



B.88

PERJANJIAN PELAKSANAAN PENELITIAN

NOMOR: 331 -SPK-LPPI/Untar/IV/2014

Pada hari ini, *Kamis* tanggal 17 April tahun 2014 yang bertanda tangan di bawah ini:

1. Nama : Jap Tji Beng., PhD.
Kedudukan : Ketua Lembaga Penelitian dan Publikasi Ilmiah
Selanjutnya disebut PIHAK PERTAMA;
- ✓ 2. Nama : MF. Djani Indrajati W, SE.,MSi.,Ak.
Kedudukan : Peneliti Utama

bertindak untuk diri sendiri dan atas nama : 3 (tiga) orang Peneliti Anggota :

1. Nama : Elizabeth Sugiarto D, SE,MSi, Ak
Jabatan : Dosen Fakultas Ekonomi
2. Nama : Yuniarwati,SE,MM,Ak.
Jabatan : Dosen Fakultas Ekonomi

baik sendiri-sendiri maupun bersama-sama disebut PIHAK KEDUA, dengan ini sepakat untuk mengadakan perjanjian pelaksanaan penelitian sehubungan dengan telah disetujuinya usulan penelitian PIHAK KEDUA dengan judul:

“ Analisis Tingkat Kemandirian Perusahaan Dan Persepsi Investor Yang Berkaitan Dengan Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia 2010-2012.”

berdasarkan ketentuan-ketentuan sebagai berikut:

Pasal 1

PIHAK PERTAMA untuk dan atas nama Lembaga Penelitian Universitas Tarumanagara, bertindak selaku pemberi tugas kepada PIHAK KEDUA, untuk melaksanakan penelitian dengan kualifikasi: Penelitian Pemula Lanjutan

Pasal 2

PIHAK KEDUA menyatakan sanggup menyelesaikan tugas penelitian sebagaimana tercantum dalam usulan penelitian yang telah disetujui oleh PIHAK PERTAMA, selambat-lambatnya akhir Desember 2014

Pasal 3

PIHAK PERTAMA menyediakan biaya pelaksanaan penelitian bagi PIHAK KEDUA sebesar Rp. 5,000,000,- (lima juta rupiah) seperti tercantum dalam rencana dan rekapitulasi penggunaan biaya.

Pasal 4

- (1) Penggunaan biaya penelitian yang diterima dari PIHAK PERTAMA adalah menjadi wewenang PIHAK KEDUA dengan catatan:
 - a. tidak melampaui batas biaya tiap pos anggaran yang telah ditetapkan.
 - b. peralatan/inventaris yang dibeli dengan anggaran biaya penelitian ini menjadi milik Lembaga.
- (2) Daftar/inventaris sebagaimana tersebut pada Ayat (1) Huruf (b) selambat-lambatnya 1 (satu) bulan setelah penelitian selesai, telah dapat diterima oleh PIHAK PERTAMA

Pasal 5

- (1) Biaya penelitian diserahkan oleh PIHAK PERTAMA kepada PIHAK KEDUA dalam 2 (dua) tahapan:
 - a. tahap pertama sebesar 50 (lima puluh) persen dari keseluruhan biaya proyek penelitian dilakukan segera setelah naskah perjanjian proyek penelitian yang bersangkutan ditandatangani.
 - b. tahap kedua sebesar 50 (lima puluh) persen dilakukan segera setelah laporan penelitian selesai diseminarkan serta menyerahkan laporan akhir proyek penelitian sebanyak 5 (lima) eksemplar hard copy, disertai laporan keuangan 2 (dua) eksemplar dan soft copy dalam bentuk CD kepada Lembaga.
- (2) PIHAK KEDUA berkewajiban menyerahkan ringkasan laporan penelitian yang ditulis dalam bentuk artikel ilmiah dilengkapi abstrak dalam bahasa Inggris yang diterima dalam seminar atau jurnal nasional/internasional (*peer reviewer*)
- (3) Perjanjian ini berakhir setelah para pihak memenuhi semua kewajiban yang ditentukan Ayat (1) dan (2).

Pasal 6

- (1) PIHAK PERTAMA berhak mempublikasikan ringkasan laporan penelitian yang dibuat PIHAK KEDUA ke dalam salah satu jurnal ilmiah yang terbit di lingkungan Universitas Tarumanagara.
- (2) Hak cipta dan honorarium atas pemuatan ringkasan laporan penelitian sebagaimana dimaksud Ayat (1) dimiliki oleh PIHAK KEDUA.
- (3) Penggandaan dan publikasi dalam bentuk apapun atas hasil penelitian hanya dapat dilakukan oleh PIHAK KEDUA setelah mendapat persetujuan tertulis dari PIHAK PERTAMA.

Pasal 7

- (1) PIHAK KEDUA selain bertanggung jawab atas penyelesaian penelitian yang ditugaskan kepadanya, juga bertanggung jawab atas biaya yang telah diterimanya dari PIHAK PERTAMA.
- (2) Apabila PIHAK KEDUA karena sesuatu hal terpaksa harus menyerahkan tanggung jawab kepada pihak lain, maka penyerahan tersebut harus sepengetahuan dan persetujuan tertulis dari PIHAK PERTAMA.

Pasal 8

PIHAK PERTAMA berhak menegur PIHAK KEDUA secara tertulis setiap saat, apabila dipandang PIHAK KEDUA telah melanggar isi perjanjian ini.

