

# FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR GO PUBLIC DI BURSA EFEK JAKARTA

**Yuke Prabansari**

*Alumni Magister Manajemen Universitas Islam Indonesia*

**Hadri Kusuma**

*Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia*

## Abstrak

*Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah ukuran perusahaan, resiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas dan struktur kepemilikan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Dari pengujian terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Jakarta disimpulkan bahwa ukuran perusahaan, pertumbuhan aktiva, profitabilitas dan struktur kepemilikan berpengaruh positif sementara resiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan secara signifikan.*

**Kata Kunci:** *Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, Pertumbuhan Aktiva, Profitabilitas dan Struktur Kepemilikan*

## PENDAHULUAN

Salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer (keuangan) dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal, yaitu suatu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi utang, saham preferen dan saham biasa yang harus digunakan oleh perusahaan. Manajer harus mampu menghimpun dana baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun luar perusahaan secara efisien, dalam arti keputusan pendanaan tersebut merupakan keputusan pendanaan yang mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Biaya modal yang timbul dari keputusan pendanaan tersebut merupakan konsekuensi yang secara langsung timbul dari keputusan yang dilakukan manajer. Ketika manajer menggunakan hutang, jelas biaya modal yang timbul sebesar biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur; sedangkan jika manajer

menggunakan dana internal atau dana sendiri akan timbul *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan.

Keputusan struktur modal secara langsung juga berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan (Brigham dan Houston, 2001; 17). Keputusan struktur modal yang diambil oleh manajer tersebut tidak saja berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan, tetapi juga berpengaruh terhadap risiko keuangan yang dihadapi perusahaan. Risiko keuangan tersebut meliputi kemungkinan ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya dan kemungkinan tidak tercapainya laba yang ditargetkan pe-

rusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, tampak bahwa keputusan struktur modal merupakan keputusan yang sangat penting bagi kelangsungan hidup perusahaan.

Banyak faktor yang mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan struktur modal perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2001; 6) faktor-faktor: risiko bisnis, posisi pajak, fleksibilitas keuangan dan konservatisme atau agresivitas manajemen merupakan faktor-faktor yang menentukan keputusan struktur modal; khususnya pada struktur modal yang ditargetkan (*target capital structure*). Secara lebih umum, faktor-faktor yang berpengaruh terhadap keputusan struktur modal adalah: stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan (Brigham dan Houston, 2001; 39). Menurut McCue dan Ozcan (1992; 333) struktur modal dipengaruhi oleh struktur aktiva (*asset structure*), pertumbuhan aktiva (*asset growth*), kemampuan (*profitability*), risiko (*risk*), ukuran perusahaan (*size*), pajak (*tax shields*), struktur kepemilikan perusahaan (*ownership/system affiliation*), sistem pembayaran dari konsumen (*payment system*), dan kondisi pasar (*market conditions*). Penelitian yang dilakukan oleh Ghosh et. al. (2000) terhadap faktor-faktor penentu struktur modal pada 500 perusahaan manufaktur di AS menunjukkan bahwa variabel-variabel *growth of assets*, *fixed asset ratio*, *R&D expenditure* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Pada penelitian yang dilakukan oleh Krishnan dan Moyer (1996) terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur di AS menunjukkan bahwa, *size*, *profit* dan *tax rate* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur. Selanjutnya berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Moh'd et. al. (1998), ternyata *agency cost* dan *ownership*

*structure* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian ini bertujuan melakukan kajian empiris terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan, khususnya perusahaan manufaktur *go public* di BEJ. Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu yang pernah dilakukan seperti telah dijelaskan, maka beberapa faktor yang akan dikaji pengaruhnya terhadap struktur modal dalam penelitian ini adalah: ukuran perusahaan (*size*), risiko bisnis (*business risk*), pertumbuhan aktiva (*growth of assets*), profitabilitas (*profitability*), dan struktur kepemilikan (*ownership structure*). Alasan penggunaan variabel-variabel tersebut sebagai faktor penentu struktur modal antara lain: (1) variabel-variabel tersebut berdasarkan hasil penelitian yang pernah dilakukan di Amerika Serikat merupakan variabel yang berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan struktur modal yang dilakukan oleh manajer, sedangkan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia variabel-variabel tersebut belum teruji pengaruhnya, (2) untuk menguji generalisasi dari hasil-hasil penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya di Amerika Serikat, apakah hasilnya menunjukkan fenomena yang sama dengan di Indonesia.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Struktur Modal Perusahaan

Modal menurut Munawir (2001; 19) adalah hak atau bagian yang dimiliki oleh pemilik perusahaan yang ditujukan dalam pos modal (modal saham), surplus dan laba yang ditahan atau kelebihan aktiva yang dimiliki oleh perusahaan terhadap seluruh hutang-hutangnya. Sumber dari modal adalah apa yang dapat dilihat berupa hutang lancar, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Modal menggambarkan hak pemilik atas perusahaan, yang timbul sebagai akibat penanaman (investasi) yang dilakukan oleh pemilik atau para pemilik.

