

PENGARUH VARIABEL PROFITABILITAS, PERTUMBUHAN DAN DINAMIKA LINGKUNGAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Enni Savitri

Fakultas Ekonomi Universitas Riau

ABSTRACT

The research aimed at measuring and analyzing the influence of profitability, growth and environmental dynamic to the capital structure at the manufacturing sector at Indonesian Stock Exchange. The results are expected able to enrich knowledge in the financial management, especially capital structure. By using religiosity approach that suggest the debt should be responsible for the use by integrating the profitability variable, growth and environmental dynamic and the welfare of the companies owner and industries and give benefit for academics and practitioners especially go public companies in the Indonesian stock exchange.

The populations are manufacturing companies that listed since 2005 to 2009 that are 106 companies. The sampling method by using census or saturated sample. The research by using qualitative method and analysis method by path analysis.

The results stated that (1) profitability increase able to decrease the debt proportion in the capital structure (2) the growth increase unable to increase the debt proportion in the capital structure (3) the environmental dynamic increase decrease the debt proportion in the capital structure.

Keywords: environmental dynamic, profitability, growth and capital structure

1. PENDAHULUAN

Struktur modal adalah pilihan komposisi keuangan perusahaan antara hutang dan ekuitas dan merupakan suatu alat yang baik untuk menguji kemampuan perusahaan. Belum adanya informasi yang cukup tersedia dengan baik pada struktur keuangan perusahaan dan teori yang mapan sebagai petunjuk dalam menentukan struktur modal yang optimal (Haris & Raviv, 1991). Brigham dan Houston, mengemukakan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain: Stabilitas penjualan atau ukuran perusahaan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi kerja, dan lembaga penilai peringkat, keadaan pasar modal, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan.

Penelitian Deesomsak *et al* (2000), Chen (2000), Pandey (2001), Nagano (2003), Droberz & Wolfgang (2004), Delcoure (2006), dan Huang (2006). menyatakan profitabilitas dapat menaikkan struktur modal dan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan penelitian, Titman (1988), Jorgensen & Terra (1992), Ratnawati (2001), Zou & Xiou (2006), menyatakan bahwa profitabilitas dapat menurunkan struktur modal perusahaan dan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Dari sini tampak adanya ketidakkonsistenan hasil antara profitabilitas dengan struktur modal perusahaan pada beberapa penelitian terdahulu.

Selanjutnya Arvin (2000), dan Huang (2006), menyatakan pertumbuhan dapat menurunkan struktur modal perusahaan dan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan penelitian Chen (2000), Hung (2006), Pandey (2001), Ratnawati (2001), Droberz dan Wolfgang (2004) menunjukkan pertumbuhan dapat meningkatkan struktur modal perusahaan dan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang besar menunjukkan aset yang dimiliki perusahaan dan dapat menarik minat investor dan kreditor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Adanya ketidakkonsistenan hasil antara pertumbuhan dan struktur modal perusahaan.

Ketidakpastian lingkungan (dinamika lingkungan) dapat mempengaruhi struktur modal. Ini sesuai dengan teori kontingensi (*Contengency theory*), yang menyatakan bahwa keselarasan antara strategi dan lingkungan eksternal, menentukan kelangsungan hidup dan kinerja perusahaan (Child, 1997; Lee dan Miller, 1996; Lumpkin dan Dess, 1996; Luo, 1999, Yeoh dan Jeong, 1995). Pada Roy Simerly (2000) menyatakan adanya hubungan dinamika lingkungan terhadap kinerja perusahaan, belum banyak penelitian mengenai hubungan antara dinamika lingkungan dengan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia, sehingga penulis tertarik melakukan penelitian dengan memasukkan variabel dinamika lingkungan terhadap struktur modal perusahaan sektor manufaktur di Indonesia.

Dari uraian di atas penulis tertarik menguji kembali ketidakkonsistenan hasil antara variabel-variabel profitabilitas, pertumbuhan, dan memasukkan variabel dinamika lingkungan berupa ketidakpastian lingkungan industri perusahaan, yang dilihat dari penyimpangan penjualan yang tinggi. Dinamika lingkungan menjadi bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam menggunakan pendanaan hutang jangka panjang dengan memperhatikan keadaan perusahaan berada pada lingkungan yang stabil atau berada pada lingkungan dinamis sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan sektor manufaktur di Indonesia.

Dengan memperhatikan tiga hal penting dalam pengelolaan keuangan perusahaan yaitu kemampuan (kemampuan memperoleh laba), likuiditas (kemampuan membayar kewajiban jatuh tempo) dan solvabilitas (kemampuan membayar seluruh kewajiban perusahaan atau modal lebih besar daripada hutang), maka penulis tertarik untuk meneliti variabel profitabilitas, pertumbuhan, dan dinamika lingkungan dengan mengkaji dari laporan keuangan perusahaan. Dari penjelasan latar belakang di atas, rumusan masalah yang bisa dibuat dalam hal ini adalah apakah Profitabilitas, Pertumbuhan, dan Dinamika Lingkungan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2009?. Dari masalah yang sudah dirumuskan di atas, bisa dijelaskan bahwa tujuan dari penelitian ini adalah mengukur dan menganalisis pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan, dan Dinamika Lingkungan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2009.

2. LANDASAN TEORI

A. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan merupakan keputusan mengenai seberapa besar tingkat penggunaan utang dibandingkan dengan ekuitas dalam membiayai investasi perusahaan yang meliputi sumber dana jangka pendek dan sumber dana jangka panjang.

1. Sumber Dana Jangka Pendek

- a. Pendanaan spontan adalah sumber dana yang ikut berubah apabila aktivitas perusahaan berubah jumlahnya tergantung pada tingkat operasi perusahaan.
- b. Pendanaan yang memerlukan negosiasi adalah pendanaan yang mengharuskan pemisahan melakukan negosiasi untuk menambah atau mengurangi dana yang dipergunakan oleh perusahaan.