Pasal 9

- (1) PIHAK KEDUA dapat meminta kepada PIHAK PERTAMA untuk memperpanjang batas waktu penyelesaian penelitian lebih daripada yang ditentukan Pasal 2, dengan menyertai alasan-alasannya.
- (2) PIHAK PERTAMA berwenang untuk menolak permintaan PIHAK KEDUA sebagaimana dinyatakan Ayat (1).
- (3) Perpanjangan batas waktu sebagaimana dinyatakan Pasal ini hanya dapat diberikan satu kali.

Pasal 10

PIHAK KEDUA wajib mengembalikan biaya yang telah diterimanya kepada PIHAK PERTAMA, apabila PIHAK KEDUA menghentikan secara sepihak pelaksanaan penelitian.

Pasal 11

- (1) Apabila penyelesaian tugas penelitian sebagaimana dimaksud Pasal 5 tidak dilakukan tepat pada waktu yang telah ditentukan dalam Pasal 2 perjanjian ini, maka PIHAK KEDUA didenda sebesar 1 (satu) persen untuk setiap hari kelambatan dengan jumlah setinggi-tingginya sebesar sisa anggaran yang belum diterimanya dan/atau dikenakan sanksi administratif.
- (2) Sanksi administratif sebagaimana dinyatakan Ayat (1) diberikan oleh Rektor atas rekomendasi Lembaga Penelitian.

Pasal 12

Biaya penelitian yang diberikan oleh PIHAK PERTAMA sebagai akibat kesepakatan dalam perjanjian ini dibebankan kepada anggaran Universitas Tarumanagara.

Pasal 13

Resume dan laporan hasil penelitian dibuat PIHAK KEDUA dalam 5 (lima) rangkap disampaikan kepada PIHAK PERTAMA.

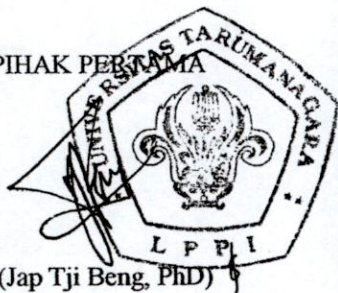
Pasal 14

- (1) Apabila terjadi perselisihan menyangkut pelaksanaan perjanjian ini, kedua belah pihak sepakat untuk menyelesaikannya secara musyawarah.
- (2) Apabila penyelesaian sebagaimana dinyatakan dalam Ayat (1) tidak tercapai, keputusan diserahkan kepada Pimpinan Universitas.
- (3) Keputusan sebagaimana dimaksud dalam pasal ini bersifat final.

Pasal 15

Perjanjian ini berlaku sejak ditandatangani oleh kedua belah pihak dan dibuat rangkap 3 (tiga)

PIHAK PERTAMA



(Jap Tji Beng, PhD)

PIHAK KEDUA

(MF. Djeni Indrajati W, SE.,MSi.,Ak.)

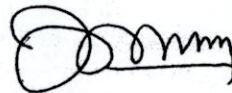
RENCANA PENGGUNAAN BIAYA
(Rp)

Rencana Penggunan Biaya	Jumlah
Honorarium	1,500,000,-
Pelaksanaan penelitian	3,500,000,-

REKAPITULASI RENCANA PENGGUNAAN BIAYA
(Rp)

No.	Pos Anggaran	Tahap I	Tahap II	Jumlah
1.	Honorarium	750,000,-	750,000,-	1,500,000,-
2.	Pelaksanaan penelitian	1,750,000	1,750,000	3,500,000,-
	Jumlah	2,500.000,-	2,500.000,-	5.000.000,-

Jakarta, 17 April 2014
Peneliti,



(MF. Djeni Indrajati W, SE.,MSi.,Ak..)

**LAPORAN PENELITIAN YANG DIAJUKAN
KEPADA LEMBAGA PENELITIAN DAN
PUBLIKASI ILMIAH**



**ANALISIS TINGKAT KEMANDIRIAN PERUSAHAAN DAN
PERSEPSI INVESTOR YANG BERKAITAN DENGAN
STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA
EFEK INDONESIA 2010-2012**

Oleh:

- 1.MF Djeni Indrajati W, SE, MSi, Ak.**
- 2.Elizabeth Sugiarto Dermawan SE, MSi, Ak.**
- 3.Yuniarwati SE, MM, Ak.**

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS TARUMANAGARA
DESEMBER 2014**

HALAMAN PENGESAHAN

JUDUL PENELITIAN: ANALISIS TINGKAT KEMANDIRIAN PERUSAHAAN DAN PERSEPSI INVESTOR YANG BERKAITAN DENGAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA 2010-2012

1. KETUA PENELITIAN

- a. Nama Lengkap : Djani Indrajati W, SE., MSi., Ak.
b. Jenis Kelamin : Perempuan
c. NIP : 10183001
d. Jabatan Struktural : Dosen Tetap FE UNTAR
e. Jabatan Fungsional : Asisten Ahli 150
f. Fakultas / Jurusan : Ekonomi / Akuntansi
g. Telpn / E-mail : 021-566 0750 / 0818 110 150
djeni_widjaja@yahoo.com
h. Alamat Rumah : Tomang Utara II/210, Jakarta Barat-11440

2. Jumlah Anggota Penelitian : 2 orang

(Elizabeth S.Dermawan SE, MSi, Ak. dan
Yuniarwati SE., MM., Ak)


3. Lokasi Penelitian : Bursa Efek Indonesia

4. Jangka waktu penelitian : 1 tahun (2 semester)

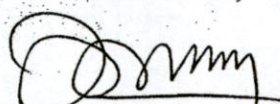
Jakarta, 29 Desember 2014

Mengetahui:

Dekan FE Untar

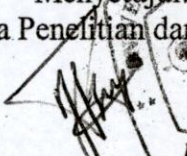

(Dr., Sawidji Widodoatmodjo)
NIP: 10191025

Ketua Penelitian,


(Dra. ME Djani Indrajati W, MSi., Ak.)
NIP: 10183001

Menyetujui:

Ketua Lembaga Penelitian dan Publikasi Ilmiah


(Ir. Jap Tji Beng, Ph.D, M.AIS, M.ASCE)
NIP:10381047

RINGKASAN DAN SUMMARY (ABSTRAKSI)

Rencana penelitian ini secara khusus bertujuan menginvestigasi beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Struktur Modal menggambarkan perpaduan antara penggunaan dana internal dan eksternal (*debt* dan *equity*). Dana yang tersedia itu akan digunakan untuk mendanai investasi perusahaan dan menciptakan nilai, yang tercermin dalam laba dan harga saham perusahaan. Dalam beberapa penelitian terdahulu, beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal hasilnya tidak konsisten, karena banyaknya pertimbangan faktor internal dan eksternal.

Penelitian ini diuji secara *timeseries* dan *cross section* dengan *purposive sampling* sampel perusahaan manufaktur di BEI tahun 2010-2012. Target khusus penelitian ini adalah agar manajemen, kreditor, dan investor memanfaatkan informasi yang terdapat dalam Laporan Keuangan emiten dengan maksimal terkait keputusan pendanaan perusahaan sehingga menjamin kelangsungan hidup (*going concern*) perusahaan-perusahaan emiten tersebut.

Hasil penelitian ini secara *timeseries* karena data tidak terdistribusi normal maka diuji dengan melihat korelasi Spearman's Rho. Hasilnya menunjukkan arah kaitan seluruh variabel independen dengan struktur modal sesuai dengan seluruh hipotesis alternatif. Dengan demikian H_{a1} sampai dengan H_{a8} diterima, walaupun yang signifikan hanya *NPM* dan *Liquidity*. Secara *Cross section* tidak terdapat masalah persyaratan klasik sehingga diuji dengan regresi berganda yang hasil uji t nya sebagian besar tidak signifikan kecuali untuk tahun 2010 terdapat satu variabel independen yang hasil uji t nya signifikan yaitu *Sales Growth*. Arah koefisien masing-masing independen variabel terhadap struktur modal untuk tahun 2010 yang tidak sesuai hipotesis adalah *NPM*, dengan demikian H_{a1} ditolak dan H_{a2} sampai dengan H_{a8} diterima. Tahun 2011 arah hasil penelitian yang tidak sesuai hipotesis adalah *Liquidity* dan *Sales Growth* dengan demikian H_{a5} dan H_{a4} ditolak sedangkan H_{a1} , H_{a2} , H_{a3} , H_{a6} , H_{a7} , dan H_{a8} diterima. Tahun 2012 arah hasil penelitian yang tidak sesuai hipotesis adalah *Sales Growth* dengan demikian H_{a4} ditolak dan H_{a1} , H_{a2} , H_{a3} , H_{a5} , H_{a6} , H_{a7} , H_{a8} diterima. Hasil uji F tahun 2010 sampai dengan 2012 tidak menunjukkan nilai yang signifikan, namun nilai koefisien determinasi tahun 2010 adalah 21,2%, tahun 2011 adalah 4,8% dan tahun 2012 adalah 10%.

DAFTAR ISI

	hal
Halaman Pengesahan	i
Ringkasan dan Summary (Abstraksi)	ii
Prakata	iii
Daftar Isi	v
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang	1
B. Perumusan Masalah	3
C. Tujuan Khusus	4
D. Urgensi dan Manfaat Penelitian	4
BAB II STUDI PUSTAKA	6
A. Landasan Teori	6
a. Pengertian Struktur Modal	6
b. Teori Struktur Modal	6
c. Laporan Keuangan	10
B. Penelitian Terdahulu	11
C. Kerangka Pemikiran dan Pengembangan Hipotesis	15
BAB III METODE PENELITIAN	19
A. Populasi dan Sample	19
B. Variabel Penelitian	19
C. Model Penelitian	22
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	23
A. Deskripsi Subyek Penelitian	23
B. Deskripsi Obyek Penelitian	24
C. Hasil Pengujian Hipotesis	26
D. Pembahasan	37
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	39
A. Kesimpulan	39
B. Saran	40
DAFTAR PUSTAKA	
LAMPIRAN	

ANALISIS TINGKAT KEMANDIRIAN PERUSAHAAN DAN PERSEPSI INVESTOR YANG BERKAITAN DENGAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA 2010-2012

MF Djeni Indrajati W, SE, MSi, Ak.
Elizabeth Sugiarto Dermawan SE, MSi, Ak.
Yuniarwati SE, MM, Ak.

Abstract

This study specifically aims to investigate some of the factors that affect the company's capital structure that describes a combination of the use of internal and external funding (debt and equity). Tests conducted in time series and cross section with purposive sampling sample manufacturer company on the Stock Exchange in 2010-2012. The results of this study are time series because the data were not normally distributed then tested with Spearman's Rho correlation notice. The results indicate the direction of the whole association of independent variables with capital structure in accordance with the rest of the alternative hypothesis, although significant only NPM and Liquidity. In cross section there is no classic requirements problem that are tested by multiple regression and the result of t test shows largely insignificant except for the year 2010 there is one independent variable t his test results significantly by Sales Growth. Direction of the coefficient of each independent variable on the capital structure for 2010 that does not conform hitpotesis is NPM. In 2011, the direction of the research hypothesis is anomalous with Liquidity and Sales Growth. In 2012 the direction of the research hypothesis is anomalous with Sales Growth. F-test of 2010 to 2012 did not show a significant value, but the value of the coefficient of determination in 2010 was 21.2%, in 2011 was 4.8% and in 2012 was 10%.