Menurut Brigham dan Houston (2001; 5) struktur modal adalah bauran dari hutang, saham preferen, dan saham biasa. Sedangkan Suad (1989; 272) struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dengan modal sendiri. Struktur modal menurut Ikatan Akuntansi Indonesia (1997: 5) adalah penentuan kebijakan struktur keuangan akan berkaitan dengan struktur modal. Struktur modal dalam perusahaan berkaitan erat dengan investasi sehingga dalam hal ini akan menyangkut sumber dana yang akan digunakan untuk membiayai proyek investasi tersebut. Sumber dana tersebut pada dasarnya terdiri dari penerbitan saham (*equity financing*), penerbit obligasi (*debt financing*) dan laba ditahan (*retained earning*). Penerbitan saham dan obligasi sering disebut dengan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan atau *external financing* sedang laba untuk laba ditahan sering disebut dengan *retained earning* atau sumber dana sebagai pembelanjaan yang berasal dari dalam perusahaan itu sendiri atau *internal financing*.

Struktur modal merupakan masalah penting dalam pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan perusahaan. Struktur modal tersebut tercermin pada hutang jangka panjang dan unsur-unsur modal sendiri, dimana kedua golongan tersebut merupakan dana permanen atau jangka panjang. Untuk mengukur struktur modal tersebut digunakan rasio struktur modal yang disebut dengan *leverage ratio*. *Leverage ratio* adalah perbandingan yang dimaksudkan untuk mengukur seberapa jauh aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang. Dalam perhitungan *leverage ratio* yang digunakan adalah *long term debt to equity ratio*. *Long term debt to equity ratio* menunjukkan persentasi modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk hutang jangka panjang yang dihitung dengan membandingkan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri.

### **Teori Struktur Modal Agency Theory**

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976 (Horne dan Wachowicz, 1998; 482), manajemen merupakan agen dari pemegang saham, sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan tentu saja membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi. Biaya agensi menurut Horne dan Wachowicz (1998; 482) adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham.

Menurut Horne dan Wachowicz (1998:482), salah satu pendapat dalam teori agensi adalah siapapun yang menimbulkan biaya pengawasan, biaya yang timbul pasti merupakan tanggungan pemegang saham. Sebagai misal, pemegang obligasi, mengantisipasi biaya pengawasan, membebankan bunga yang lebih tinggi. Semakin besar peluang timbulnya pengawasan, semakin tinggi tingkat bunga, dan semakin rendah nilai perusahaan bagi pemegang saham. Biaya pengawasan berfungsi sebagai diinsentif dalam penerbitan obligasi, terutama dalam jumlah yang besar. Jumlah pengawasan yang diminta oleh pemegang obligasi akan meningkat seiring dengan meningkatnya jumlah obligasi yang beredar.

### ***Signaling Theory***

Isyarat atau signal menurut Brigham dan Houston (1999; 36) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Dalam Brigham dan Houston (1999; 36), perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (signal) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru, lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

### ***Asymmetric Information Theory***

*Asymmetric information* atau ketidaksamaan informasi menurut Brigham dan Houston (1999; 35) adalah situasi di mana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai prospek perusahaan daripada yang dimiliki investor. Asimetri informasi ini terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemodal (Husnan, 1996; 325). Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal). Kalau hal ini yang diperkirakan terjadi, maka manajemen tentu akan berpikir untuk lebih baik menawarkan saham baru (sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya).

Tetapi pemodal akan menafsirkan kalau perusahaan menawarkan saham baru, salah satu kemungkinannya adalah harga saham saat ini sedang terlalu mahal (sesuai dengan persepsi pihak manajemen). Sebagai akibatnya para pemodal akan menawar harga saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Karena itu emisi saham baru akan menurunkan harga saham.

### ***Pecking Order Theory***

Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun (1961) sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers (1984) (Husnan, 1996; 324). Secara singkat teori ini menyatakan bahwa: (a) Perusahaan menyukai internal financing (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan), (b) Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Sesuai dengan teori ini, tidak ada suatu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan external. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan.

Menurut Myers (1996) perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yakni dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *pecking order theory* adalah: *internal fund* (dana internal), *debt* (hutang), dan *equity* (modal sendiri) (Kaaro, 2003; 53).

Dana internal lebih disukai dari dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu "membuka diri lagi" dari sorotan pemodal

luar. Kalau bisa memperoleh sumber dana yang diperlukan tanpa memperoleh "sorotan dan publisitas publik" sebagai akibat penerbitan saham baru. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena dua alasan. Pertama adalah pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru.

Suad Husnan (1996:325) hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya informasi asimetrik antara pihak manajemen dengan pihak pemodal.

