

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN BUMN DI INDONESIA

Farah Margaretha & Karnida Retta Ginting
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Trisakti
Jln. Kyai Tapa no.1 Grogol, Jakarta Barat
farahmargaretha@gmail.com

Abstrak

Kebijakan mengenai struktur modal berperan penting dalam kegiatan operasional dan kemajuan perusahaan. Perlu dilakukan analisis untuk membuat keputusan yang efektif mengenai struktur modal optimal perusahaan. Tujuan penelitian ini untuk mengetahui apakah faktor-faktor seperti tarif pajak, ukuran perusahaan, likuiditas, fleksibilitas keuangan, pemanfaatan aset, tingkat pertumbuhan, risiko, profitabilitas, pemanfaatan aset, dan kepemilikan pemerintah berpengaruh terhadap struktur modal. Dalam penelitian ini populasi dan sampel berasal dari perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI tahun 2009-2014. Penarikan sampel dengan teknik *purposive sampling* sehingga diperoleh 90 sampel. Pengujian dalam penelitian dilakukan dengan uji data panel. Hasil penelitian ini adalah ukuran perusahaan, likuiditas, fleksibilitas keuangan, struktur aktiva, pertumbuhan, profitabilitas dan kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Pajak, kinerja saham, risiko, dan pemanfaatan aset tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Penelitian memiliki implikasi bagi manajemen untuk mempertahankan tingkat likuiditas, mempertahankan cadangan modal, dan meningkatkan kinerja. Bagi investor dapat mempertimbangkan pertumbuhan perusahaan jika ingin membeli saham perusahaan.

Kata Kunci: Fleksibilitas Keuangan, Kinerja Saham, Ukuran Perusahaan.

Abstract

Policy regarding capital structure plays an important role in the operational activities and progress of the company. Analysis is needed to make effective decisions regarding the optimal capital structure of the company. The purpose of this research is to determine whether factors such as tax rates, company size, liquidity, financial flexibility, asset utilization, rate of growth, risk, profitability, asset utilization, and government ownership have impact to the capital structure. In this study population, and the sample comes from state-owned enterprises listed on the Stock Exchange in 2009-2014. Sampling with purposive sampling technique in order to obtain 90 samples. Tests in this research conducted by the test panel data. The result of the studi factors such as company size, liquidity, financial flexibility, asset structure, growth, profitability and government ownership has signifikan effect on the capital structure. Taxes, stock performance, risk, and asset utilization have no significant effect on the capital structure. The research has implications for management to maintain a level of liquidity, maintain capital reserves, and improve performance. For investors can consider the growth of the company if it wants to buy the company's shares.

Key Words : Asset Structure, Financial Flexibility, Size Company.

Pendahuluan

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) adalah suatu bentuk investasi pemerintah yang mengelola hajat hidup orang banyak. BUMN menurut Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 didefinisikan sebagai badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara

yang dipisahkan. Salah satu tujuan pendirian BUMN adalah memberikan sumbangan bagi perkembangan perekonomian nasional pada umumnya dan penerimaan negara pada khususnya.

Sesuai dengan Pasal 33 UUD 1945, BUMN merupakan salah satu penggerak utama perekonomian nasional. Kebijakan dalam menentukan kelangsungan perusahaan

menjadi fokus yang penting bagi semua pihak, *shareholder*, *stakeholder*, pemerintah dan juga masyarakat umum. Perusahaan BUMN yang telah *go public* menjadi perhatian yang lebih dikarenakan masyarakat juga dapat terlibat sebagai investor.

Sebagai unit bisnis BUMN harus merebut serta memanfaatkan peluang bisnis di era perdagangann bebas. BUMN selain akan memberikan kontribusi lebih baik dalam perekonomian Indonesia, juga dapat memanfaatkan peluang yang diciptakan oleh terjadinya globalisasi ekonomi, dan menjadi pelaku pasar yang berskala dunia. Untuk mencapai sasaran tersebut, dalam rangka pemberdayaan BUMN perlu adanya kesamaan visi dan misi. Visi BUMN adalah membangun perusahaan Indonesia yang berdaya saing dan berdaya cipta tinggi.

Misi BUMN menyangkut aspek mikro dan makro. Pada aspek mikro misi BUMN adalah penciptaan nilai melalui langkah-langkah restrukturisasi dan privatisasi, sehingga pada suatu kurun waktu tertentu nilai BUMN jauh melebihi dari nilai yang ada pada saat ini. Pengertian aspek makro BUMN adalah dalam memberikan kontribusi yang besar terhadap apbn berupa nilai privatisasi, dividen dan pajak. Manfaat kelanjutan dari terciptanya BUMN yang sehat adalah membaiknya kinerja ekonomi Indonesia (Pandu, 2004).

Kinerja BUMN dipengaruhi oleh risiko fiskal. Beberapa hal yang mempengaruhi risiko fiskal bagi BUMN dividen BUMN, privatisasi BUMN, dan pungutan pajak ekspor dan retribusi daerah. Dividen merupakan bagian dari laba bersih BUMN yang diberikan kepada pemegang saham. Untuk saham milik negara, dana hasil dividen seluruhnya disetorkan secara langsung ke kas negara. Besar kecilnya prosentase rasio atas laba bersih berpengaruh juga terhadap besar kecilnya arus kas perusahaan dan penguatan modal BUMN di dalam meningkatkan kinerja. Privatisasi BUMN adalah dengan melepas sebagian saham ke publik (*initial public offering*/IPO) melalui pasar modal. Privatisasi BUMN bertujuan untuk penguatan dan peningkatan modal kerja perusahaan.