Abstraksi

Penelitian ini secara khusus bertujuan menginvestigasi beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan yang menggambarkan perpaduan antara penggunaan dana internal dan eksternal (*debt dan equity*). Pengujian dilakukan secara *timeseries* dan *cross section* dengan *purposive sampling* sampel perusahaan manufaktur di BEI tahun 2010-2012. Hasil penelitian ini secara *timeseries* karena data tidak terdistribusi normal maka diuji dengan melihat korelasi Spearman's Rho. Hasilnya menunjukkan arah kaitan seluruh variabel independen dengan struktur modal sesuai dengan seluruh hipotesis alternatif, walaupun yang signifikan hanya *NPM* dan *Liquidity*. Secara *Cross section* tidak terdapat masalah persyaratan klasik sehingga diuji dengan regresi berganda yang hasil uji t nya sebagian besar tidak signifikan kecuali untuk tahun 2010 terdapat satu variabel independen yang hasil uji t nya signifikan yaitu *Sales Growth*. Arah koefisien masing-masing independen variabel terhadap struktur modal untuk tahun 2010 yang tidak sesuai hitpotesis adalah *NPM*. Tahun 2011 arah hasil penelitian yang anomali dengan hipotesis adalah *Liquidity* dan *Sales Growth*. Tahun 2012 arah hasil penelitian yang anomali dengan hipotesis adalah *Sales Growth*. Hasil uji F tahun 2010 sampai dengan 2012 tidak menunjukkan nilai yang signifikan, namun nilai koefisien determinasi tahun 2010 adalah 21,2%, tahun 2011 adalah 4,8% dan tahun 2012 adalah 10%.

A. Latar Belakang

J.Fred Weston dan Thomas E Copeland (1997:19) menyatakan bahwa struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham termasuk saldo laba. Sumber pendanaan perusahaan perusahaan untuk badan usaha berbentuk Perseroan Terbatas selain dari pendanaan internal melalui saldo laba yang berasal dari operasional perusahaan, dapat pula melalui penerbitan hutang obligasi, penerbitan saham biasa dan saham preferen. Pendanaan internal menunjukkan tingkat kemandirian perusahaan sementara penerbitan hutang obligasi dan saham biasa serta saham preferen akan melibatkan investor (dalam hal ini termasuk kreditor). Bagi Perseroan Terbatas yang menganut teori entitas dimana harta perusahaan dibedakan dengan harta pemilik akan memposisikan investor sebagai pihak luar. Oleh karena itu, agar dapat menarik investor, perusahaan harus membuktikan kinerjanya dengan baik sehingga persepsi investor terhadap perusahaan menjadi baik dan bersedia membeli saham dan obligasi perusahaan. Husnan (1996:293) menyatakan struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham adalah struktur modal yang terbaik. Oleh karena itu, para manajer keuangan perlu mempertimbangkan manfaat dan biaya sebelum memutuskan sumber pendanaan yang akan dipilih. Hal ini dapat menimbulkan konsekuensi finansial yang berbeda, dan umumnya keputusan pendanaan perusahaan terkait dengan *Pecking Order Theory*.

Dari sisi investor, keputusan pembelian investasi dalam surat berharga saham atau obligasi menjadi hal yang menarik, karena terkait dengan persepsi investor terhadap prospek perusahaan yang akan diinvest. Oleh karena itu, jelas bahwa peran laporan keuangan menjadi makin dirasakan oleh banyak pengguna baik pengguna internal maupun eksternal. Weygant, Kimmel, Kieso (2013: 640) menyatakan bahwa secara tradisional, investor dan kreditor umumnya menggunakan rasio keuangan berdasarkan akuntansi akrual. Walaupun akhir-akhir ini berkembang *cash-based ratios* yang makin banyak digunakan para analis keuangan.

Berdasarkan *Statement of Financial Accounting Concept (SFAC)* no.5 seperti yang dikutip dari Schroeder, Clark, dan Cathey (2009:241-242) mengindikasikan bahwa laporan keuangan yang lengkap harus menunjukkan arus kas selama satu periode, dan pelaporan arus kas dapat digunakan untuk menaksir likuiditas perusahaan, fleksibilitas keuangan, profitabilitas, dan risiko. Schroeder, Clark, dan Cathey (2009:248) juga mengemukakan bahwa tujuan utama akuntansi adalah menyajikan data untuk memprediksi jumlah kas yang dapat didistribusikan dalam bentuk dividend dan bunga, dan dapat digunakan untuk mengevaluasi risiko. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba tunai dari kegiatan operasi dapat menjadi indikator penting dari *financial health* dan tingkat risiko yang berhubungan dengan investasi dalam perusahaan tersebut. Zuhrotun dan Baridwan (2005) dalam Puspitaningtyas (2007) mengemukakan bahwa informasi dapat memberikan *signal* tentang prospek suatu perusahaan di masa depan, dan informasi yang dipublikasikan akan dipersepsikan oleh investor. Puspitaningtyas (2007) mengemukakan hasil penelitiannya bahwa akuntan sebagai penyedia informasi harus sadar manfaat informasi akuntansi yang disajikan dalam laporan keuangan perusahaan karena informasi yang relevan dan reliabel bermanfaat bagi investor untuk pengambilan keputusan yang rasional.

Ruslim (2009) mengemukakan hasil penelitiannya pada saham perusahaan LQ45 tahun 2000-2006 bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap

dinamika struktur modal sehingga *pecking order hypothesis* tidak terbukti, sedangkan hutang jangka panjang dan defisit arus kas berpengaruh signifikan terhadap dinamika struktur modal. Hasil pengujian bersama (uji F) antara profitabilitas, hutang jangka panjang, dan defisit arus kas berpengaruh signifikan terhadap dinamika struktur modal.