#### **Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal**

Salah salah tugas manajer keuangan adalah memenuhi kebutuhan dana. Di dalam melakukan tugas tersebut manajer keuangan dihadapkan adanya suatu variasi dalam pembelanjaan, dalam arti kadang-kadang perusahaan lebih baik menggunakan dana yang bersumber dari hutang (*debt*) kadang-kadang perusahaan lebih baik kalau menggunakan dana yang bersumber dari modal sendiri (*equity*). Oleh karena itu manajer keuangan di dalam operasinya perlu berusaha untuk memenuhi suatu sasaran tertentu mengenai perimbangan antara besarnya hutang jumlah modal sendiri yang tercermin dalam struktur modal perusahaan, perlu diperhitungkan berbagai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, yang dapat diuraikan antara lain:

#### **Struktur aktiva**

Menurut Bambang (1995; 298), kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar daripada modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed assets*), akan me-

ngutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri, sedang hutang sifatnya sebagai pelengkap. Hal ini dapat dihubungkan dengan adanya aturan struktur finansial konservatif horizontal yang menyatakan bahwa besarnya modal sendiri hendaknya paling sedikit dapat menutup jumlah aktiva tetap plus aktiva lain yang sifatnya pemanen. Dan perusahaan yang sebagian besar dari aktivasnya terdiri atas aktiva lancar akan mengutamakan kebutuhan dananya dengan hutang. Jadi dapat dikatakan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh terhadap struktur modal. Jika pengukuran struktur aktiva didasarkan pada rasio antara total aktiva tetap terhadap total aktiva, maka secara teoritis terhadap hubungan yang negatif antara struktur aktiva dengan struktur modal. Semakin tinggi struktur aktiva (yang berarti semakin besar jumlah aktiva tetap) maka penggunaan modal sendiri akan semakin tinggi (yang berarti penggunaan modal asing semakin sedikit) atau struktur modalnya makin rendah.

Moh'd, Larry dan James (1998) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa perubahan struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap perubahan struktur modal yang dilakukan oleh manajer. Demikian pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhaduri (2002) yang menunjukkan adanya pengaruh yang bersifat negatif dari struktur aktiva terhadap struktur modal. Penelitian lain yang dilakukan oleh Krishnan (1996) pada perusahaan-perusahaan besar di negara industri juga menunjukkan adanya pengaruh negatif struktur aktiva terhadap struktur modal.

#### **Tingkat Pertumbuhan Penjualan**

Brigham dan Houston (2001; 39) mengatakan bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan

yang penjualannya tidak stabil. Penelitian empiris yang telah dilakukan antara lain oleh Krishnan (1996), Badhuri (2002), Moh'd (1998), dan Majumdar (1999) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan (*sales growth*) merupakan salah satu variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Semakin tinggi pertumbuhan penjualan perusahaan akan lebih aman dalam menggunakan hutang sehingga semakin tinggi struktur modalnya.

#### ***Tingkat pertumbuhan Aktiva***

Weston dan Brigham (1986; 475) mengatakan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal. *Floating cost* pada emisi saham biasa adalah lebih tinggi dibanding pada emisi obligasi. Dengan demikian perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang (obligasi) dibanding perusahaan yang lambat pertumbuhannya. Penelitian yang dilakukan oleh Balakrishnan dan Isaac (1993) terhadap 295 perusahaan industri di Amerika Serikat

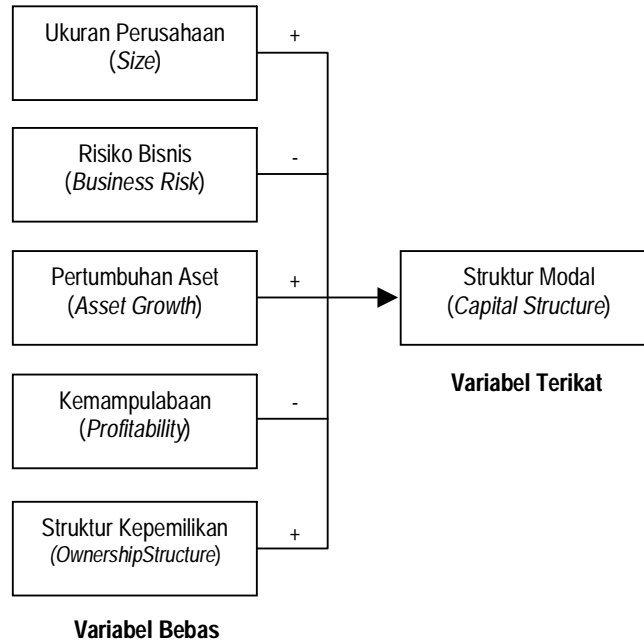
menunjukkan bahwa pertumbuhan aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal. Semakin tinggi pertumbuhan aktiva maka akan semakin tinggi struktur modalnya.

