.116
	Positive	.053
	Negative	-.116
Kolmogorov-Smirnov Z		1.254
Asymp. Sig. (2-tailed)		.086

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

2. Uji Autokorelasi.

Nilai Durbin Watson ditemukan sebesar 2.176 sehingga disimpulkan tidak terjadi gejala autokorelasi pada data penelitian.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.583 ^a	.339	.328	.50645	2.176

a. Predictors: (Constant), LTDTA, TDTA

b. Dependent Variable: CR

3. Uji Multikolinearitas.

Dengan melihat nilai *variance inflation factor* (VIF) setiap variabel independen < 10 , maka disimpulkan bahwa antar variabel independen tidak terjadi efek multikolinearitas.

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
TDTA	.905	1.105
LTDTA	.905	1.105

a. Dependent Variable: SMEAN(CR)

4. Uji Heteroskedastisitas.

Dengan menggunakan Uji Glesjer, maka ditemukan bahwa tingkat signifikansi setiap variabel independen terhadap logaritma natural *residual error* berada diatas 0.05, sehingga disimpulkan bahwa varians data penelitian adalah homoskedastisitas.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	6.221E-17	.117		.000	1.000
TDTA	.000	.078	.000	.000	1.000
LTDTA	.000	.046	.000	.000	1.000

a. Dependent Variable: Unstandardized Residual

4.1.2. Uji Regresi Linear Berganda.

Persamaan regresi yang ditemukan adalah :
CR = -0.032 – 0.554TDTA– 0.020LTDTA

4.1.3. Koefisien Korelasi dan Determinasi.

Terdapat hubungan yang lemah antara variabel dependen dengan variabel independen dengan nilai korelasi (R) ditemukan sebesar 0.583. Kontribusi variabel independen untuk menjelaskan model variabel dependen adalah sebesar 34% dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.583 ^a	.339	.328	.50645

a. Predictors: (Constant), LTDTA, TDTA

4.1.4. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F).

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	14.896	2	7.448	29.037	.000 ^a
	Residual	28.984	113	.256		
	Total	43.880	115			

a. Predictors: (Constant), LTDTA, TDTA

b. Dependent Variable: CR

Secara bersama – sama, variabel TDTA dan LTDTA berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

4.2. Pembahasan.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.032	.117		-.273	.785
TDTA	-.554	.078	-.571	-7.103	.000
LTDTA	-.020	.046	-.035	-.436	.664

a. Dependent Variable: CR

4.2.1. Uji Hipotesis 1.

Uji statistik t menunjukkan bahwa H_0 ditolak, dalam hal ini total debt to total asset berpengaruh terhadap kinerja pada perusahaan perdagangan, jasa dan investasi di Bursa Efek Indonesia, dengan tingkat signifikansi $0.000 < 0.05$.

Hal ini menunjukkan adanya penurunan kinerja perusahaan pada saat terjadi kenaikan *Total Debt To Total Asset*. Pengaruh negative antara struktur modal dengan kinerja perusahaan menyatakan bahwa Tingkat likuiditas yang tinggi menunjukkan perusahaan tersebut memiliki dana internal yang tinggi sehingga perusahaan mampu membayar kewajiban yang jatuh tempo dan total hutang yang dimiliki perusahaan menjadi semakin kecil.

isu keagenan menyebabkan perusahaan menggunakan tingkat utang yang tinggi pada struktur modalnya, sehingga menghasilkan kinerja yang rendah. Naiknya tingkat utang pada struktur modal perusahaan tidak hanya akan mengakibatkan penurunan return potensial, tapi juga akan mengikis kemampuan perusahaan untuk melunasi utangnya, dan akhirnya risiko utang muncul menjadi permasalahan perusahaan.

Selain masalah keagenan, hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan adanya biaya kebangkrutan yang dihadapi perusahaan perdagangan, jasa dan investasi di BEI. Saat struktur modal dengan utang melebihi level optimal sehingga mengakibatkan menurunnya kinerja perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis mendukung *Pecking Order Hypothesis*. Perusahaan lebih memilih untuk mengikuti hirarki keuangan untuk menjaga target struktur modal. Hirarki keuangan konsisten dengan *Pecking Order* dimana laba ditahan merupakan pilihan pertama kemudian utang dan terakhir adalah ekuitas. Semakin likuid perusahaan maka semakin rendah ratio utang.

Hasil pengujian hipotesis ini mendukung penelitian Koh, Phoon dan Tan (1993), dan Booth *et al.* (2001), dalam hal adanya hubungan yang signifikan antara struktur modal dengan kinerja perusahaan. Sehubungan dengan *Pecking Order Theory*, hasil penelitian ini mendukung penelitian Allen (1993) dan Griner dan Gordon (1995).

4.2.2. Uji Hipotesis 2.

Uji statistik t menunjukkan bahwa H_0 diterima, dalam hal ini *Long Term Debt To Total Asset* tidak berpengaruh terhadap kinerja pada perusahaan perdagangan, jasa dan investasi di Bursa Efek Indonesia, dengan tingkat signifikansi $0.664 > 0.05$.

Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan yang tinggi menyebabkan perusahaan tidak menggunakan utang jangka panjang untuk mendanai operasionalnya. Perusahaan sangat berhati-hati dalam mempertimbangkan keuntungan marginal dari penggunaan utang jangka panjang dibandingkan dengan biaya marginal dari utang jangka panjang.

Hasil pengujian hipotesis ini mendukung penelitian Fachrudin (2011), tidak terdapat pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini juga sejalan dengan Narendar, *et al.* (2007), dan Onaolapo dan Kajola, (2010).

V. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan.

Kesimpulan atas penelitian ini adalah berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Lebih khususnya pada perusahaan-perusahaan perdagangan, jasa dan investasi menunjukkan bahwa perusahaan dengan likuiditas yang tinggi dan kinerja yang baik menggunakan lebih sedikit utang sebagai sumber pendanaan operasional.

Terdapat efek yang saling berlawanan atas utang pada kinerja perusahaan. Jika tingkat utang relative tinggi, maka secara signifikan hal ini akan mengakibatkan kenaikan pada biaya-biaya yang akan ditanggung perusahaan termasuk biaya kebangkrutan dan selanjutnya hal ini akan mengakibatkan menurunnya kinerja perusahaan.

Struktur modal dan kinerja pada perusahaan-perusahaan perdagangan, jasa dan investasi yang terdaftar di BEI dapat dijelaskan dengan *Pecking Order Theory*, dimana perusahaan cenderung menggunakan pendanaan internal sebagai pendanaan utama operasional. Berhubungan dengan biaya kebangkrutan yang tinggi, perusahaan sangat berhati-hati untuk mempertimbangkan penggunaan utang jangka panjang sebagai sumber pembiayaan.

5.2. Saran.

Penelitian berikut, sebaiknya menggunakan pengukuran dengan *hybrid indicators*(*accounting and financial*) seperti *Economic Value Added (EVA)*. EVA merupakan EVA adalah suatu estimasi dari laba ekonomis yang sebenarnya dari bisnis untuk tahun yang bersangkutan, dan mencerminkan residu yang tersisa setelah biaya dari seluruh modal.

Jumlah sampel dan periode penelitian diperbanyak begitu juga dengan variable pengukur kinerja perusahaan, sebaiknya menggunakan *Return On Asset* untuk profitabilitas. Hal ini bisa meningkatkan pemahaman yang lebih luas atas struktur modal

DAFTAR PUSTAKA

- Booth, L., Aivazian, V., Demirgüç-Hunt, A. and Maksimovic, V. 2001. *Capital Structures in Developing Countries*. *The Journal of Finance*, 56, 1, 87-130.
- Brounen, D., De Jong, A. dan Koedijk, K. 2006. *Capital structure policies in Europe: Survey Evidence*. *Journal of Banking & Finance*, 30, 1409-1442.
- Céspedes, J., González, M. dan Molina, C. A. 2010. *Ownership and capital structure in Latin America*. *Journal of Business Research*, 63, 248-254.
- Chakraborty, I. 2010. *Capital Structure In An Emerging Stock Market: The Case of India*. *Research in International Business and Finance*, 24, 295-314.
- Chakravarthy, B.S., 1986. *Measuring Strategic Performance*, *Strategic Management Journal*, 7, p. 437-458.
- Chen, J.J. 2004. *Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies*. *Journal of Business Research*, Vol. 57, pp. 1341-51.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). *The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region*. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 14 No. 4/5, pp. 387-405.
- Fachrudin, K.A. 2011. Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Agency Cost terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol 13, No 1 Mei 2011, hal 37-46.

- Gleason, K. C., Mathur, L. K., and Mathur, I. 2000. *The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers*, *Journal of Business Research*, Vol. 50 No. 2, pp. 185-191.
- Kayo, E. K. and Kimura, H. 2011. *Hierarchical Determinants of Capital Structure*. *Journal of Banking and Finance*, 35, 358-371.
- Jensen, M.C .1986. *Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance And Takeovers*. *American Economic Review*, 76, 323-330.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-60.
- Ghozali, Imam. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gill, A., Biger, N. dan Mathur, N. 2011. *The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States*. *International Journal of Management*, 28, 3-15,194.
- Griner, E.H. and Gordon, L.A. 1995. *Internal Cash Flow, Insider Ownership, and Capital Expenditures: A Test of the Pecking Order and Managerial Hypothesis*, *Journal of Business Finance and Accounting*, 22, 179-99.
- Mardinawati. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 12 (3), pp: 1-10.
- Modigliani, F., and Miller, M. H. 1958. *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*. *American Economic Review*, 48(3), 261-97.
- Modigliani, F., and Miller, M.H. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. 1984. *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp. 187-221
- Narendar, V. R., Khamis, H. M. and Lateef, A. S. 2007. *Capital structure and financial performance: evidence from Oman*, *Indian Journal of Economics and Business*. Vol.2, pp 57-65.
- Onaolapo, A. A. and Kajola, S. O. 2010. *Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria*, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue25, pp 70-77
- Pandey, I. M. 2001. *Capital Structure and the Firm Characteristics: Evidence from an Emerging Market*. *Indian Institute of Management Ahmedabad, Research and Publication Department. Working Paper*, 3-5
- Shleifer, A., Vishny, R., 1992. *Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach*. *Journal of Finance* 47, 1343–1366.