Manajemen perusahaan BUMN *go public* dalam menjalankan bisnis usahanya juga perlu merancang dan menerapkan strategi bisnis yang efektif agar dapat mendatangkan meningkatkan kinerja dan mendatangkan

keuntungan bagi perusahaan dan para pemegang saham. Dalam melakukan penerapan strategi-strategi yang direncanakan, perusahaan membutuhkan adanya persediaan modal atau tambahan dana untuk dapat merealisasikan strategi-strategi tersebut. Kebutuhan terhadap modal tersebut dapat diperoleh suatu perusahaan baik dari dalam maupun dari luar perusahaan.

Masalah pengadaan modal adalah masalah yang sangat penting bagi perusahaan, karena struktur modal perusahaan merupakan cerminan dari kondisi *financial* perusahaan tersebut. Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal yang tidak baik dan mempunyai hutang yang sangat besar akan memberikan beban berat kepada perusahaan yang bersangkutan (Bambang, 2011).

Baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi keuangan perusahaan. Tinggi rendahnya struktur modal akan mempengaruhi para investor ketika akan menanamkan modalnya di dalam suatu perusahaan. Perusahaan BUMN yang telah *go public* perlu memperhatikan pengelolaan struktur modal agar dapat menarik minat investor untuk menanamkan modal pada perusahaan.

Struktur modal merupakan kumpulan dana yang digunakan dan dialokasikan oleh perusahaan dimana dana tersebut diperoleh dari hutang jangka panjang dan modal sendiri (Gitman dan Zutter, 2015). Menurut Brigham dan Houston (2011), struktur modal yang optimum adalah struktur yang memaksimalkan harga dari saham perusahaan. Oleh karena itu, manajemen dalam menetapkan struktur modal tidak bersifat kaku tetapi disesuaikan dengan keadaan perusahaan.

Penelitian yang dilakukan didasarkan pada penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Alipour *et al* (2015). Yang menjadi pembeda adalah objek dan waktu penelitian. Objek penelitian ini adalah perusahaan BUMN yang sudah *go public*. Belum banyak dilakukan penelitian mengenai faktor penentu struktur modal pada perusahaan pemerintah khususnya yang telah *go public*. Perusahaan pemerintah khususnya yang telah *go public* penting untuk dinilai kinerja dan perkembangannya, dikarenakan selain untuk melihat kinerja perusahaan pemerintah tersebut, masyarakat dapat berperan sebagai investor. Untuk itu perlu

dilakukan penelitian mengenai struktur modal pada perusahaan BUMN.

Kinerja dan kemajuan perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan manajemen mengenai struktur modal. Penetapan struktur modal yang optimal akan menjauhkan perusahaan dari kebangkrutan dikarenakan ketidakmampuan dalam membayar hutang. Penetapan struktur modal juga dapat mempengaruhi kebijakan investasi perusahaan. Untuk perusahaan BUMN dapat dinilai pengaruh kepemilikan saham pemerintah dalam perkembangan perusahaan.

Dalam menentukan struktur modal perusahaan, maka perusahaan perlu memperhitungkan adanya berbagai faktor yang mempengaruhi *debt to equity ratio* (DER). Penelitian yang dilakukan oleh Alipour *et al* (2015) mengemukakan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan adalah tarif pajak efektif, ukuran perusahaan, likuiditas, fleksibilitas keuangan, kinerja saham, struktur akitva, tingkat pertumbuhan, risiko, profitabilitas, pemanfaatan aset dan struktur kepemilikan pemerintah. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan BUMN *go public* di Indonesia".

Tinjauan Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Struktur modal dipengaruhi oleh pajak. Dengan menggunakan hutang dalam menjalankan usaha perusahaan akan membayar pajak lebih sedikit dibandingkan perusahaan yang tidak menggunakan hutang, sehingga perusahaan yang menggunakan hutang dapat menyimpan dana untuk penggunaan pajak. Pada akhirnya perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dan meningkatkan kekayaan pemegang saham (Bringham dan Huston, 2011).

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan kecil membayar biaya penerbitan ekuitas baru dengan jumlah lebih banyak dibandingkan perusahaan besar dan lebih banyak menerbitkan hutang jangka panjang. Perusahaan kecil lebih banyak mempunyai *leverage* dibanding perusahaan besar dan lebih memilih untuk melakukan pinjaman jangka pendek dibanding dengan menerbitkan utang jangka panjang.

Likuiditas yang dimiliki perusahaan akan berpengaruh pada penentuan struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki likuiditas yang cukup akan menggunakan lebih sedikit pinjaman ataupun dana finansial eksternal untuk memenuhi kegiatan usahanya.

Mempertahankan fleksibilitas keuangan dilihat dari sudut pandang operasional berarti mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai untuk melakukan pinjaman, yang tergantung dari pertimbangan masing-masing termasuk: prakiraan kebutuhan dana, prakiraan kondisi pasar, modal, dan konsekuensi dari terjadinya kekurangan modal (Farah, 2003). Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa semakin banyak aset berwujud yang dimiliki perusahaan maka semakin banyak jaminan aset yang dapat digunakan untuk mendapat sumber dana eksternal berupa hutang.

Titman dan Wessels (1988) menjelaskan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi menggunakan hutang yang secara relatif lebih sedikit. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung menggunakan sebagian dari profit yang dihasilkan untuk investasi dan membiayai operasional perusahaan (Bringham dan Huston, 2011).