2. Sumber Dana Jangka Panjang

a. Hutang Jangka Panjang

Obligasi merupakan surat tanda hutang dan umumnya tidak dijamin dengan aktiva tertentu, karena itu kalau perusahaan bangkrut, pemegang obligasi akan diperlakukan sebagai kreditur umum.

Jenis pendanaan kredit investasi disediakan oleh perbankan dan masih banyak dimanfaatkan oleh kalangan pengusaha, yang menarik adalah bahwa suku bunga kredit investasi di Indonesia dinyatakan lebih rendah dari suku bunga kredit modal kerja.

Hipotik merupakan bentuk hutang jangka panjang dengan agunan aktiva tidak bergerak (tanah, bangunan), dalam peristiwa likuidasi kreditur akan dibayar terlebih dulu dari hasil penjualan aktiva tetap yang dipergunakan sebagai agunan.

b. Saham Preferen

Pemegang saham utama mempunyai hak setelah kreditur, tetapi sebelum pemegang saham biasa. Biasanya haknya adalah terbatas sebesar nilai nominal yang tercantum pada saham preferen tersebut. Penerbitan saham selain saham biasa dimungkinkan oleh UU No. 1 Tahun 1995 (pasal 46), meskipun tidak disebutkan istilah saham preferen.

c. Modal Sendiri

Sumber modal sendiri dapat berasal dari perusahaan maupun luar perusahaan. Sumber dari dalam (*internal financing*) berasal dari operasi (laba) yang ditahan, sedangkan sumber dari luar (*external financing*) dapat dalam bentuk saham biasa atau saham preferen atau hutang.

B. Struktur Modal

Pendekatan *Pecking Order Theory*

Pada pendekatan *Pecking order theory* ini, struktur modal yang optimal akan dilihat dari sudut pandang yang berbeda. Menurut Myers sebagai pencetus teori ini, tidak ada struktur modal yang optimal, yang ada hanya sumber dana internal dan eksternal saja. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan sendiri lebih disukai oleh manajer dibanding dengan dana eksternal yang berasal dari hutang.

Adapun pengertian *pecking order theory* itu sendiri bisa dijelaskan sebagai berikut (Brealey & Myers, 1996, p.500) :

- 1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari internal (*internal finance*), yaitu pendanaan dari hasil operasi perusahaan sendiri yang biayanya lebih murah dibandingkan dengan hutang.
- 2) Perusahaan berusaha untuk konsisten dengan target pembagian dividen (*dividend payout ratio*) untuk kepentingan investasi di masa yang akan datang. Perusahaan selalu menghindari adanya perubahan secara mendadak terhadap kebijakan dividen ini.
- 3) Dengan kebijakan dividen yang ketat atau konsisten, disertai dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang sulit di prediksi terlebih dahulu, mengakibatkan *cash flow* internal kadang-kadang terjadi kelebihan dan kadang-kadang terjadi kekurangan. Pada saat kelebihan *cash flow* internal, perusahaan cenderung menggunakan dana tersebut untuk membayar hutang atau menginvestasikan pada surat berharga. Sebaliknya jika terjadi kekurangan dana, perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual surat berharga yang dimiliki.

- 4) Jika dibutuhkan pendanaan dari luar perusahaan (*external financing*), perusahaan akan mencari sumber dana yang paling aman terlebih dahulu. Yaitu dimulai dari dengan hutang melalui obligasi, kemudian diikuti dengan sekuritas yang bersifat opsi seperti *convertible bond*, baru selanjutnya menerbitkan saham baru sebagai solusi terakhir.

Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Optimal (*Determinants of Optimal Capital Structure*)

Dengan memperhatikan tiga hal penting dalam pengelolaan keuangan perusahaan yaitu kemampulabaan (kemampuan memperoleh laba), likuiditas (kemampuan membayar kewajiban jatuh tempo) dan solvabilitas (kemampuan membayar seluruh kewajiban perusahaan atau modal lebih besar daripada hutang), maka penulis meneliti variabel profitabilitas, pertumbuhan, dan dinamika lingkungan dengan mengkaji dari laporan keuangan perusahaan. maka berikut ini diuraikan tentang variabel yang mempengaruhi struktur modal yang digunakan dalam penelitian ini.

1. Profitabilitas

The pecking order hypothesis (POT) menunjukkan adanya preferensi pendanaan pada sumber dana internal dengan pertimbangan *asymmetric information*. *Pecking order theory*, yang menyatakan bahwa urutan pendanaan dalam struktur modal adalah laba ditahan, hutang dan yang terakhir dari emisi saham. Berdasarkan *pecking order theory*, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Profitabilitas yang merupakan variabel yang digambarkan oleh *ROA (Return on Assets)* yaitu rasio yang menunjukkan hubungan antara tingkat keuntungan (*earning*) yang dihasilkan manajemen atas dana yang ditanam baik oleh pemegang saham maupun kreditor.

2. Pertumbuhan

Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan menunjukkan sampai seberapa jauh perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan potensial yang tinggi memiliki kecenderungan untuk menghasilkan arus kas yang tinggi sehingga memungkinkan perusahaan untuk memiliki biaya modal yang rendah. Oleh sebab itu, hutang memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat pertumbuhan sehingga semakin tinggi tingkat pertumbuhan, maka semakin rendah pula rasio hutang terhadap ekuitas, dengan asumsi variabel yang lain konstan.

Pertumbuhan dalam penelitian ini adalah variabel indikator *sales growth* (pertumbuhan penjualan), Pertumbuhan penjualan adalah variabel indikator yang menggambarkan kinerja penjualan perusahaan yang akan mempengaruhi struktur modal. Ukuran yang digunakan adalah dengan menghitung proporsi kenaikan atau penurunan penjualan dari tahun ke tahun.