#### ***Profitabilitas***

Brigham dan Houston (2001: 40), mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Beberapa penelitian yang pernah dilakukan khususnya penelitian empiris yang telah dilakukan oleh Krishnan (1996), Badhuri (2002), Moh'd (1998), dan Majumdar (1999) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Semakin tinggi keuntungan yang diperoleh berarti semakin rendah kebutuhan dana eksternal (hutang) sehingga semakin rendah pula struktur modalnya.

Sesuai dengan landasan teori serta kajian terhadap penelitian-penelitian terdahulu, maka kerangka pikir dalam penelitian ini seperti disajikan pada Gambar 1.

**Gambar 1.** Kerangka Pikir



### Hipotesis

Dari kerangka berpikir di atas, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

1. Ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh positif terhadap struktur modal.
2. Risiko bisnis (*business risk*) berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
3. Pertumbuhan aktiva (*growth of assets*) berpengaruh positif terhadap struktur modal.
4. Profitabilitas (*profitability*) berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
5. Struktur kepemilikan (*ownership structure*) berpengaruh positif terhadap struktur modal.

### METODE PENELITIAN

#### Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan suatu penelitian korelasional (*correlational research*). *Correlational research* merupakan

penelitian yang bertujuan untuk mengidentifikasi variabel-variabel dalam situasi tertentu yang mempengaruhi suatu fenomena yang sedang ditinjau (Sekaran, 1992; 21).

#### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Jakarta. Sedangkan sampel penelitian adalah sebagian dari perusahaan tersebut yang diperkirakan dapat mewakili karakteristik populasi. Penentuan anggota sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *random sampling*. Ukuran sampel atau jumlah perusahaan yang digunakan sebagai sampel ditentukan dengan aturan dari Roscoe (Sekaran, 1992; 253), di mana untuk jumlah perusahaan manufaktur di BEJ sebanyak kurang lebih 130 perusahaan maka ukuran sampel yang layak adalah 97 perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur yang memiliki laporan

keuangan dan data yang diperlukan secara lengkap selama tahun 1997-2002.

### Variabel Penelitian

Penelitian ini melibatkan 6 variabel yang terdiri atas 1 variabel terikat dan 5 variabel bebas. Variabel bebas tersebut adalah: Ukuran perusahaan, Risiko bisnis, Pertumbuhan aset, Kemampuan, dan Struktur kepemilikan. Sedangkan variabel terikatnya adalah Struktur Modal. Adapun definisi dari masing-masing variabel tersebut adalah sebagai berikut;

#### Struktur Modal (Y)

Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Ghosh et. al. (2000), struktur modal dalam penelitian ini adalah perbandingan antara hutang jangka panjang perusahaan (*long term debt*) dengan total aktiva (*total assets*), atau dapat dituliskan sebagai berikut:

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

#### Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan mengacu pada penelitian Krishnan dan Moyer (1996), di mana ukuran perusahaan diproxy dengan nilai logaritma dari total aktiva, atau dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Ukuran perusahaan} = \log (\text{Total Aktiva})$$

#### Risiko Bisnis

Risiko bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis tersebut menurut Hamada (dalam Moh'd, Perry dan Rimbey, 1998) merupakan risiko yang mencakup *intrinsic business risk*, *financial leverage risk*, dan *operating leverage risk*. Pengukuran risiko bisnis dalam penelitian ini menggunakan nilai varian dari ROE (*return on asset*) selama 3 tahun berturut-turut.

#### Pertumbuhan Aset

Pertumbuhan aset adalah perubahan (peningkatan atau penurunan) total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Pertumbuhan aset dihitung sebagai persentase perubahan asset pada tahun tertentu terhadap tahun sebelumnya. (Bhaduri, 2002).

$$\text{Pertumbuhan Aset tahun } t = \frac{(\text{Aset tahun } t - \text{Aset tahun } t-1)}{\text{Aset tahun } t}$$

#### Kemampulabaan

Kemampulabaan atau profitabilitas (*profitability*) adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Ukuran dari profitabilitas yang digunakan dalam penelitian mengacu pada penelitian Ghosh et. al. (2000) yaitu menggunakan *net profit margin* sebagai ukuran profitabilitas. *Net profit margin* dihitung sebagai berikut;

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Laba setelah Pajak/Penjualan Neto}}{\text{Laba setelah Pajak/Penjualan Neto}}$$

#### Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan (*ownership structure*) adalah struktur kepemilikan saham, yaitu perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh "orang dalam" (*insiders*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor (Jahera dan Auburn, 1996). Struktur kepemilikan dapat dihitung dengan formula berikut;

$$\text{Struktur Kepemilikan} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki insider}}{\text{Jumlah saham yang dimiliki investor}}$$

#### Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan model regresi linier berganda. Model ini merupakan modifikasi dari model yang pernah digunakan oleh Jahera dan Auburn (1996), yaitu:



$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t-1} + \beta_2 X_{2t-1} + \beta_3 X_{3t-1} + \beta_4 X_{4t-1} + \beta_5 X_{5t-1} + \mu_t$$

Dimana:

$\beta_i$  : Koefisien variabel

$Y_t$  : Struktur modal perusahaan i pada tahun t

$X_{1t-1}$ : Ukuran perusahaan i pada tahun t -1

$X_{2t-1}$ : Risiko bisnis perusahaan i pada tahun t-1

$X_{3t-1}$ : Pertumbuhan aset perusahaan i pada tahun t-1

$X_{4t-1}$ : Kemampuan laba perusahaan i pada tahun t-1

$X_{5t-1}$ : Struktur kepemilikan perusahaan i pada tahun t-1

$\mu_t$  : *Disturbance error* pada periode t

### Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis penelitian dilakukan melalui pengujian model regresi dan pengujian pengaruh parsial masing-masing variabel bebas. Pengujian model regresi dimaksudkan untuk menguji pengaruh secara simultan seluruh variabel bebas. Pengujian model regresi dilakukan dengan uji F, sedangkan pengujian pengaruh parsial dilakukan dengan uji t.

### Pengaruh Simultan Variabel Bebas terhadap Variabel Terikat

Pengaruh simultan dari seluruh variabel bebas terhadap variabel terikat ini menggunakan hipotesis sebagai berikut:

Ho :  $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0$  (Ukuran perusahaan, Risiko bisnis, Pertumbuhan aktiva, Profitabilitas, dan Struktur kepemilikan perusahaan secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap Struktur Modal).

Ha : minimal salah satu dari  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5 \neq 0$

Ukuran perusahaan, Risiko bisnis, Pertumbuhan aktiva, Profitabilitas, dan Struktur kepemilikan perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap Struktur

Modal. Jika probabilitas dari nilai F < tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) maka Ho ditolak.

### Pengaruh Parsial masing-masing Variabel Bebas terhadap Variabel Terikat Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Formulasi hipotesis pengujian pengaruh tersebut adalah sebagai berikut:

Ho:  $\beta_1 \leq 0$  Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Ha:  $\beta_1 > 0$  Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

### Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal

Formulasi hipotesis pengujian pengaruh tersebut adalah sebagai berikut:

Ho:  $\beta_2 \geq 0$  Risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Ha:  $\beta_2 < 0$  Risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

### Pengaruh Pertumbuhan Aktiva terhadap Struktur Modal

Formulasi hipotesis pengujian pengaruh tersebut adalah sebagai berikut:

Ho :  $\beta_3 \leq 0$  Pertumbuhan aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Ha :  $\beta_3 > 0$  Pertumbuhan aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

### Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Formulasi hipotesis pengujian pengaruh tersebut adalah sebagai berikut:

Ho:  $\beta_4 \geq 0$  Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Ha:  $\beta_4 < 0$  Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

*Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Struktur Modal*

Formulasi hipotesis pengujian pengaruh tersebut adalah sebagai berikut:

Ho:  $\beta_5 \leq 0$  Struktur kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Ha:  $\beta_5 > 0$  Struktur kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

**HASIL PENELITIAN DAN PENGUJIAN HIPOTESIS**

Dalam bagian ini disajikan analisis terhadap data yang telah diperoleh selama pelaksanaan penelitian. Selanjutnya berdasarkan hasil analisis data tersebut dilakukan pengujian terhadap hipotesis penelitian. Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi linier berganda. Berdasarkan hasil analisis regresi linier sederhana dengan bantuan program

SPSS 11.5 diperoleh hasil seperti tampak pada Tabel 1.

**Pengaruh Simultan seluruh Variabel Bebas terhadap Struktur Modal**

Pengaruh simultan dari seluruh variabel bebas terhadap variabel terikat ini menggunakan hipotesis nol: Ukuran perusahaan, Risiko bisnis, Pertumbuhan aktiva, Profitabilitas, dan Struktur kepemilikan perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap Struktur Modal. Jika probabilitas dari nilai F < tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) maka Ho ditolak. Berdasarkan analisis data yang telah dilakukan diperoleh  $F_{hitung} = 669.015$  dengan  $p = 0.000$ . Pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ; maka  $F_{hitung}$  tersebut signifikan (tidak dapat diabaikan), karena  $p = 0.000 < 0.05$ . Berdasarkan hasil pengujian hipotesis tersebut maka dapat disimpulkan bahwa, Ukuran perusahaan, Risiko bisnis, Pertumbuhan aktiva, Profitabilitas, dan Struktur kepemilikan perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap Struktur Modal.

**Tabel 1.** Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	p
Konstanta	0.024	
Ukuran Perusahaan ( $X_1$ )	0.013	0.000
Risiko ( $X_2$ )	-0.003	0.002
Pertumbuhan Aktiva ( $X_3$ )	1.501	0.000
Profitabilitas ( $X_4$ )	0.788	0.000
Struktur Kepemilikan ( $X_4$ )	0.127	0.000
R=0.924; R <sup>2</sup> = 0.853; F <sub>hitung</sub> =669.015; p=0.000 Statistik DW = 2.044		

Koefisien determinasi sebesar 0.853 atau 85.3% yang berarti 85.3% penyebab variasi dalam struktur modal adalah perubahan yang terjadi pada ukuran perusahaan (*size*), risiko bisnis (*business risk*), pertumbuhan asset (*growth of assets*), kemampulabaan (*profitability*), dan struktur kepemilikan (*ownership structure*) secara bersama-sama; sedangkan 14.7% sisanya disebabkan oleh variabel-variabel lain yang tidak tercakup dalam penelitian ini.