Perumusan Hipotesis Hubungan pajak dengan struktur modal

Pajak merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal. Perusahaan yang memiliki tarif pajak penghasilan yang tinggi memiliki kebutuhan untuk, atau akan mendapatkan keuntungan dari, mengambil lebih banyak utang untuk memaksimalkan pemotongan pajak dari bunga utang. Penelitian yang dilakukan Karadeniz *et al* (2009) menunjukkan bahwa pajak berpengaruh secara negatif terhadap struktur modal. Sejalan dengan penelitian Uddin (2015) yang menemukan adanya pengaruh negatif pajak terhadap *leverage* perusahaan. Tarif pajak efektif memiliki pengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan manufaktur yang diteliti oleh Ukaegbu dan Oino (2014). Berdasarkan penelitian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis pertama penelitian:

H₁ : Terdapat pengaruh pajak terhadap rasio struktur modal.

Hubungan ukuran perusahaan dengan struktur modal

Ukuran perusahaan menurut hasil penelitian Ooi (1999) memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan Chen *et al* (2013) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan di China memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Sheikh dan Wang (2011) mendapatkan hasil penelitian ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan struktur modal. Berdasarkan penelitian di atas maka dirumuskan hipotesis:

H₂ : Terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal.

Hubungan likuiditas dengan struktur modal

Perusahaan yang memiliki likuiditas yang cukup cenderung untuk tidak mencari sumber modal dari luar melalui pinjaman atau hutang. Sheikh dan Wang (2011) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh secara negatif terhadap struktur modal. Hasil yang sama juga didapatkan oleh penelitian Ferdiansya dan Isnurhadi (2013) dan juga penelitian Eldomiaty (2007) bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan penelitian di atas maka dirumuskan hipotesis:

H₃ : Terdapat pengaruh likuiditas terhadap struktur modal.

Hubungan fleksibilitas keuangan dengan struktur modal

Perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih akan memiliki hutang yang lebih sedikit. Pernyataan tersebut dibuktikan dengan penelitian Alipour *et al* (2015). *Financial flexibility* memiliki hubungan negatif dengan semua komponen struktur keuangan yang diajukan yaitu *long term debt*, *short term debt* dan *total debt*. Perusahaan menghindari kebutuhan pendanaan dari luar dengan meningkatkan fleksibilitas keuangan. Berdasarkan penelitian tersebut maka dirumuskan hipotesis:

H₄ : Terdapat pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap struktur modal.

Hubungan kinerja saham dengan struktur modal

Volatilitas harga saham berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Ketika

harga saham meningkat, perusahaan menerbitkan saham dan sedikit menggunakan hutang. Penelitian Ooi (1999) menemukan adanya hubungan negatif antara kinerja saham dengan struktur modal. Berdasarkan penelitian di atas maka dirumuskan hipotesis:

H₅ : Terdapat pengaruh kinerja harga saham terhadap struktur modal.

Hubungan struktur aktiva dengan struktur modal

Perusahaan dengan tingkat aset berwujud yang tinggi akan dapat disediakan sebagai jaminan untuk hutang. Penelitian Indra dan Farah (2015) menunjukkan adanya hubungan positif antara struktur aktiva dengan struktur modal. Penelitian Liang *et al* (2014) mendapatkan hasil terdapat pengaruh positif *tangibility* ataupun struktur aktiva terhadap struktur modal. Hasil penelitian yang berbeda oleh Amidu (2007) bahwa *assets structure* memiliki hubungan yang negatif terhadap seluruh komponen struktur modal yang diajukan. Sheikh dan Wang (2011) menemukan hubungan negatif antara struktur aset dengan struktur modal. Berdasarkan penelitian di atas dirumuskan hipotesis :

H₆ : Terdapat pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal.

Hubungan tingkat pertumbuhan dengan struktur modal

Penelitian Alipour *et al* (2015) menunjukkan hubungan negatif antara tingkat pertumbuhan dengan struktur modal. Hasil yang sama juga diberikan dari penelitian Margaretha (2014) yaitu tingkat pertumbuhan memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*. Berdasarkan penelitian tersebut maka dirumuskan hipotesis:

H₇ : Terdapat pengaruh tingkat pertumbuhan terhadap struktur modal.

Hubungan risiko dengan struktur modal

Risiko bisnis akan mempersulit perusahaan dalam melaksanakan pendanaan eksternal sehingga secara teori akan berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan. Hasil dari penelitian Sheik dan Wang (2011) menunjukkan adanya hubungan negatif antara risiko dan struktur modal. Penelitian Indra dan Margaretha (2015) menemukan terdapat

hubungan negatif antara risiko bisnis dengan struktur modal. Uddin (2015) memberikan hasil yang sejalan bahwa risiko memberikan pengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis kedelapan dalam penelitian ini:

H₈ : terdapat pengaruh risiko terhadap struktur modal.

Hubungan profitabilitas dengan struktur modal

Sheikh dan Wang (2011) menemukan hubungan negatif antara profitabilitas dengan struktur modal. Menunjukkan bahwa perusahaan dengan profit tinggi akan menggunakan lebih sedikit hutang dalam pendanaan aktivitas perusahaan. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh penelitian Margaretha (2014). Profitabilitas secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Penelitian Chen *et al* (2013), Abor dan Biekpe (2005), Chen dan Strange (2005) dan Karadeniz *et al* (2009) menunjukkan hubungan negatif antara profitabilitas dengan komponen struktur modal. Berdasarkan penelitian di atas maka dirumuskan hipotesis kesembilan penelitian:

H₉ : Terdapat pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal.

Hubungan pemanfaatan aset dengan struktur modal

Hasil penelitian Alipour *et al* (2015) menunjukkan *asset utilization ratio* memiliki hubungan positif dengan struktur modal. Hasil penelitian tidak sejalan dengan penelitian Eldomiaty (2007) yang menemukan bahwa *asset utilization ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan penelitian di atas maka dirumuskan hipotesis:

H₁₀: Terdapat pengaruh pemanfaatan aset terhadap struktur modal.