3. Dinamika Lingkungan

Dalam konteks manajemen, terdapat dua macam lingkungan yaitu eksternal dan internal. Lingkungan eksternal merujuk kepada lingkungan luar perusahaan, misalnya pemerintah, kondisi perekonomian dan konsumen. Secara internal, lingkungan perusahaan adalah organisasi perusahaan itu sendiri beserta elemen-elemen di dalamnya.

Kerangka kerja konseptual untuk dimensi lingkungan bisnis telah dikembangkan dalam beberapa literatur manajemen strategik (Dess dan Beard, 1984), yang meliputi *environmental munificence*, *environmental dynamism*, dan *environmental complexity*.

Lingkungan lunak (*environmental munificence*), merupakan tingkat dukungan lingkungan bisnis terhadap pertumbuhan organisasi yang ada didalam atau tersedianya sumber daya-sumber daya eksternal yang krusial untuk pertumbuhan perusahaan (Venkatraman, 1989 dalam Ward *et al.*,1995). Munificence seringkali diukur melalui tiga skala konseptual, yaitu biaya melakukan produksi, ketersediaan tenaga kerja, dan tingkat persaingan.

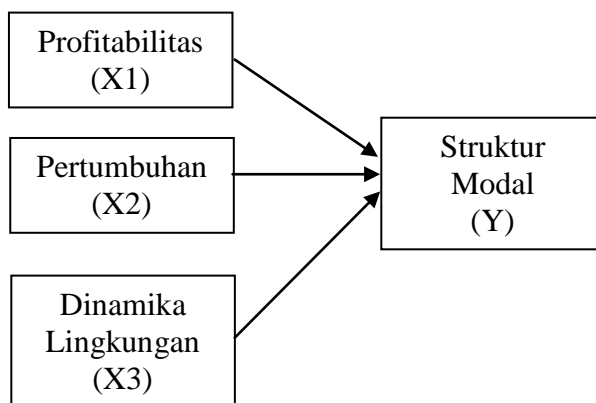
Kedinamisan lingkungan (*environmental dynamism*) mewakili kondisi perubahan lingkungan bisnis yang tidak dapat diprediksi (Dess dan Beard, 1984). Lingkungan yang dinamis dikarakteristikan sebagai lingkungan yang berubah cepat dan kontinyu dalam hal permintaan, pesaing, teknologi, dan peraturan seperti informasi yang tidak akurat, tidak tersedia dan ketinggalan jaman. Kedinamisan lingkungan mengukur tingkat produk dan jasa dalam proses dan tingkat perubahan selera serta preferensi konsumen.

Kompleksitas lingkungan (*environmental complexity*) mewakili heterogenitas lingkungan bisnis dalam aktivitas organisasi (Bourgeois, 1985). Menurutnya, kompleksitas lingkungan merupakan fokus yang lebih relevan untuk strategi level korporat dibandingkan level analisis unit bisnis. Penyebab ketidakpastian dari turbulansi lingkungan bisnis ini berkaitan dengan kebutuhan, selera konsumen, peningkatan kompetisi, perubahan teknologi, dan isu sosial ekonomi (Braglia dan Petroni, 2000 dalam Muafi, 2008)

C. Kerangka Konsep Penelitian

Fokus utama dalam penelitian ini adalah menekankan pada keputusan pendanaan (*financing decision*), yaitu bagaimana menentukan komposisi / campuran antara modal saham dan pinjaman. Keputusan pendanaan penting. Oleh karena itu, perusahaan harus mampu menentukan tingkat struktur modal yang optimal.

Gambar 1
Kerangka Konsep Penelitian



D. Hipotesis Penelitian

Perusahaan dengan laba yang besar dapat menggunakannya sebagai sumber dana dari dalam perusahaan sebelum mengambil dana dari hutang (dari luar). Perusahaan yang berhasil mengelola asetnya akan memperoleh laba besar dan tidak memerlukan sumber dana dari luar.

Perusahaan akan menggunakan akumulasi dari keuntungannya sesuai dengan *pecking order theory* dari Myers dan didukung oleh penelitian Chen (2000), Titman (1988), Deesomsak *et al* (2004), Pandey (2001), Delcoure (2006), Huang (2006), Nagano (2003), Ratnawati (2001), Droberz (2004), Zou & Xiou (2006). Dengan demikian, atas dasar uraian di atas dapat dirumuskan hipotesis:

H1.1: Peningkatan profitabilitas akan mampu menurunkan proporsi hutang dalam struktur modal.

Pertumbuhan dapat dilihat dari perkembangan nilai aktiva. Terdapat biaya agensi lebih tinggi pada perusahaan manufaktur yang mengalami pertumbuhan jika menarik hutang. Perusahaan yang tumbuh dapat secara maksimal mengelola asetnya sehingga keuntungan yang diperoleh lebih besar dan perusahaan lebih fleksibel dalam memilih investasi. Model *Signalling* memprediksikan bahwa perusahaan-perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang cerah akan menggunakan hampir semua hutang untuk membiayai investasinya akan menarik minat investor untuk berinvestasi. Hubungan positif peluang pertumbuhan dengan hutang ditemukan pada penelitian Chen (2000), Hung (2005), Pandey (2001), Titman & Wessel (1988), Ratnawati (2001), dan Droberz (2004).

Sementara itu, Arvin (2000), dan Huang (2006) lebih jauh berpendapat bahwa hutang berhubungan negatif dengan peluang pertumbuhan hanya untuk perusahaan-perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tidak diakui oleh pasar modal. Dengan demikian, atas dasar uraian di atas dapat dirumuskan hipotesis:

H.1.2:Membaiknya Pertumbuhan akan mampu menaikkan proporsi hutang dalam struktur modal.

Kedinamisan lingkungan adalah tingkat ketidakstabilan dari perubahan lingkungan. Dinamisme lingkungan adalah Dinamika lingkungan adalah ketidakpastian lingkungan industri, lingkungan industri yang semakin dinamis maka ketidakpastian akan tinggi dan dapat meningkatkan risiko perusahaan.