B. Perumusan Masalah

Keputusan pendanaan perusahaan menjadi hal penting untuk diperhatikan oleh manajemen, investor, dan kreditor, karena apabila manajemen salah membuat keputusan sumber pendanaan perusahaan, maka dapat berdampak pada kelangsungan hidup perusahaan tersebut dan juga berdampak pada kreditor dan investornya. Penelitian ini berusaha menginvestigasi faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dari beberapa faktor internal perusahaan yang menunjukkan tingkat kemandirian perusahaan, dengan perumusan masalah sebagai berikut: (1) apakah *profitability* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2012, (2) apakah *asset structure* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2012, (3) apakah *size* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2012, (4) apakah *sales growth* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2012, (5) apakah *Liquidity* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2012, (6) apakah *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2012, (7) apakah *institutional ownership* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2012, (8) apakah *saham perusahaan kategori LQ45* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2012.

C. Urgensi dan Manfaat Penelitian

Berbagai penelitian terdahulu telah dilakukan namun hasilnya hingga saat ini belum konsisten. Penelitian Prabansari dan Kusuma (2005) hasilnya menunjukkan bahwa keputusan struktur modal secara simultan dan parsial dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan perusahaan. Di sisi lain, penelitian yang dilakukan oleh Nurainun Bangun dan Vivi Surianty (2008) menyatakan bahwa variabel struktur kepemilikan, *free cash flow* dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal sedangkan variabel profitabilitas dan pertumbuhan penjualan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Hasa Nurrohm KP (2008) penelitiannya menyatakan bahwa variabel profitabilitas dan kontrol kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan, struktur aktiva dan *fixed asset ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Penelitian oleh Steftianne (2011) menyatakan bahwa *growth opportunity* dan ukuran perusahaan mempengaruhi struktur modal sedangkan profitabilitas, tingkat likuiditas, risiko bisnis, kepemilikan managerial dan struktur aktiva tidak mempengaruhi struktur modal. Dapat disimpulkan terdapat inkonsistensi hasil penelitian terdahulu sehingga perlu dilakukan penelitian lebih lanjut. Di samping itu, penelitian terdahulu masih sedikit yang melihat reaksi investor dalam bertransaksi saham perusahaan *LQ45* yang dikaitkan dengan struktur modal perusahaan, oleh karena itu penelitian ini dilakukan

untuk melihat tingkat kemandirian perusahaan dan persepsi investor yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan.

D.Landasan Teori

1.Beberapa Teori terkait Struktur Modal

a.Asymmetric Information Theory

Asymmetric Information menurut Brigham dan Ehrhardt (2008:567 & 579) adalah sebagai berikut:

“Managers are in a better position to forecast a company’s free cash flow than are investors, and academics call this informational asymmetry.”..... The managers often has better information than outside investors, this is called asymmetric information, and it has an important effect on the optimal capital sturcture.”

Moh’d et al. (1998) dalam Rizal (2007) menyatakan bahwa:

Distribusi antara pemegang saham dari luar, yaitu institusional investor dan *shareholders dispersion* (penyebaran pemilik modal) dapat mengurangi *agency cost*, karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun munculnya mekanisme pengawasan tersebut disisi lain akan menimbulkan biaya yang disebut biaya agen (*agency cost*).

Taufik Aryanto,(2002) dalam Rizal (2007) menyatakan bahwa biaya agensi tersebut antara lain :

1. Biaya yang muncul akibat ketidakefisienan pengelolaan yang dilakukan oleh pihak agen.
2. Biaya yang timbul akibat pilihan proyek yang tidak sama dengan jika pilihan tersebut dilakukan oleh pemegang saham karena resiko meruginya tinggi.
3. Biaya yang timbul karena dilakukannya kegiatan monitoring kinerja dan perilaku agen oleh pihak prinsipal.
4. Biaya yang timbul karena dilakukannya pembatasan-pembatasan bagi kegiatan agen oleh prinsipal.

Sartono, 2001; Wahidahwati, 2002 dalam Rizal (2007) menyatakan bahwa ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan, antara lain:

1. Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer juga merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil disamping juga ikut menanggung kerugian yang terjadi sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Menurut Jensen dan Meckling, kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.
2. Meningkatkan *dividend payout ratio* sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* (arus kas). Akibatnya manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya.
3. Meningkatkan pendanaan dengan hutang. Menurut Jensen *et.al*; (Wahidahwati, 2002) peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu hutang juga akan menurunkan arus kas yang diharapkan (*excess cash flow*) yang

ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh pihak manajemen.

4. *Institutional investors* sebagai pengawasan manajemen (*monitoring agent*). Moh'd *et.al* (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu kepemilikan saham institusi (*institutional investors*) dengan modal sendiri (*shareholders dispersion*) akan dapat mengurangi biaya agen (*agency cost*).

Rizal (2007: 27) mengemukakan bahwa penyebaran kepemilikan struktur saham dapat mempersulit pengendalian terhadap manajemen perusahaan karena akan mempersulit perusahaan dalam melakukan pengendalian dan pengawasan manajemen perusahaan. Teori keagenan berkaitan dengan struktur kepemilikan perusahaan yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan terkait konflik antara manajemen dengan pemegang saham dan konflik antara manajemen dengan kreditor. Oleh karena itu, aspek perilaku perlu diperhatikan terkait dengan distribusi kepemilikan antara kelompok yang berbeda dapat berpengaruh pada oportunisme manajerial yang selanjutnya berimplikasi pada perilaku manajer dan kinerja perusahaan.

b. *Signaling Theory*

Brigham dan Ehrhardt (2008:579-580) mengungkapkan *signaling theory* sebagai berikut:

"Therefore, one would expect a firm with very positive prospects to try to avoid selling stock and, rather, to raise any required new capital by other means, including using debt beyond the normal target capital structure A firm with negative prospects would want to sell stock, which would mean bringing in new investors to share the losses!"