Hubungan kepemilikan pemerintah dengan struktur modal

Perusahaan dengan tingkat kepemilikan pemerintah rendah cenderung memiliki total rasio liabilitas rendah dan rasio hutang yang rendah. Alipour *et al* (2015) meneliti adanya pengaruh positif antara kepemilikan pemerintah dengan struktur modal. Hasil penelitian Nguyen dan Ramachandran (2006) mengungkapkan adanya pengaruh positif kepemilikan pemerintah terhadap penggunaan hutang pada perusahaan ukm di Vietnam. Liang *et al* (2014) juga menemukan adanya hubungan positif antara kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal. Berdasarkan penelitian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis:

H₁₁ : Terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal.

Metodologi Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan BUMN yang sudah *go public*. selanjutnya diambil sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu metode pengambilan sampel berdasarkan kriteria-kriteria dan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2013). Tujuan metode ini adalah untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Kriteria penentuan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan BUMN *go public* di Indonesia.
2. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2009-2014.
3. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang rupiah.
4. Perusahaan yang memiliki data yang lengkap selama periode penelitian untuk faktor-faktor yang diteliti yaitu *tax rate*, ukuran perusahaan, likuiditas, *financial flexibility*, kinerja saham, struktur aktiva, *growth*, risiko, pemanfaatan aset, kepemilikan modal pemerintah.

Tabel 1
Operasional Variabel

Variabel	Proksi	Skala	Pengukuran	Sumber
Variabel Dependen				
Struktur Modal	<i>Short term debt ratio</i> (STDR)	Rasio	Short Term Debt Total Asset	Amidu (2007)
	<i>Long term debt ratio</i> (LTDR)	Rasio	Long Term Debt Total Asset	
	<i>Total debt ratio</i> (TDR)	Rasio	Total Debt Total Asset	
Variabel Independen				
Tarif Pajak	ETAX	Rasio	Tax Earning After Tax	Karadeniz <i>et al</i> (2009)
Ukuran Perusahaan	SIZE	Rasio	Ln Total Asset	Abor dan Biekpe (2009)
Likuiditas	Current Ratio (CR)	Rasio	Current Asset Current Debt	Eldomiaty (2007)
Fleksibilitas Keuangan	FLEX	Rasio	Retained Earning Total Asset	Eldomiaty (2007)
Kinerja Saham	SPP	Rasio	$\frac{Closing Price (t) - Closing Price (t-1) + Div}{Closing Price (t-1)}$	Karadeniz <i>et al</i> (2009)
Struktur Aktiva	Struct	Rasio	Aktiva Tetap Total Aktiva	Karadeniz <i>et al</i> (2009)
Tingkat Pertumbuhan		Rasio	$\frac{Penjualan (t) - Penjualan (t-1)}{Penjualan (t-1)}$	Titman dan Wessels (1988)
Risiko	Risk	Rasio	$\frac{\sum Return - rata - rata return}{N - 1}$ Return Saham = $\frac{Closing Price (t) - Closing Price (t-1) + Div}{Closing Price (t-1)}$	Sheikh dan Wang (2011)
Profitabilitas		Rasio	$\frac{Earning After Tax}{Total Assets}$	Farah (2011)
Pemanfaatan Aset		Rasio	$\frac{Penjualan}{Total Aktiva}$	Alipour <i>et al</i> (2015)
Kepemilikan Pemerintah	STATE	Rasio	% of Stated Ownership	Alipour <i>et al</i> (2015)

Metode Analisis

Analisis statistik deskriptif

Penelitian ini menggunakan analisis statistik deskriptif yaitu penelitian yang menggunakan pendekatan kuantitatif dan digunakan untuk mendapatkan gambaran secara sistematis, aktual, dan akurat mengenai fakta-fakta yang diselidiki. Pada analisis statistik deskriptif akan dijelaskan rata-rata,

maksimum dan minimum nilai setiap variabel yang mempengaruhi struktur modal dari hasil data yang telah diolah.

Permodelan

Dalam penelitian ini variabel dependennya adalah *debt to equity ratio* dan variabel independennya adalah pajak, ukuran, likuiditas, fleksibilitas keuangan, kinerja saham,

struktur aktiva, pertumbuhan, risiko, profitabilitas, *asset utilization ratio*, dan kepemilikan pemerintah. Untuk mengetahui apakah ada pengaruh signifikansi dari variabel independen terhadap variabel dependen model regresi yang disusun dalam penelitian ini adalah:

$$Y_{1t} = \beta_0 + \beta_1 ETAX_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 FLEX_{it} + \beta_5 SPP_{it} + \beta_6 ASST_{it} + \beta_7 SAGR_{it} + \beta_8 RISK_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} AUR_{it} + \beta_{11} SOP_{it} + \varepsilon_{it} \dots$$

DR = *debt ratio* (struktur modal)

$\beta_{0,1,2,3,\dots,11}$ = koefisien regresi

ETAX = *tax rate* (tarif pajak)

SIZE = ukuran perusahaan

CR = *current ratio* (likuiditas)

FLEX = *financial flexibility* (fleksibilitas keuangan)

SPP = *share price performance* (kinerja saham)

ASST = *asset structure* (struktur aktiva)

SAGR = *growth* (pertumbuhan)

RISK = risiko

ROA = *return on asset* (profitabilitas)

AUR = Pemanfaatan Aset (*Asset Utilization Ratio*)

SOP = *state ownership* (saham pemerintah)

ε_{it} = *standard error* (tingkat kesalahan)

Hasil Penelitian

Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa terdapat 20 perusahaan BUMN yang telah *go public* dan ada tiga perusahaan yang menerbitkan laporan keuangannya dalam mata uang Dollar (\$). Perusahaan yang tidak memiliki laporan keuangan lengkap ada sebanyak 2 perusahaan. Berdasarkan batasan yang telah ditetapkan ada sebanyak 15 perusahaan yang menjadi sampel penelitian dengan 90 jumlah observasi. Berikut disajikan data yang menggambarkan bidang usaha dari sampel yang digunakan dalam penelitian.