Telah banyak studi empiris yang menyatakan bahwa ketidakpastian lingkungan dihubungkan dengan kedinamisan lingkungan. Organisasi harus dapat mempertemukan dan menyesuaikan antara permintaan dari lingkungan kompetitif dan sistem yang ada didalam perusahaan itu sendiri agar berkembang dan meraih kesuksesan. Lingkungan eksternal dipandang sebagai kondisi dinamis yang menciptakan kesempatan (*opportunity*) dan ancaman (*threat*). Namun tidak dapat dikendalikan dan sulit untuk diramalkan perubahannya (*unpredictable*) berpengaruh kepada tindakan organisasi dan pengambilan keputusan serta menentukan tingkat keberhasilan perusahaan. Pendapat ini mendapat dukungan dari beberapa pakar dan peneliti seperti Simerly (2000). Dengan demikian, atas dasar uraian di atas dapat dirumuskan hipotesis:

H1.3: Peningkatan dinamika lingkungan, akan menurunkan proporsi hutang dalam struktur modal.

E. Definisi Operasional Variabel Penelitian

1. Profitabilitas (X_1),

Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dan efisiensi dalam menggunakan aset yang dimilikinya, seperti dikemukakan oleh Chen (2004), Perusahaan yang menghasilkan laba besar akan mudah memenuhi kebutuhan dananya dan mengurangi penggunaan hutang yang selanjutnya akan menurunkan tingkat struktur modal perusahaan. Variabel ini diukur dari tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham. Rasio ini menunjukkan besarnya keuntungan yang diperoleh perusahaan atas aktiva, dengan rasio sebagai berikut:

$$\text{Profitabilitas} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Asset}}$$

Sumber: Titman (1988)

2. Pertumbuhan (X_2),

Pertumbuhan perusahaan dapat dilihat dari perkembangan nilai aktiva (Titman, 1998, Bathala, 1994), yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan dapat dilihat dari perkembangan nilai aktiva. Produktivitas perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor). Hal ini sesuai dengan yang diuraikan oleh (Huang, 2005), dimana pertumbuhan perusahaan yang tinggi, dapat dilihat dari kemampuan untuk memperoleh laba dan dapat mengelola seluruh sumber yang ada dalam perusahaan. Oleh karena itu, pertumbuhan yang tinggi dapat mengurangi hutang. Rasio ini menggambarkan kenaikan atau penurunan (pertumbuhan) penjualan setiap tahun, yang dihitung dengan rasio sebagai berikut:

$$\text{Pertumbuhan} = \frac{\text{Penjualan}_t - \text{Penjualan}_{t-1}}{\text{Penjualan}_{t-1}}$$

Sumber: Titman (1988)

3. Dinamika Lingkungan (X_3),

Kedinamisan lingkungan adalah tingkat ketidakstabilan dari perubahan lingkungan (Child, 1972: Des & Beard, 1984). Dinamika lingkungan adalah ketidakpastian lingkungan industri, lingkungan industri yang semakin dinamis maka ketidakpastian akan tinggi dan dapat meningkatkan risiko perusahaan.

Ketidakpastian lingkungan akan dihubungkan dengan kedinamisan lingkungan (Duncan, 1972: Miliken, 1987: Tung, 1979). Untuk semua bagian yang terlibat (top manajer, manajer, pemegang saham, debitor dan lain-lain) selama kedinamisan lingkungan meningkat, mengakibatkan bagian-bagian yang terlibat tidak mampu mengakses informasi yang akurat terhadap lingkungan masa sekarang dan lingkungan masa depan.

Keats & Hitt (1988) menyatakan bahwa ada hubungan yang kuat antara ketidakpastian (dinamika) dari pengukuran penjualan dan pendapatan operasi perusahaan dari laporan keuangan tahunan perusahaan. Penelitian tersebut memberikan bukti-bukti empiris yang menjadi dasar penggunaan perbedaan pendapatan sebagai indikator kunci untuk menilai kedinamisan lingkungan (Boyd, 1995). Dinamika lingkungan dapat diukur sebagai berikut:

$$\text{Dinamika Lingkungan} = \sqrt{\frac{\sum (X_i - \bar{X})^2}{n-1}},$$

X_i = Penjualan harian

\bar{X} = Rata-rata penjualan

Sumber: Simerly and Li, 2000.

4. Struktur modal (Y_1)

Variabel ini merupakan variabel laten yang menggambarkan proporsi penggunaan hutang di dalam perusahaan. Struktur modal bisa diukur melalui indikator dengan rasio sebagai berikut:

$$\text{Struktur Modal} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total ekuitas}}$$

Sumber: Bathala (1994), Hung (2002)

3. METODE PENELITIAN

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif (positivis). Pohon ilmu penelitian adalah manajemen keuangan yang berkaitan dengan struktur modal. Secara khusus menganalisis variabel anteseden struktur modal di Bursa Efek Indonesia. Sesuai tujuan penelitian untuk mengukur dan menganalisis pengaruh profitabilitas, pertumbuhan, dan dinamika lingkungan terhadap struktur modal maka jenis penelitian ini termasuk penelitian eksplanatori. Ada tidaknya pengaruh dapat diketahui melalui pengujian hipotesis yang hasilnya dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan tersebut.

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur yang memenuhi kriteria :

1. Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), secara terus menerus selama 5 tahun (2005-2009) artinya perusahaan tidak pernah mengalami delisting dalam periode penelitian.
2. Mempunyai laporan keuangan yang lengkap pada selama periode penelitian.