Pada umumnya perusahaan yang sehat berusaha mencari sumber dana alternatif selain penerbitan saham, sedangkan perusahaan yang kurang sehat akan berusaha untuk mendapatkan pendanaan dari penerbitan saham. Sementara investor hanya mau membeli saham yang memiliki prospek positif dan menghindari penerbitan saham baru yang dapat mengurangi prosentase kepemilikannya. Oleh karena itu laporan keuangan yang disajikan jujur dan handal dapat memberikan tanda kepada para pengguna laporan keuangan sebagai dasar pengambilan keputusannya.

c. *Pecking Order Theory*

Brigham dan Ehrhardt (2008:580) mengemukakan bahwa:

The presence of flotation costs and asymmetric information may cause a firm to raise capital according to a pecking order. In this situation a firm first raises capital internally by reinvesting its net income and selling off its short-term marketable securities. When that supply of funds has been exhausted, the firm will issue debt and perhaps preferred stock. Only as a last resort will the firm issue common stock.

Myers dalam Prabansari dan Kusuma (2005; 4), juga mengemukakan bahwa *pecking order theory* membuat perusahaan lebih memilih *internal financing* yang berupa pendanaan dari hasil operasi perusahaan dalam bentuk saldo laba, daripada *external financing*. Jika diperlukan pendanaan dari luar (*external financing*), maka perusahaan sehat akan lebih memilih menerbitkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu seperti surat hutang obligasi, selanjutnya sekuritas yang berkarakteristik opsi seperti obligasi konversi, dan akhirnya apabila masih belum mencukupi, akan diterbitkan saham baru .

d. *Trade Off Theory*

Brigham dan Ehrhardt (2008:578) menjelaskan *trade off theory* sebagai:

“The preceding argument led to the development of what is called ‘the trade off theory of leverage’. In which firms trade off the benefits of debt financing (favorable corporate tax treatment) against the higher interest rates and bankruptcy cost”.

Nurrohim KP (2008:14) mengemukakan *trade off theory* yang berasumsi bahwa struktur modal perusahaan merupakan keseimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dengan biaya *financial distress* (kesulitan keuangan) dan *agency cost* (biaya keagenan). *Trade off* antara keuntungan dengan kerugian penggunaan hutang harus dihitung seoptimal mungkin dengan mempertimbangkan peningkatan nilai perusahaan dan biaya yang akan muncul. *Trade off theory* pada struktur modal dapat menjelaskan perbedaan struktur modal yang ditargetkan oleh perusahaan yang tidak berisiko tinggi yang akan memilih rasio hutang yang tinggi, dibandingkan dengan perusahaan yang berisiko tinggi yang akan memilih *equity financing*.

2. Laporan Keuangan

Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) (2012:1.3) mengemukakan bahwa:

Tujuan laporan keuangan adalah memberikan informasi mengenai posisi keuangan, kinerja keuangan, dan arus kas entitas yang bermanfaat bagi sebagian besar kalangan pengguna laporan keuangan dalam pembuatan keputusan ekonomi, di samping itu juga menunjukkan pertanggungjawaban manajemen atas penggunaan sumber daya yang dipercayakan kepada manajemen.

ACCA (2011:7) mengemukakan bahwa para pengguna laporan keuangan membutuhkan informasi tentang: *“the economic resources of the entity, the claims against the entity, and changes in the entity’s economic resource and claims.”* Informasi tentang sumber daya ekonomi dan klaimnya akan membantu pengguna laporan keuangan untuk menaksir likuiditas dan solvabilitas perusahaan, membantu pengguna untuk memahami tingkat pengembalian yang dihasilkan perusahaan dari sumber daya ekonominya, yang dapat menjadi indikator efisiensi dan efektivitas manajemen dalam penggunaan sumber daya perusahaan, dan juga membantu dalam memprediksi tingkat pengembalian masa depan. IAI (2012:1.4) juga mengemukakan bahwa:

Laporan keuangan yang lengkap meliputi laporan posisi keuangan (neraca) pada akhir periode, laporan laba rugi komprehensif selama periode, laporan perubahan ekuitas selama periode, laporan arus kas selama periode, catatan atas laporan keuangan yang berisi ringkasan kebijakan akuntansi penting dan informasi penjelasan lain, serta laporan posisi keuangan pada awal periode komparatif yang disajikan ketika entitas menerapkan suatu kebijakan akuntansi secara retrospektif atau membuat penyajian kembali pos-pos laporan keuangan, atau ketika entitas mereklasifikasi pos-pos dalam laporan keuangannya.

E. Penelitian Terdahulu

Prabansari dan Kusuma (2005) meneliti faktor yang mempengaruhi struktur modal dan hasilnya menunjukkan bahwa keputusan struktur modal secara simultan dan parsial dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan perusahaan. Bangun dan Surianty (2008) menyatakan bahwa variabel struktur kepemilikan, *free cash flow* dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal sedangkan

variabel profitabilitas dan pertumbuhan penjualan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Hasa Nurrohim KP (2008) juga melakukan penelitian dan Hasil penelitiannya menyatakan bahwa variabel profitabilitas dan kontrol kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan, struktur aktiva dan *fixed asset ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Steftianne dan Ratih (2011) menyatakan bahwa *growth opportunity* dan ukuran perusahaan mempengaruhi struktur modal sedangkan profitabilitas, tingkat likuiditas, risiko bisnis, kepemilikan managerial dan struktur aktiva tidak mempengaruhi struktur modal.