Tabel 2
Kriteria Penarikan Sampel

Kriteria	Jumlah Perusahaan	Jumlah Observasi
Perusahaan BUMN <i>go public</i>	20	120
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangannya dalam US \$	3	18
Laporan Keuangan tidak Lengkap	2	12
Jumlah Sampel yang diteliti	15	90

Berdasarkan tabel 3 dilihat bahwa jumlah sampel terbesar berasal dari sektor keuangan sebanyak 4 perusahaan dengan persentase 26,67%. Usaha terbanyak kedua berasal sektor pertambangan dan sektor property & realestate yang masing-masing sebanyak 3 perusahaan atau sebesar 20%. Sektor industri barang konsumsi sebanyak 2 perusahaan atau 13,33 %, sama dengan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi. Sampel yang berasal dari sektor industri kima dasar ada 1 perusahaan atau sebesar 6,67%.

Tabel 3
Bidang Usaha Sampel Penelitian

Sektor	Jumlah	Persentase (%)
Industri Barang Konsumsi	2	13,33
Property & Realestate	3	20,00
Infrastruktur, Utilitas & Transportasi	2	13,33
Industri Kimia Dasar	1	6,67
Keuangan	4	26,67
Pertambangan	3	20
Total	15	100

Metode statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi mengenai data yang dikumpulkan dari perusahaan yang dijadikan sampel. Tujuan digunakannya metode statistik deskriptif adalah untuk mendapatkan gambaran sekilas mengenai data sehingga lebih mudah dibaca. Analisis deskriptif

berisiskan informasi nilai minimum (terendah), maksimum (tertinggi), mean (rata-rata), dan standar deviasi (variasi/dispersi) data yang ada yang dianalisis pada suatu periode tertentu. Hasil uji statistik deskriptif atas variabel pajak, ukuran perusahaan, likuiditas, fleksibilitas keuangan, kinerja harga saham, struktur

aktiva, tingkat pertumbuhan, risiko, profitabilitas, pemanfaatan aset (AUR), saham pemerintah dan struktur modal dalam *short term debt ratio* (stdr), *long term debt ratio* (ltdr) dan *total debt ratio* (tdr) dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4
Statistik Deskriptif

Variabel	Maksimum	Minimum	Mean	Std. Deviasi
STDR	0.863125	0.055683	0.472567	0.274462
LTDR	0.505997	0.025349	0.125691	0.096329
TDR	0.917846	0.175868	0.598258	0.247814
Tax	0.842626	-4.083.925	0.261037	0.483072
Size	34.38217	27.31361	30.82540	1.900285
Liquidity	10.76030	0.601865	1.924379	1.493073
Flexibility	0.713413	-0.118548	0.257221	0.248159
SPP	2.082000	-0.514000	0.390641	0.595080
Structure	0.885700	0.019573	0.304087	0.273296
Growth	0.481249	-0.264386	0.112019	0.146461
Risk	6.484600	0.003500	0.286299	0.864706
ROA	0.337650	-0.041886	0.072347	0.072905
AUR	1.940017	0.066943	0.722434	0.515866
State Ownership	0.900200	0.510000	0.637873	0.108918

H₁: Terdapat pengaruh tarif pajak efektif terhadap struktur modal

Berdasarkan data tabel 5, 6, dan 7 ditemukan bahwa tarif pajak efektif (etax) tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Karadeniz *et al et al* (2009), Ukaegbu & Oino (2014) dan juga penelitian Uddin (2015) yang menemukan adanya pengaruh signifikan tarif pajak terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Strange (2005) yang menemukan bahwa pajak tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Pajak tidak berpengaruh terhadap struktur modal karena pada perusahaan pemerintah (BUMN) hutang perusahaan sebagian besar diperoleh dari pemerintah.

H₂: Terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal

Berdasarkan tabel 5 dapat dilihat bahwa ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal yang dinyatakan sebagai *long term debt ratio* yang memiliki signifikansi 0,0221 dengan nilai

koefisien 0,026363. Artinya kenaikan 1 ukuran perusahaan akan menaikkan penggunaan hutang jangka panjang sebesar 0,026363. Tabel 13 menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan untuk *total term debt ratio* nilai signifikan 0,0016 dengan koefisien sebesar 0,051220. Kenaikan ukuran perusahaan sebesar 1 akan menaikkan struktur modal dari total hutang sebanyak 0,051220. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sheikh dan Wang (2011), Chen *et al* (2013) serta penelitian Indra dan Margaretha (2015) yang menyatakan adanya pengaruh positif dan signifikan ukuran perusahaan terhadap struktur modal.

H₃: Terdapat pengaruh likuiditas terhadap struktur modal

Tabel 5 menunjukkan likuiditas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal yang dinyatakan melalui *long term debt ratio* dengan nilai signifikan 0,0001 dan nilai koefisien 0,016873. Artinya kenaikan 1 likuiditas perusahaan akan menyebabkan kenaikan stuktur modal sebesar 0,016873. Hasil penelitian berdasarkan tabel 12 menunjukkan adanya pengaruh negatif

signifikan likuiditas terhadap struktur modal untuk *short term debt ratio* dengan nilai signifikan 0,000 dan koefisien -0,024070. Kenaikan 1 likuiditas akan mengurangi hutang jangka pendek sebesar 0,024070. Hal tersebut membuktikan bahwa semakin likuid keuangan perusahaan maka perusahaan cenderung mengurangi sumber pendanaan dari luar perusahaan. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Eldomyat (2007), Sheikh dan Wang (2011) dan juga penelitian Ferdiansyah dan Isnuhardi (2013) yang menemukan adanya pengaruh signifikan likuiditas terhadap struktur modal.