Dari 140 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), sebanyak 106 perusahaan yang memenuhi syarat sebagai anggota populasi penelitian

Seluruh anggota populasi (106 perusahaan) digunakan dalam penelitian ini (sensus). Data yang diambil adalah data panel yang menggabungkan data runtu waktu (*Times Series*) selama 5 tahun dan data cross section dari 106 perusahaan, sehingga banyaknya data penelitian adalah 530 pengamatan (106 perusahaan x 5 thn). Selanjutnya dari 530 data dilakukan *screening* dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan aktif dalam perdagangan selama periode penelitian (2005-2009).
2. Perusahaan tidak mempunyai ekuitas negatif.

Perusahaan tidak mempunyai data outlier dengan standar deviasi > 3 .

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia berupa laporan keuangan.

Metode analisis data yang digunakan adalah *path analysis*, dengan pertimbangan:

1. Model bersifat struktural, dimana Y_1 sebagai variabel endogen yang juga merupakan variabel intervening.
2. Model struktural bersifat rekursif.

Hubungan antar variabel adalah linier, aditif dan bersifat normal (Solimun, 2002)

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Analisis Data Variabel

Hasil analisis deskriptif selama lima tahun untuk seluruh variabel penelitian secara lengkap dapat dilihat pada Tabel 1 sebagai berikut :

Tabel 1 : Rata-rata Variabel Penelitian (2005-2009) Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia

Variabel	2005	2006	2007	2008	2009	Rata-rata 5 Tahun
Profitabilitas	0,050	0,036	0,048	0,056	0,074	0,053
Peluang Pertumbuhan	0,159	0,091	0,210	0,288	-0,148	0,147
Dinamika Lingkungan	0,17235	0,17103	0,16969	0,17044	0,17000	0,17071
Struktur Modal	0,466	0,571	0,594	0,499	0,442	0,514

Sumber: Olahan Data

B. Hasil Analisis Jalur

Beberapa asumsi yang melandasi Analisis jalur adalah: (a) hubungan antar variabel adalah linier dan aditif, (b) hanya model rekursif dapat dipertimbangkan, yaitu hanya sistem aliran kausal ke satu arah, (c) variabel endogen minimal dalam skala ukur interval, (d) observed variabel diukur tanpa kesalahan (instrumen pengukuran valid dan reliabel) dan (f) model yang dianalisis dispesifikasikan (diidentifikasi) dengan benar berdasarkan teori-teori dan konsep-konsep yang relevan.

Tabel 2 : Hasil Pengujian Asumsi Linieritas

Variabel Mempengaruhi	Variabel Dipengaruhi	Hasil Pengujian ($\alpha = 0,05$)	Keputusan
Probabilitas (X_1)	Struktur Modal (Y_1)	Model linier signifikan	Linier
Pertumbuhan (X_2)	Struktur Modal (Y_1)	Semua model tidak signifikan	Linier
Dinamika Lingkungan (X_3)	Struktur Modal (Y_1)	Semua model tidak signifikan	Linier

Sumber : Olahan Data

Tabel 2 menunjukkan bahwa semua bentuk hubungan antar variabel di dalam model struktural adalah linier. Dengan demikian asumsi linieritas pada Analisis Jalur terpenuhi. Asumsi model rekursif sudah terpenuhi; hal ini dapat di perhatikan pada Bab Kerangka Konseptual Penelitian, dan sekaligus asumsi model dispesifikasikan dengan benar sudah terpenuhi. Asumsi variabel endogen dalam skala ukur interval sudah terpenuhi, hal ini didasarkan pada bahwa input data analisis jalur adalah berupa ratio keuangan. Asumsi instrumen penelitian valid dan *reliable* sudah terpenuhi, mengingat data penelitian berupa data sekunder yang diperoleh dari sumber yang dapat dipercaya. Pengujian hipotesis dilakukan dengan regresi berganda menggunakan software SPSS:

Tabel 3 : Koefisien Pengaruh Langsung dan Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel Mempengaruhi	Variabel Dipengaruhi	Koefisien Jalur <i>Standardize</i>	P	Keterangan
Profitabilitas (X_1)	Struktur Modal (Y_1)	-0,369	0,000	Signifikan**
Pertumbuhan (X_2)	Struktur Modal (Y_1)	-0,006	0,898	Tidak Signifikan
Dinamika Lingkungan (X_3)	Struktur Modal (Y_1)	-0,088	0,068	Signifikan*

Keterangan: ** = signifikan pada alpha 5 %

* = signifikan pada alpha 10 %

Sumber : Olahan Data

Hipotesis $H_{1.1}$ menyatakan bahwa peningkatan profitabilitas akan mampu menurunkan struktur modal. Analisis jalur menghasilkan koefisien jalur *standardize* sebesar -0,369 dengan $p = 0,000$, dengan demikian pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal dikatakan signifikan. Oleh karena itu, hipotesis penelitian yang menyebutkan bahwa peningkatan profitabilitas akan mampu menurunkan struktur modal perusahaan adalah diterima. Artinya peningkatan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, yang dalam hal ini peningkatan profitabilitas dapat menurunkan struktur modal.

Hipotesis $H_{1.2}$ menyatakan bahwa membaiknya pertumbuhan akan mampu memperbaiki struktur modal. Analisis jalur menghasilkan koefisien jalur *standardize* sebesar -0,006 dengan $p = 0,898$, dengan demikian pengaruh pertumbuhan terhadap struktur modal dikatakan tidak signifikan. Oleh karena itu, hipotesis penelitian yang menyebutkan bahwa peningkatan pertumbuhan akan mampu memperbaiki struktur modal perusahaan adalah ditolak. Peningkatan pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, yang berarti peningkatan pertumbuhan tidak dapat memperbaiki struktur modal.

Hipotesis $H_{1.3}$ menyatakan bahwa peningkatan dinamika lingkungan akan menurunkan struktur modal. Analisis jalur menghasilkan koefisien jalur *standardize* sebesar -0,088 dengan $p = 0,068$, dengan demikian pengaruh dinamika lingkungan terhadap struktur modal dikatakan signifikan. Oleh karena itu, hipotesis penelitian yang menyebutkan bahwa peningkatan dinamika lingkungan akan menurunkan struktur modal dapat diterima.

5. PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

A. Pengaruh Profitabilitas terhadap struktur modal

Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang menjelaskan Peningkatan profitabilitas akan mampu menurunkan proporsi hutang dalam struktur modal.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa meningkatnya profitabilitas akan meningkatkan saldo laba. Tersedianya dana intern yang semakin meningkat akan menurunkan minat perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang, sehingga hutang menurun. Temuan dalam penelitian ini mendukung *pecking order theory*, (Myers, 1984), dimana dalam melakukan kebijakan pendanaan perusahaan berdasarkan pada penggunaan laba ditahan sebagai urutan pertama, kemudian kedua adalah penggunaan pinjaman atau hutang dan urutan terakhir adalah melalui emisi saham baru. Teori ini mengimplikasikan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang lebih tinggi memiliki kebutuhan akses yang lebih rendah terhadap pasar kredit karena perusahaan cenderung untuk menggunakan komponen dana internalnya (saldo laba).

B. Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Struktur Modal

Variabel pertumbuhan mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang memprediksikan membaiknya pertumbuhan akan mampu menaikkan proporsi hutang dalam struktur modal. Pada dasarnya pertumbuhan perusahaan mencerminkan produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor). Brigham & Houston (2001) menyatakan bahwa jika hal-hal lain tetap sama (*ceteris paribus*), perusahaan yang tumbuh dengan pesat akan lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Karena biaya penerbitan saham biasa lebih mahal daripada penerbitan surat hutang, maka perusahaan dalam pemenuhan modal eksternalnya lebih banyak menggunakan hutang daripada ekuitas. Tetapi dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi perusahaan akan mengurangi pendanaan yang berasal dari hutang.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan tidak berpengaruh dalam menentukan penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan. Pertumbuhan perusahaan pada tahun 2004-2009, di Indonesia masih terdapat kapasitas yang menganggur (*idle capacity*), sehingga pertumbuhan penjualan hanya memerlukan tambahan modal kerja dan tidak memerlukan *capital expenditure* sehingga tidak menambah secara signifikan struktur modal.

Pertumbuhan perusahaan yang diindikatori oleh pertumbuhan penjualan pada periode penelitian dimana pada periode 2004-2009 telah terjadi penurunan pertumbuhan penjualan (Tabel 5.3), karena adanya permasalahan yang dihadapi oleh sektor manufaktur baik permasalahan yang ada dalam sektor itu sendiri (masalah internal) permasalahan yang berada di luar sektor industri (masalah eksternal) dan pengaruh krisis ekonomi global. Dengan memperhatikan keadaan tersebut tampak bahwa pertumbuhan perusahaan pada perusahaan manufaktur tidak berpengaruh terhadap hutang perusahaan dalam struktur modal.

Permasalahan yang ada di sektor manufaktur berasal dari internal, eksternal perusahaan dan krisis ekonomi global akan diuraikan sebagai berikut; Pertama, masalah internal industri antara lain meliputi (1) belum kokohnya struktur industri yang tercermin dari masih lemahnya keterkaitan antara industri hulu dan industri hilir; antara industri kecil, menengah, dan besar, (2) keterbatasan industri dasar yang menjadi pemasok bahan baku dan bahan penolong industri yang menyebabkan tingginya ketergantungan impor, (3) keterbatasan produksi barang setengah jadi dan komponen, (4) keterbatasan populasi industri berteknologi tinggi, (5) belum optimalnya kapasitas produksi, (6) keterbatasan penguasaan pasar domestik (khususnya akibat penyelundupan), (7) ketergantungan ekspor pada beberapa komoditi dan beberapa negara tujuan dan (8) belum kuatnya peranan industri kecil dan menengah.

Kedua, masalah eksternal industri antara lain mencakupi (1) ketersediaan dan kualitas infrastruktur (jaringan jalan, pelabuhan, kereta api, listrik, pasokan gas) yang belum memadai, (2) masih banyaknya barang impor ilegal yang beredar di pasar domestik, (3) hubungan industrial dalam perburuhan yang belum terbangun dengan baik, (4) masalah kepastian hukum, (5) suku bunga perbankan yang masih tinggi. Disamping masalah internal dan eksternal di atas, sektor industri juga mengalami penurunan permintaan dari pasar global akibat krisis ekonomi global yang dimulai pada tahun 2008 yang lalu. Masalah faktor global antara lain adalah (1) diperkirakan ekonomi Asia sebagai penggerak, tetapi pertumbuhannya diperkirakan masih relatif rendah, (2) diperkirakan harga komoditi dunia termasuk minyak mentah belum stabil dan (3) diperkirakan sektor keuangan dan bursa saham global mulai membaik, tetapi masih belum pulih (Deperin, Desember 2008).

C. Pengaruh Dinamika Lingkungan Terhadap Struktur Modal

Variabel dinamika lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang memprediksikan peningkatan dinamika lingkungan akan menurunkan proporsi hutang dalam struktur modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur berada pada lingkungan dinamis, yang diproyeksikan dengan penyimpangan penjualan. Lingkungan industri yang semakin dinamis akan memunculkan ketidakpastian tinggi dan dapat meningkatkan risiko perusahaan. Temuan penelitian ini menandakan peningkatan dinamika lingkungan yang tercermin dari tingginya ketidakpastiannya dan intensitas persaingan mampu menurunkan hutang jangka panjang perusahaan. Dengan menurunkan hutang jangka panjang perusahaan akan mampu menaikkan ekuitas perusahaan, sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan pendanaan yang berasal dari hutang.