### **Pengaruh Parsial Variabel Bebas Terhadap Struktur Modal**

#### ***Pengaruh Ukuran Perusahaan***

Pengujian terhadap hipotesis ini dilakukan melalui pengujian signifikansi koefisien regresi dari variabel ukuran perusahaan. Jika koefisien tersebut signifikan, maka dapat diartikan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Tabel 1 di atas menunjukkan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Besarnya nilai koefisien regresi untuk variabel ukuran perusahaan adalah  $\beta_1=0.013$  dengan nilai  $p=0.000$ . Setiap peningkatan skor sebesar 1 satuan, maka akan berdampak pada peningkatan struktur modal perusahaan sebesar 0.013 satuan. Pada tingkat signifikansi  $\alpha=5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut signifikan (tidak dapat diabaikan), karena  $p=0.000<0.05$ . Berdasarkan hasil pengujian hipotesis di atas maka dapat disimpulkan bahwa, ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan, dengan demikian hipotesis pertama penelitian ini dapat dibuktikan kebenarannya.

#### ***Pengaruh Risiko Bisnis***

Tabel 1 di menunjukkan bahwa risiko bisnis yang dihadapi perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Besarnya nilai koefisien regresi untuk variabel risiko bisnis

adalah  $\beta_2= -0.003$  dengan nilai  $p=0.002$ . Peningkatan skor sebesar 1 satuan, maka akan berdampak pada penurunan struktur modal perusahaan sebesar 0.003 satuan dan signifikan karena  $p=0.002<0.05$ . Berdasarkan hasil pengujian hipotesis di atas maka dapat disimpulkan bahwa, risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

#### ***Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan***

Pertumbuhan aktiva mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Besarnya nilai koefisien regresi untuk variabel pertumbuhan aktiva adalah  $\beta_3= 1.501$  dan nilai  $p=0.000$ . Ini berarti bahwa setiap peningkatan skor sebesar 1 satuan, maka akan berdampak pada peningkatan struktur modal perusahaan sebesar 1.501 satuan. Dengan tingkat signifikansi  $\alpha=5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut signifikan (tidak dapat diabaikan), karena  $p=0.000<0.05$ . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa, pertumbuhan aktiva berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

#### ***Pengaruh Profitabilitas***

Profitabilitas perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Besarnya nilai koefisien regresi untuk variabel Profitabilitas adalah  $\beta_4= 0.788$  dan nilai  $p=0.000$ . Pada tingkat signifikansi  $\alpha=5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena  $p=0.000<0.05$ . Berdasarkan hasil pengujian hipotesis di atas maka dapat disimpulkan bahwa, profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Akan tetapi karena koefisien pertumbuhan diharapkan bertanda negatif dan signifikan, maka hipotesis ketiga penelitian ini tidak dapat dibuktikan kebenarannya.

### Pengaruh Struktur Kepemilikan

Besarnya nilai koefisien regresi untuk variabel struktur kepemilikan perusahaan adalah  $\beta_5 = 0.127$  dengan nilai  $p = 0.000$ . Hal ini berarti struktur kepemilikan perusahaan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Setiap peningkatan skor sebesar 1 satuan, maka akan berdampak pada peningkatan struktur modal perusahaan sebesar 0.127 satuan. Pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut signifikan (tidak dapat diabaikan), karena  $p = 0.000 < 0.05$ . Dengan demikian hipotesis kelima penelitian ini dapat dibuktikan kebenarannya.

### Implikasi Temuan

Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan terbukti secara signifikan bahwa secara bersama-sama ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa dalam pengambilan keputusan mengenai struktur modal yang akan digunakan atau diterapkan, para manajer perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ mempertimbangkan atau memperhatikan ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan perusahaan yang ada pada saat itu. Dengan kata lain, struktur modal yang diterapkan perusahaan dipengaruhi oleh variabel-variabel tersebut. Koefisien determinasi dari model regresi yang diperoleh adalah sebesar 0.853 atau 85.3%. Hal ini berarti mayoritas keputusan struktur modal ditentukan oleh ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan perusahaan.

Selanjutnya jika ditinjau pengaruh dari masing-masing variabel secara parsial tampak bahwa seluruh variabel bebas secara individu (ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan

struktur kepemilikan perusahaan) juga diperhatikan oleh manajer dalam pengambilan keputusan mengenai struktur modalnya, hal ini tampak dari pengaruh parsial dari masing-masing variabel bebas terhadap struktur modal yang signifikan. Dengan demikian secara empiris dalam memutuskan struktur modalnya para manajer perusahaan manufaktur *go public* perlu mempertimbangkan variabel-variabel tersebut.

### Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum model regresi di atas digunakan dalam pengujian hipotesis, terlebih dahulu model tersebut akan diuji apakah model tersebut memenuhi asumsi klasik atau tidak, yang mana asumsi ini merupakan asumsi yang mendasari analisis regresi. Pengujian asumsi klasik ini dimaksudkan untuk memastikan bahwa model yang diperoleh benar-benar memenuhi asumsi dasar dalam analisis regresi yang meliputi asumsi: tidak terjadi autokorelasi, tidak terjadi multikolinearitas dan tidak terjadi heteroskedastisitas.

#### Pengujian Autokorelasi

Autokorelasi merupakan korelasi antara anggota dalam data runtut waktu (*time series*) atau antara space untuk data *cross section*. Keberadaan autokorelasi yang signifikan maka penaksir dari OLS menjadi tidak konsisten, meskipun tak bias. Pengujian terhadap adanya fenomena autokorelasi dalam data yang dianalisis dapat dilakukan dengan menggunakan *Durbin-Watson Test*, dengan kriteria sebagai berikut:

- $d < d_L$  : tolak  $H_0$
- $d > d_U$  : tidak menolak  $H_0$
- $d_L \leq d \leq d_U$  : pengujian tidak meyakinkan
- $d > 4 - d_L$  : tolak  $H_0^*$
- $d > 4 - d_U$  : tidak menolak  $H_0^*$
- $4 - d_U \leq d \leq 4 - d_L$  : pengujian tidak meyakinkan

Di mana,  $d$ ,  $d_U$ , dan  $d_L$  masing-masing adalah statistik Durbin-Watson, batas atas statistik Durbin-Watson, dan batas bawah statistik Durbin-Watson. Nilai  $d_U$

dan  $d_L$  dapat diperoleh dari Tabel Durbin-Watson. Berdasarkan hasil analisis dengan program SPSS 11.5 diperoleh besarnya nilai statistik Durbin Watson,  $d=2.044$ . Sedangkan untuk jumlah sampel  $n=582$ ,  $k'=5$  dan tingkat signifikansi  $\alpha=5\%$  dari Tabel d diperoleh nilai  $d_L=1.718$  dan  $d_U=1.820$ .

Nilai  $d$  atau  $DW = 2.044$  dan  $d_U=1.820$ , jika dibandingkan ternyata nilai  $d > d_U$  maka keputusannya adalah tidak menolak  $H_0$ , dengan demikian  $H_0$  yang menyatakan tidak terjadi autokorelasi tidak ditolak. Berdasarkan hasil pengujian ini, ternyata pada tingkat signifikansi 5% data yang diolah tersebut tidak menunjukkan adanya gejala autokorelasi, sehingga asumsi klasik mengenai tidak terjadinya gejala autokorelasi dapat terpenuhi oleh model yang diperoleh.

#### **Pengujian Uji Heteroskedastisitas**

Homoskedastisitas (varian sama) merupakan fenomena di mana pada nilai variabel independen tertentu masing-masing kesalahan ( $e_i$ ) mempunyai nilai varian yang sama sebesar  $\sigma^2$ . Jika model yang diperoleh ternyata tidak memenuhi asumsi atau fenomena tersebut maka dalam model tersebut terjadi heteroskedastisitas. Heteroskedastisitas ini mengakibatkan nilai-nilai estimator (koefisien regresi) dari model tersebut tidak efisien meskipun estimator tersebut tidak bias dan konsisten. Pengujian terhadap adanya fenomena heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan *Spearman's Rank Correlation Test*. Berdasarkan olah data yang telah dilakukan diperoleh besar-

nya koefisien korelasi Spearman antara variabel bebas dengan nilai mutlak residu seperti disajikan pada Tabel 2.

Untuk jumlah sampel  $n=582$  dan tingkat signifikansi  $\alpha=5\%$  dari tabel di atas tampak bahwa tidak ada satupun koefisien korelasi Spearman yang signifikan. Berdasarkan hasil uji signifikansi koefisien korelasi Spearman ( $r_s$ ) antara variabel bebas dengan nilai mutlak residu tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa data yang dianalisis tidak mengandung gejala heteroskedastisitas. Dengan demikian asumsi klasik mengenai tidak terjadinya heteroskedastisitas dapat diterima.