H₄: Terdapat pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap struktur modal

Berdasarkan hasil penelitian ditemukan bahwa fleksibilitas keuangan memiliki pengaruh secara negatif signifikan terhadap struktur modal. Untuk *short term debt ratio* berdasarkan tabel 6 dapat dilihat nilai signifikan 0,0093 dan koefisien senilai -0,265884. Hal tersebut menunjukkan kenaikan 1 fleksibilitas keuangan akan menurunkan hutang jangka pendek sebesar 0,265884. *Long term debt ratio* yang ditunjukkan oleh tabel 5, memiliki nilai signifikan 0,0006 dan koefisien bernilai -0,26445. Dan *total term debt ratio* berdasarkan tabel 7 menunjukkan nilai signifikan 0,000 dan nilai koefisien -0,631650. Kenaikan 1 fleksibilitas keuangan perusahaan akan menurunkan struktur modal sebesar 0,26445 untuk hutang jangka panjang (*long term debt*) dan penurunan sebesar 0,631650 pada *total debt*. Hal tersebut menjelaskan bahwa semakin fleksibel perusahaan mengelola keuangannya maka akan lebih sedikit membutuhkan sumber keuangan dari luar perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Alipour *et al* (2015) yang menemukan adanya pengaruh signifikan fleksibilitas keuangan terhadap struktur modal

H₅: Terdapat pengaruh kinerja saham terhadap struktur modal

Hasil penelitian menemukan bahwa kinerja saham tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Dengan nilai signifikan 0,4739 untuk *short term debt ratio*, 0,777 *long term debt ratio* dan 0,1898 pada *total debt ratio* yang ketiganya lebih besar dari 0,05. Hasil tersebut tidak

mendukung penelitian yang dilakukan oleh Ooi (1999) yang menemukan adanya pengaruh negatif signifikan kinerja saham terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sumani dan Lia (2012) yang menemukan tidak terdapat pengaruh signifikan dividen terhadap struktur modal. Kinerja saham tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal dikarenakan pada penelitian ini yang menjadi objek penelitian adalah perusahaan BUMN. Perusahaan BUMN dibandingkan dengan perusahaan swasta kurang terlalu dipengaruhi oleh kinerja saham karena mayoritas sahamnya adalah milik pemerintah.

H₆: Terdapat pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal

Hasil penelitian menemukan adanya pengaruh signifikan struktur aktiva terhadap struktur modal. Struktur aktiva memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal yang dinyatakan oleh hutang jangka panjang (*long term debt ratio*). Ditunjukkan dari tabel 5 dengan nilai signifikan sebesar 0,000 dan nilai koefisien 0,356785. Peningkatan 1 struktur aktiva akan meningkatkan hutang jangka panjang sebesar 0,356785. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Liang *et al* (2014) dan hasil penelitian Indra dan Margaretha (2015) yang menemukan adanya pengaruh positif signifikan struktur aktiva terhadap struktur modal perusahaan. Tabel 6 menunjukkan struktur aktiva memiliki pengaruh negatif terhadap hutang jangka pendek (*short term debt ratio*) senilai -0,205453 dengan signifikan 0,0072. Kenaikan 1 struktur aktiva akan menurunkan penggunaan hutang jangka pendek sebesar 0,0072. Sesuai dengan penelitian Amidu (2007) dan juga hasil penelitian Sheikh dan Wang (2011) yang menyatakan terdapat pengaruh negatif signifikan struktur aktiva terhadap struktur modal.

H₇: Terdapat pengaruh tingkat pertumbuhan terhadap struktur modal

Hasil penelitian berdasarkan tabel 6 menunjukkan pada *short term debt ratio* dengan nilai signifikan sebesar 0,0026 growth berpengaruh positif dengan koefisien 0,086243. Pertumbuhan perusahaan sebesar 1

akan meningkatkan penggunaan hutang jangka pendek sebesar 0,086243. Tabel 11 menunjukkan *long term debt ratio* memiliki nilai signifikan 0,0095 dengan koefisien -0,0687. Artinya pertumbuhan perusahaan sebesar 1 akan menurunkan kebutuhan hutang jangka panjang sebesar 0,0687. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Alipour *et al* (2015) yang menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.

H₈: Terdapat pengaruh risiko terhadap struktur modal

Berdasarkan hasil penelitian ditemukan bahwa risiko tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Tabel 6 menunjukkan risiko memiliki nilai signifikan sebesar 0,3076 pada *short term debt ratio*. Hasil sebesar 0,9228 pada *long term debt ratio* ditunjukkan oleh tabel 5 dan nilai sebesar 0,2528 pada *total term debt ratio* ditunjukkan oleh tabel 7. Hasil tersebut sejalan dengan hasil penelitian Amidu (2007) dan Viviani (2005) yang menemukan tidak terdapat pengaruh signifikan risiko terhadap struktur modal. Berarti risiko yang dimiliki oleh perusahaan tidak mempengaruhi besar kecilnya struktur modal, baik penggunaan hutang jangka panjang ataupun hutang jangka pendek. Hal ini dapat disebabkan karena risiko merupakan suatu ketidakpastian yang dihadapi oleh perusahaan dan sulit untuk diprediksi.