Ada tiga faktor produksi yang harus diperhatikan oleh perusahaan manufaktur. Pertama Ketersediaan bahan baku (*raw material*). Bahan baku sangat penting untuk kelancaran proses produksi. Pengelolaan bahan baku yang tepat berguna untuk pengurangan jumlah biaya produksi. Salah satu contohnya adalah *Just In Time (JIT)*, yaitu bahan baku ada ketika diperlukan untuk proses produksi, sehingga persediaan bahan baku terhindar dari kerusakan, pencurian dan kehabisan bahan baku. Kedua adalah tenaga kerja (*direct labor*). Satu-satunya cara untuk menciptakan proses yang mengalir secara kontinyu adalah dengan menjaga stabilitas beban kerja. Permintaan yang naik dan turun secara drastis akan memaksa perusahaan menjadi reaktif. Banyak perusahaan yakin bahwa ketidakstabilan beban kerja merupakan hal alami yang akan terjadi akibat lingkungan yang tidak stabil. Salah satu cara untuk mengatasinya adalah peningkatan dan penurunan diatasi dengan tenaga kerja yang fleksibel yang diambil dari perusahaan kontraktor dan pemasok. Ketiga adalah *overhead* (selain bahan baku dan tenaga kerja langsung).

Pada lingkungan yang dinamis berusaha harus bisa menyesuaikan lingkungan industri perusahaan dengan sistem-sistem yang ada dalam perusahaan. Menerapkan perusahaan yang ramping (*lean manufacturing*). *Lean manufacturing* yaitu sebagai suatu proses yang terdiri dari lima langkah yaitu, yaitu mendefinisi nilai (*value*) bagi pelanggan, menetapkan *value stream*, membuat sistem tarik yang digerakkan oleh pelanggan dan berusaha keras untuk mencapai yang terbaik. *Lean Manufacturing* sendiri juga harus fokus terhadap proses yang ada. Adapun cara dilakukan dengan menghilangkan pemborosan waktu dan sumber daya, membangun kualitas ke dalam sistem tempat kerja, menemukan alternatif yang murah tetapi handal untuk mengganti teknologi baru yang mahal, menyempurnakan proses bisnis dan membangun budaya belajar untuk peningkatan kesinambungan (*continuous improvement*)

Perusahaan harus bisa bertahan dan dapat beradaptasi dalam menghadapi persaingan yang ketat, beradaptasi terhadap perkembangan teknologi. Perusahaan harus bekerja keras, dalam menyesuaikan dengan lingkungan, melakukan terobosan-terobosan baru. Perusahaan harus cermat dalam menggunakan struktur modalnya (menggunakan hutang) dalam kebijakan keuangan, karena berisiko tidak terbayarnya hutang dan dapat menimbulkan kebangkrutan (*financial distress*). Oleh karena itu dinamika lingkungan mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

6. KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Pada perusahaan manufaktur, meningkatnya laba perusahaan mendorong perusahaan lebih mengutamakan pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan, ukuran perusahaan yang besar merupakan akses bagi perusahaan untuk mendapatkan kepercayaan investor menanamkan modalnya di perusahaan, dan mudah memperoleh pembiayaan yang berasal dari hutang jangka panjang, biaya penjualan untuk membuat perusahaan unik dan adanya dinamika lingkungan industri berupa penyimpangan penjualan mengakibatkan adanya ketidakpastian yang tinggi yang akibatnya perusahaan mengurangi pendanaan yang berasal dari hutang jangka panjang.

B. Saran

1. Perusahaan dalam menerapkan struktur modal perlu mempertimbangkan variabel-variabel profitabilitas, pertumbuhan dan dinamika lingkungan dalam menentukan struktur modal.
2. Penelitian berikutnya sebaiknya memasukkan variabel makro ekonomi seperti inflasi dan kurs sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan struktur modal
3. Penelitian ini lebih dikembangkan lagi untuk sektor-sektor lainnya yang mempunyai karakteristik yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Allen, D.E. 1993. The Pecking Order Hypothesis: Australian Evidence. *Applied Financial Economics*, Spring, pp. 26-35.
- Anand, G. & Ward, P.T., 2004, Fit, Flexibility and Performance Manufacturing Coping with Dynamic Environment, *Production and Information Management*, Vol.13, no.4, pp.369-385.
- Barclay Michael J, Leslie M. Marx, Clifford W. Smith, Jr., 2001, *The Joint Determinants of Leverage and Maturity*.
- Bathala, C.K.Moon, And R. Rao, 1994. Managerial Ownership, Debt Policy And The Impact Of Institutional Holding : An Agency Theory Perspective *Financial Management* 23 (Autum).38-50
- Bennett, M. and Gan Donnelly, R. 1993. The Determinants of Capital Structure: Come UK Evidence. *British Accounting Review*, 25, pp. 43-59.
- Brealey, R. A & S.C. Myers. 1996. *Principles of Corporate Finance*, Fifth Edition, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publisher.
- Bursa Efek Indonesia. Panduan Indeks Harga Saham di Bursa Efek Indonesia. Divisi riset dan Pengembangan.
- Chen, C.R and Steiner T. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts; A Non Linear Simultaneous Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The financial Review*, 34, pp. 119-136.
- Clark, T., Varadarajan P.R., and Pride, W.M., 1994, Environmental Management: The Construct and Research Proposition, *Journal of Business Research*, Vol. 29, pp.143.
- Damodaran, Aswath, 2001, *Corporate Finance: Theory and Practise*, Second Edition, USA, John Wiley & Sons.
- Deemsomsak. Rataporn. Krishna Paudyal and Gioia Prescetto. 2004. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the asia Pasific Region. *Journal Of Multinational Financial Management*, 14 .
- Delcoure, Natalya. 2006. The Determinants Of Capital Structure In Transitional Economies. *International Review Of Economic And Finance*. Article In Press
- Donaldson, G. 1961. Corporate Debt Capacity: a Study of Corporate Debt Policy and The Determination of Corporate Debt Capacity, Boston. *Division of Research*, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Elston, Julie Ann, Rondi Laura. 2004. Shareholder Protect capital: Empirical Evidence From German and Publication. University of Central Florida, Orlando FL.
- Ferry and Jones, 1979, Determinant of Financial Structure a New Methodological Approach, *Journal of Finance*, 44, 19-40.
- Frank and Goyal, 2003, Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Finance Economics* 67, 271-248.