Heryanto (2004) mengemukakan bahwa kondisi pasar modal di Indonesia yang tidak berkembang sebagaimana mestinya menyebabkan hutang menjadi sumber dana yang cukup penting bagi perusahaan. Penelitiannya menguji lima faktor kunci yang mempengaruhi *leverage*, yaitu: aktiva tetap, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan, tingkat keuntungan, dan umur perusahaan. Hasil penelitiannya berfokus pada teori keagenan menunjukkan bahwa aktiva tetap dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *leverage*, sedangkan kesempatan pertumbuhan dan umur perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*, selanjutnya tingkat keuntungan berpengaruh negative terhadap *leverage*. Dengan demikian disimpulkan bahwa ada permasalahan keagenan, yaitu *moral hazard* dalam kebijakan hutang perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia karena hutang tidak didukung oleh jaminan yang memadai dan keuntungan perusahaan.

Sayekti (2013) mengemukakan hasil penelitiannya bahwa *the debt/equity hypothesis (the interest coverage ratio as a proxy variable)* dan *size hypothesis (total assets as a proxy variable)* terbukti berkaitan dengan pemilihan metode penyusutan aset tetap. Jika *DER* meningkat perusahaan cenderung menggunakan metode akuntansi yang meningkatkan profitabilitas; di samping itu makin besar ukuran perusahaan, manajer cenderung memilih metode akuntansi yang mengurangi profitabilitas.

Anonim (2012) mengemukakan bahwa manajer keuangan sebagai *agent* (pengelola) yang dibayar oleh *principal* (pemilik) harus membuat tiga keputusan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen, yang saling terkait dan akan menciptakan nilai perusahaan. Struktur kepemilikan berperan penting dalam meminimalisir konflik keagenan dalam perusahaan melalui kepemilikan managerial dan kepemilikan institusi. Hasil penelitiannya secara simultan semua independen variable berpengaruh signifikan terhadap dependen variable. Terkait dengan kebijakan pendanaan, *manajerial ownership*, *institutional ownership*, dan *dividend payout ratio* berpengaruh signifikan terhadap *debt to equity ratio*. Terkait dengan keputusan investasi, hasil penelitiannya menyatakan bahwa *manajerial ownership*, *institutional ownership*, *debt to equity ratio*, *dividend payout ratio*, dan *profitability to growth* berpengaruh signifikan terhadap *total asset growth*. Terkait dengan kebijakan dividend, *manajerial ownership*, *debt to equity ratio*, dan *company risk* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Selanjutnya *manajerial ownership*, *institutional ownership*, *investment*, dan *dividend payout ratio* berpengaruh signifikan terhadap *market value of equity (MVE)*. Pada akhirnya struktur kepemilikan (*manajerial ownership* dan *institutional ownership*) dan *dividend payout ratio* berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

Susanto (2011) mengemukakan hasil penelitian dari 73 perusahaan di BEI tahun 2005-2007 bahwa (1) kepemilikan managerial memiliki dampak negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang, (2) kepemilikan institusional dan *non-debt tax shield* memiliki dampak negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, (3)

perusahaan memiliki pertumbuhan positif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, (4) perusahaan memiliki nilai aktiva yang diagunkan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Abdullah (2001) dalam Wahidahwati (2002) dalam Rizal (2007) menemukan adanya keterkaitan antara struktur modal dengan struktur kepemilikan. Maftukhah (2013) menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan aset, *ROA*, *DPR*, *net sales*, *fixed asset ratio*, dan *corporate tax rate* terhadap *DER* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2008, dengan menggunakan sampel *purposive sampling* sepuluh perusahaan manufaktur dan data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Hasil penelitian dengan teknik analisis regresi linear berganda menunjukkan bahwa variabel dummy untuk kepemilikan manajerial dan *ROA* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *DER*, variabel kepemilikan institusional, pertumbuhan aset dan *DPR* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *DER*, sedangkan *net sales*, *fixed asset ratio* dan *corporate tax rate* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *DER*. Hasil penelitian juga menunjukkan nilai adjusted R^2 sebesar 33,4%.

Russel & Hung (2013) mengemukakan bahwa ada tiga teori penting sebagai penentu struktur modal, yaitu: *Irrelevance Theory* (Modigliani & Miller, 1958), *Trade-Off Theory* (Modigliani & Miller (1963) dan DeAngelo & Masulis (1980)), dan *Pecking Order Theory* (Myers, 1977), namun tidak ada kesimpulan yang dapat menjawab rasio *leverage* yang optimal, variabel apa saja yang berkontribusi pada rasio *leverage* perusahaan, dan apa dampak biaya modal dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu Russel & Hung (2013) menginvestigasi *market timing hypothesis* dari struktur modal dengan sampel perusahaan-perusahaan di China, dan hasilnya menyatakan bahwa *market timing* berpengaruh signifikan terhadap keputusan struktur modal namun tidak terus menerus karena akan hilang dalam tiga tahun setelah IPO. Hal tersebut disebabkan oleh ada peran pemerintah dalam memonitor saat penerbitan surat berharga, atau bahkan jika manjer menyadari ada kesempatan penerbitan atau pembelian kembali saham perusahaan namun tidak mampu melaksanakannya dan tidak mampu memberikan nilai kepada pemegang saham karena halangan praktis untuk memasuki pasar segera setelah IPO. Mengacu pada Baker & Wurgler (2002) yang juga mengikuti Stein (1996) dikemukakan bahwa: *market timing theory* menyarankan bahwa manajemen dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham dengan menerbitkan surat berharga tepat waktu, dimana perusahaan akan menerbitkan saham saat harga saham *overvalued* dan membeli kembali saham saat harga saham *undervalued*.