H₉: Terdapat pengaruh Profitabilitas terhadap struktur modal

Hasil penelitian menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh secara negatif signifikan terhadap struktur modal. Dilihat dari nilai signifikan 0,0275 dengan koefisien sebesar -0,332561 untuk *short term debt ratio* yang ditunjukkan oleh tabel 6. Peningkatan 1 profitabilitas akan menurunkan penggunaan hutang jangka pendek sebesar 0,332561. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Abor dan Biekpe (2005), Karadeniz *et al* (2009), Chen *et al* (2013). Dan juga mendukung hasil penelitian Sheikh dan Wang (2011), Chen dan Strange (2005) dan penelitian Margaretha (2014) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

H₁₀: Terdapat pengaruh pemanfaatan aset (AUR) terhadap struktur modal

Berdasarkan hasil penelitian ditemukan tidak adanya pengaruh signifikan variabel pemanfaatan aset (AUR) terhadap struktur modal. Tabel 6 menunjukkan nilai signifikan sebesar 0,8742 untuk *short term debt ratio*. Nilai signifikan sebesar 0,9207 pada *long term debt ratio* ditunjukkan oleh tabel 5 dan tabel 7 memperlihatkan hasil nilai signifikan sebesar 0,4696 pada *total term debt ratio*. Pemanfaatan aset tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal dikarenakan pada penelitian ini yang menjadi objek penelitian adalah perusahaan pemerintah (BUMN) yang terdiri dari sektor-sektor yang berbeda sehingga data penjualan yang disajikan menyebar secara tidak merata.

H₁₁: Terdapat pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal

Tabel 7 menunjukkan adanya pengaruh positif secara signifikan kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal perusahaan. Pada *total term debt ratio* nilai signifikan sebesar 0,0160 dengan koefisien 0,345649. Kenaikan 1 kepemilikan saham pemerintah akan berdampak pada peningkatan struktur modal sebesar 0,345649. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Nguym dan Ramachandran (2006) dan Liang *et al* (2014) yang menemukan terdapat pengaruh positif secara signifikan kepemilikan saham pemerintah terhadap struktur modal.

Tabel 5
Hasil Estimasi untuk LTDR
Variabel Dependen :LTDR

Variabel Independen	Koefisien	Prob.
e-tax rate	0.009642	0.2446
Size	0.026363	0.0221
Liquidity	0.016873	0.0001
Flexibility	-0.264445	0.0006
Share Price		
Performance	-0.001674	0.7777
Structure Asset	0.356785	0.0000
Growth	-0.068700	0.0095
Risk	-0.000374	0.9228
ROA	0.079971	0.5384
AUR	-0.002728	0.9207
State Ownership	0.039061	0.7482
R-squared	0.491715	
Adjusted R-squared	0.420034	
F-statistic	6.859753	
Prob(F-statistic)	0.000000	

Tabel 7
Hasil Estimasi untuk TDR
Variabel Dependen : TDR

Variabel Independen	Koefisien	Prob.
e-tax rate	-0.000134	0.9865
Size	0.051220	0.0016
Liquidity	-0.007037	0.0863
Flexibility	-0.631650	0.0000
Share Price		
Performance	-0.007525	0.1898
Structure Asset	0.079046	0.2465
Growth	-0.004013	0.8737
Risk	0.004216	0.2528
ROA	-0.242960	0.0759
AUR	0.019727	0.4696
State Ownership	0.345649	0.0160
R-squared	0.991574	
Adjusted R-squared	0.988283	
F-statistic	301.2779	
Prob(F-statistic)	0.000000	

Tabel 6
Hasil Estimasi untuk STDR
Variabel Dependen : TDR

Variabel Independen	Koefisien	Prob.
e-tax rate	-0.007764	0.3716
Size	-0.014859	0.3862
Liquidity	-0.024070	0.0000
Flexibility	-0.265884	0.0093
Share Price		
Performance	-0.004479	0.4739
Structure Asset	-0.205453	0.0072
Growth	0.086243	0.0026
Risk	0.004113	0.3076
ROA	-0.332561	0.0275
AUR	0.004720	0.8742
State Ownership	0.154859	0.3153
R-squared	0.991765	
Adjusted R-squared	0.988548	
F-statistic	308.3101	
Prob(F-statistic)	0.000000	

Penutup

Kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil penelitian yang telah dilakukan melalui pengolahan data dan pengujian hipotesis adalah:

1. Variabel tarif pajak tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.
2. Variabel ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap struktur modal.
3. Variabel likuiditas berpengaruh secara positif signifikan terhadap *long term debt ratio* (LTDR) dan negatif signifikan terhadap *short term debt ratio* (STDR).
4. Variabel fleksibilitas keuangan berpengaruh secara negatif signifikan terhadap struktur modal.
5. Variabel kinerja saham tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.
6. Variabel struktur aktiva berpengaruh secara negatif signifikan terhadap struktur modal untuk *short term debt ratio* (STDR) dan berpengaruh secara positif signifikan terhadap *long term debt ratio* (LTDR).
7. Variabel tingkat pertumbuhan berpengaruh secara positif signifikan terhadap struktur modal untuk *short term debt ratio* (STDR) dan berpengaruh secara negatif signifikan terhadap *long term debt ratio* (LTDR).
8. Variabel risiko tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.

9. Variabel profitabilitas berpengaruh secara negatif signifikan terhadap struktur modal.
10. Variabel pemanfaatan aset tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.
11. Variabel kepemilikan pemerintah berpengaruh secara positif signifikan terhadap struktur modal.

Implikasi Manajerial

Bagi pihak manajemen perusahaan, hasil penelitian ini dapat menjadi bahan masukan dalam mengambil keputusan mengenai struktur modal perusahaan. Manajemen perusahaan harus menjaga agar tingkat hutang yang dimilikinya tidak terlalu tinggi. Untuk itu manajemen harus dapat memaksimalkan kinerja perusahaan untuk meningkatkan nilai saham, dan juga kemampuan manajemen dalam mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai agar mengurangi konsekuensi kekurangan modal. Perusahaan harus mempertahankan tingkat likuiditas dengan meningkatkan *current asset* perusahaan lebih besar dibanding *current debt*.