- Gay B Hatfield, Louis T.W.Cheng and Wallace N Davidson. The Determinant of Optimal Capital structure: The Effect of Firm And Industry Debt Ratios On Market Value.
- Gill, J., and Green J.P. 1993. Dividend Policy and its Relationship to Investment and Financing Policies: UK Empirical Evidence. *Working Paper* (University of Ulster).
- Ghosh. Arvin. Cai. Francis and Wenhui Li. 2000. The determinants Of Capital Structure. *American Business Review*. 18
- Hatfield, Galt B., Louis T.W. Cheng dan Wallace N. Davidson. 1994. The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Volume 7 Number 3.
- Homaifar G, Zietz J and Benkato. 1994. An Empirical Model of Capital Structure: Come New Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, pp. 1-44.
- Huang, Jing-Zhi, Nengjiu Ju and Hui Ou-Yang. 2003. A Model of Optimal, Capital Structure with Stochastic Interest Rate. *NYU Stern Department of Finance Working Paper Series*, February 17, 2003.
- Hull, Robert M. 1999. Leverage Ratios, Industry Norms, and Stock Price Reaction: An Empirical Investigation of Stock-for- Debt Transactions. *Financial Management*, Vol. 28, No. 2, Summer 1999, pp. 32-45.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. Theory of the Finn: Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Finance Economics* 3, pp. 305-360.
- Jorgensen Jan.J.and Terra Paulo R,S.,2003, Determinant Capital Structure In Latin America: The Role of Firm-Specific and Macro Economic Factors, *Working paper*.
- Kao, Lanfeng, Jeng-Ren Chiou, Anlin Chen. 2002. The Agency Problems, Firm Performance and Monitoring Mechanisms: The Evidence from Collateralized Shares in Taiwan, Department of Finance. National Kaohsiung First University of Science and Technology, Kaohsiung, Taiwan, November 2002.
- Keats, Barbara W. & Hitt, Michael A., 1988, A Causal Model of Linkages Among Environmental dimensions, Macro-Organizational characteristics, and performance, *Academy of management Journal*, 31 : 570-596.
- Keown. AJ., Scott Du, Martin JD, Petty, 1996. *Basic Financial Management*. Seven Edition. Prentice Hall International Inc. United states of America.
- Miller, H. Merton, 1977, Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, Volume XXXII, No.2.
- Modigliani, F., Miller, M.H. 1958. The Cost Of Capital, Corporate finance and the Theory of Investement. *The American Economics review*, Vol. XIVIII. No. 3, pp. 261-297.
- Muafi, 2008, Model Integrasi, Konfigurasi dan Kontingensi – Strategi kinerja (studi di PT. Semen Gresik, tbk., PT. Semen Padang dan PT. Semen Tonasa, Disertasi yang tidak dipublikasikan, PPS UB. Malang.

- Myers, S.C. and Majluf N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firms have information Investors Do not Have. *Journal of finance Economics* 13, pp. 187-221.
- Nagano Namoru. 2003. Determinants of Corporate Capital Structure In East Asia-Are There Differences From The Industrilized Countries? *Finance Working Paper Series* WIF=04-002
- Pandey.I.M.2001. Capiral Structure And The Firm Characteristics: Evidense From An Emerging Market Working Paper. IndianInstitute Of Management Ahmedabad, India
- Rajan R G and Zingales L, 1995. What do we know about a capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Ross A Sthephen, Westerfield W Randolph, Jeffe Jeffrey, 1999, *Corporate Finance*, Fifth Edition, By McGraw-Hill.
- Salim Ubud, 2011, *Manajemen Keuangan Strategik*, Edisi Pertama, Universitas Beawijaya Press, Malang.
- Simerly Roy, Ming Fang.2000. Environmental Dynamism, Capital Structure, Structure And Performance: A Theoretical Integration And An Empirical Test, *Strategic Management Journal*, 2000
- Stutz, R., Hyun Han Shin. 1997. Are Internal Capital Markets Efficient?, The Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics WPS # 97-4, *Social Science Research Network Electronic Library*, Date Posted September 22, 1997.
- Solimun, 2002. Structural Equation Modelling Lisrel dan Amos. Fakultas MIPA Universitas Brawijaya. Malang.
- Tien Pao, Hsiao, Bohdan Pikas, & Tenpao Lee. 2003. The Determinants of Capital Structure Choice using Linier Modis: High Technology Vs. Traditional Corporations. *Journal of Academy of Business and Economics*, January 2003.
- Titman, Sheridan and Robert Wessel. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. Vol 42, pp 1-19.
- Van Home, James. 1998. *Financial Management and Policy*. Eleventh Edition. Prentice Hall International, Inc, New Jersey.
- Venkatraman, N. 1990. Performance Implication of Strategic Coalignment: A Methodological Perspective, *Journal of Management Studies*, 27, pp19-41.
- Ward, Peter T.,Dubay, Rebecca, G., Keong Leong, and Chee-Chuong Sum, 1995, Business Environment, Operation Strategy ang Performance: An Empirical Study of Singapore Manufactures, *Journal of Operation Management*, Vol.13. pp.99-115.
- Zimmermann, Beiner, Stefan, Robert Wolfgang, Scmid M. Markus. 2004, Intergrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation Evidence Switzerland, *Finance Working Paper* no.34 / 2004. www.alqi.org/wp.
- Zou, Hong and Jason Zezhong Xiao, 2006, The Financing Behavior of Listed Chinese Firm, *The British Accounting Review*, 38, p.239-258.