#### **Pengujian Multikolinearitas**

Multikolinearitas merupakan fenomena adanya korelasi yang sempurna antara satu variabel bebas dengan variabel bebas yang lain. Konsekuensi praktis yang timbul sebagai akibat adanya multikolinearitas ini adalah kesalahan standar penaksir semakin besar, dan probabilitas untuk menerima hipotesis yang salah menjadi semakin besar. Pengujian terhadap ada tidaknya multikolinearitas dilakukan dengan menggunakan metode VIF (*Variance Inflation Factor*). Adapun kriteria yang digunakan dalam pengujian metode VIF ini adalah sebagai berikut. Jika  $VIF_j > 10$  terjadi multikolinearitas tinggi antara regresor (variabel bebas)  $j$  dengan regresor (variabel bebas) yang lain. Dari hasil olah data diperoleh besarnya nilai VIF masing-masing variabel bebas ditunjukkan pada Tabel 3.

**Tabel 2.** Koefisien Korelasi Spearman antar Variabel Bebas dengan Nilai Mutlak Residu

Variabel Bebas	Koefisien Korelasi	p
Ukuran Perusahaan ( $X_1$ )	0.075	0.123
Risiko ( $X_2$ )	0.083	0.133
Pertumbuhan Aktiva ( $X_3$ )	0.071	0.135
Profitabilitas ( $X_4$ )	0.098	0.111
Struktur Kepemilikan ( $X_4$ )	0.177	0.455

**Tabel 3.** Nilai VIF Variabel Bebas

Variabel Bebas	VIF
Ukuran Perusahaan ( $X_1$ )	1.287
Risiko ( $X_2$ )	1.630
Pertumbuhan Aktiva ( $X_3$ )	2.532
Profitabilitas ( $X_4$ )	2.207
Struktur Kepemilikan ( $X_4$ )	1.910

Dari tabel di atas tampak bahwa, masing-masing variabel bebas mempunyai VIF kurang dari 10. Dengan ini, data yang diolah menunjukkan tidak adanya gejala multikolinieritas.

#### SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan, maka berikut ini disampaikan kesimpulan serta saran, khusus yang berkaitan dengan hasil penelitian ini. Keputusan struktur modal perusahaan manufaktur yang *go public* ternyata secara simultan dan parsial dipengaruhi secara signifikan oleh ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan perusahaan. Meskipun demikian, masih terdapat variabel-variabel lain yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan manu-

faktur *go public* tetapi variabel-variabel tersebut tidak tercakup dalam penelitian ini. Hal ini ditunjukkan oleh 85.3% faktor-faktor tersebut mempengaruhi struktur modal perusahaan, sedangkan 14.7% sisanya ditentukan oleh faktor-faktor lain yang tidak tercakup dalam penelitian ini.

Penelitian ini hanya terbatas pada kajian empiris tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur *go public* di BEJ; tetapi tidak sampai kepada pemecahan masalah tentang bagaimana dampak struktur modal itu sendiri terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, peneliti lain yang berminat terhadap permasalahan struktur modal perusahaan manufaktur dapat mengembangkan penelitian ini dalam rangka mengetahui dampak dari struktur modal yang digunakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Balakrishnan, Srinivasan and Isaac Fox, (1993). "Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure", *Strategic Management Journal*, 14, 1, p. 3.
- Bambang Riyanto, (1995). *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*, Edisi IV, BPFE, Yogyakarta.
- Bhaduri, Saumitra N, (2002). "Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure", *Journal of Economics and Finance*, Summer, 26, 2, p. 200.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, (2001). *Manajemen Keuangan*, Edisi 8, Erlangga, Jakarta.
- Ghosh, Arvin, Francis Cai and Wenhui Li, (2000). "The Determinants of Capital Structure", *American Business Review*, 18, 2, p. 129.

- Gujarati, Damodar N., (1995). *Basic Econometric*, Third Edition, McGraw-Hill Book Company, New York.
- Horne, James Van dan John M. Wachowics, Jr., (1998). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Salemba Empat, Jakarta.
- Sekaran, Uma. (1992). *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Suad Husnan, (1989). *Pembelanjaan Perusahaan (Dasar-dasar Manajemen Keuangan)*, Edisi III, Liberty, Yogyakarta.
- Ikatan Akuntan Indonesia, (1997). *Prinsip-prinsip Akuntansi Indonesia*, Edisi Revisi, Jakarta.
- Ikatan Akuntan Indonesia, (2002). *Standar Akuntansi Indonesia*, Salemba Empat, Jakarta.
- Jahera, John S. and William P. Lloyd, (1996). "An Empirical Assessment of Factors Affecting Corporate Debt Levels", *Managerial Finance*, 22, 2, p.29.
- Krishnan, V. Sivarama, and R. Charles Moyer, (1996). "Determinants of Capital Structure: An Empirical Analysis of Firms in Industrialized Countries", *Managerial Finance*, 22, 2, p. 39.
- Mc.Cue, Michael J. and Yasar A. Ozcan, (1992). "Determinants of Capital Structure", *Journal of Healthcare Management*, 37,3, p. 333.
- Munawir, S. (2001). *Analisa Laporan Keuangan*. Liberty, Yogyakarta.
- Moh'd, Mahmoud A, Larry G. Perry and James N. Rimbey, (1998). "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis", *The Financial Review*, Aug, 33, 3, p. 85.