Bagi pihak investor, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan untuk melakukan pemilihan investasi pada perusahaan yang diharapkan mampu memberikan keuntungan maksimal. Perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang tidak terlalu tinggi akan memberikan keuntungan lebih bagi investor. Untuk itu investor dapat mempertimbangkan tingkat pertumbuhan yang dilihat dari penjualan perusahaan. Dan dapat menilai melalui nilai *current asset* dan laba ditahan (*retained earning*) yang dimiliki oleh perusahaan.

Daftar Pustaka

- Abdul Hakim. (2014). *Pengantar Ekonometrika dengan Aplikasi Eviews*. Edisi Pertama Cetakan Pertama. EKONOSIA. Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia.
- Abor, J. & Biekpe, N. (2009). How Do We Explain The Capital Structure of SMES in Sub-Saharan Africa? Evidence From Ghana. *Journal of Economic Studies*, Vol. 36 No. 1, 83-97.
- Alipour, M, Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of

Capital Structure: an Empirical Study of Firms in Iran. *International Journal of Law And Management*, Vol. 57 Lss 1, 53-83.

Amidu, M. (2007). Determinants of Capital Structure of Banks in Ghana: an Empirical Approach. *Baltic Journal of Management*, Vol. 2 Iss 1, 67 – 79.

Bambang Riyanto. (2011). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta. BPFE.

Brigham, E. F & Houston, J. F. H. (2011). *Fundamentals of Financial Management*. 13th Edition. Thomson South Western.

Chen , Jian, Jiang, Chunxia, & Lin, Yujia. (2014). What Determine Firms' Capital Structure in China? *Managerial Finance*, Vol. 40 Iss 10, 1024 – 1039.

Chen, Jian. & Strange, R. (2005). The Determinants of Capital Structure : Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change & Restructring*, 38: 11-35.

Eldomiaty, T. (2007). Determinants of Corporate Capital Structure: evidence From an Emerging Economy. *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 17 Nos 1/2, 25-43.

Farah Margaretha. (2014). Determinants of Debt Policy in Indonesia's Public Company. *Review of Integrative Business & Economics Research*, Vol. 3 (2), 10-16.

----- (2003). Tinjauan Persepsi Manajemen Terhadap Struktur Modal Perusahaan Go Public. *Media Riset Bisnis dan Manajemen*, Vol.3 No.1, 98-115.

----- (2011). *Manajemen Keuangan untuk Manajer NonKeuangan*. Jakarta. Erlangga.

Ferdiansya, Muhammad Syahril & Isnurhadi. (2013). *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal

- Manajemen dan Bisnis Sriwijaya, Vol. 11 No.2, 1.
- Gitman, L.J. & Zutter, C.J. (2015). *Principles of Managerial Finance Fourteenth Edition*. United States: Prentice Hall.
- Indra Saputra & Farah Margaretha. (2015). Determinasi Variabel Akuntansi Terhadap Penentuan Kebijakan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Magister Akuntansi Trisakti*, Vol 2, No. 1, 47-72.
- Karadeniz, E., Kandir, S.Y., Balcilar, M. & Onal, Y.B. (2009). Determinants of Capital Structure: evidence From Turkish Lodging Companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 21 No. 5, 594-609.
- Liang, Jian, Li, Liu Fang, & Song, Han-Suck. (2014). An Explanation of Capital Structure of China's Listed Property Firms. *Property Management*, Vol. 32 No. 1, 2014, 4-15.
- Nguyen, Tran Dinh Khoi & Ramachandran, Neelakantan. (2006). Capital Structure in Small And Medium-Sized Enterprises: The Case of Vietnam. *Asean Economic Bulletin*, Vol.23, 2, 192-211
- Ooi, J. (1999). The Determinants of Capital Structure: Evidence on UK Property Companies. *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 17 No. 5, 464-480.
- Sheikh, N.A. & Wang, Z. (2011). Determinants of Capital Structure an Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance*, Vol. 37 No. 2, 117-133.
- Sugiyono. (2013). *Statistika Untuk Penelitian*. Bandung: Alfa Beta.
- Sumani & Lia Rachmawati. (2012). Analisis Struktur Modal dan Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMAS*, Vol. 6 No.1: 30-41.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal Of Finance*, Vol. 43 No. 1, 1-19.
- Ukaegbu, B. & Oino, I. (2014). The Determinants of Capital Structure: A Comparison of Financial and Non-Financial Firms in A Regulated Developing Country – Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, Vol. 5 No. 3, 341-368.
- Uddin, N. (2015). Determinants of Corporate Capital Structure: A Theoretical Integration and Some Empirical Evidences. *International Journal of Economics And Finance*. Vol. 7, No. 7, 254-277.
- Viviani, Jean-Laurent. (2008). Capital Structure Determinants : an Empirical Study of French Companies in The Wine Industry. *International Journal of Wine Business Research*. Vol.20 No. 2: 171-194.
- Pandu Patriadi. 2004. Segi Hukum Bisnis dalam Kebijakan Privatisasi BUMN Melalui Penjualan Saham di Pasar Modal Indonesia. *Kajian Ekonomi dan Keuangan, Volume 8 Nomor 1, 32-75*.
- Rencana Strategis Kementerian Badan Usaha Milik Negara Tahun 2012-2014.
- Undang – Undang Nomor 19 Tahun 2003 Tentang Badan Usaha Milik Negara (Pasal 74-84)
- www.idx.co.id
- www.BUMN.go.id