Healy dan Palepu (2001) dalam Murhadi dan Wijaya (2010) mengemukakan bahwa *information intermediaries* seperti analis dan perusahaan pemeringkat dapat mendorong keterbukaan informasi privat yang dapat mendeteksi perilaku pihak manajemen. Penelitian Murhadi dan Wijaya (2010) menggunakan perusahaan yang terdaftar di indeks *LQ-45* sebagai proksi *analyst coverage* dengan pertimbangan bahwa perusahaan yang termasuk dalam indeks *LQ45* merupakan perusahaan yang paling aktif sahamnya ditransaksikan di BEI sehingga akan banyak dianalisis oleh para analis mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan perusahaan yang di luar *LQ45*, sehingga mampu memberikan gambaran mengenai kondisi kesehatan perusahaan.

F.Kerangka Pemikiran dan Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, maka penelitian ini dilakukan untuk menginventarisasi faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan dan

memberi gambaran kepada pemangku kepentingan (*stakeholder*) untuk mengambil keputusan yang terbaik dalam pembiayaan perusahaan maupun dalam berinvestasi. Dari beberapa penelitian terdahulu terdapat inkonsistensi faktor yang mempengaruhi, maka berangkat dari teori *pecking order* diinvestigasi beberapa variabel dan diganti periode penelitiannya.

Profitabilitas diwakili oleh *net profit margin* yang mengevaluasi kinerja keseluruhan perusahaan yang dihitung dengan membagi *net income* dengan *net sales*. Berdasarkan *pecking order hypothesis*, besarnya profitabilitas menunjukkan tingkat kemandirian perusahaan, sehingga perusahaan akan menggunakan dana internal tersebut untuk kegiatan usahanya dibanding dengan menerbitkan obligasi atau saham, namun dalam kondisi *growth* perusahaan akan memerlukan tambahan dana eksternal dengan preferensi penerbitan hutang daripada saham. Oleh karena itu dugaan sementara pertama penelitian ini adalah:

Ha1 : Profitabilitas berkaitan positif dengan struktur modal perusahaan.

Struktur aktiva terdiri dari aktiva lancar dan aktiva tetap. Aktiva lancar adalah uang kas dan aktiva-aktiva lain yang dapat direalisasikan menjadi kas atau dijual atau dikonsumsi dalam suatu periode akuntansi yang normal. Aktiva tetap adalah aktiva berwujud yang diperoleh dalam bentuk siap pakai atau dibangun lebih dahulu yang digunakan dalam operasi perusahaan, tidak dimaksudkan untuk dijual dalam rangka kegiatan normal perusahaan dan mempunyai manfaat lebih dari satu periode. Adapun struktur aktiva dihitung dengan membagi Aset Tetap dengan Total Aset. Besarnya struktur aktiva menunjukkan tingkat kemandirian perusahaan yang menggambarkan jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan untuk keperluan perusahaan (*collateral value of assets*) sehingga lebih mudah mendapatkan dana eksternal untuk ekspansi usahanya, namun bagi perusahaan yang sudah memiliki total aset besar menunjukkan tingkat kematangan (kedewasaan) perusahaan sehingga akan mengupayakan dana internal terlebih dahulu. Oleh karena itu dugaan sementara kedua penelitian ini adalah:

Ha2 : Struktur Aktiva (*Tangibility of Asset*) berkaitan negatif dengan struktur modal perusahaan.

Ukuran perusahaan memberikan gambaran kemampuan finansial suatu perusahaan yang dapat didasarkan pada total aset, jumlah penjualan, rata-rata penjualan dan rata-rata total aset. Besarnya ukuran perusahaan menunjukkan tingkat kemandirian perusahaan yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk lebih mudah memperoleh dana eksternal dari menerbitkan obligasi atau saham karena diyakini memiliki risiko yang lebih kecil dan akses yang lebih luas ke pasar modal dibanding perusahaan yang lebih kecil, namun perusahaan berukuran besar akan lebih mengupayakan dana internal terlebih dahulu. Adapun ukuran perusahaan di \textit{proxy} kan dengan *log Total Asset*. Oleh karena itu dugaan sementara ketiga penelitian ini adalah:

Ha3 : Ukuran Perusahaan berkaitan negatif dengan struktur modal perusahaan.

Pertumbuhan penjualan adalah kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun, dan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang relatif stabil adalah baik. Besarnya tingkat pertumbuhan penjualan menunjukkan prospek tingkat kemandirian perusahaan, sehingga perusahaan akan menggunakan dana internal tersebut untuk kegiatan usahanya dibanding dengan menerbitkan obligasi atau saham, namun bagi perusahaan yang dalam tahap *growth* akan membutuhkan tambahan dana dari luar dengan preferensi penerbitan hutang daripada saham. Adapun pertumbuhan penjualan dihitung dengan rumus $\frac{Sales_t - Sales_{t-1}}{Sales_{t-1}}$. Oleh karena itu dugaan sementara keempat penelitian ini adalah:

Ha4 : Pertumbuhan Penjualan (*Growth Sales*) berkaitan positif dengan struktur modal perusahaan.

Tingginya likuiditas menunjukkan tingkat kemandirian aset lancar perusahaan dalam menjamin pelunasan hutang lancarnya, sehingga perusahaan cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari luar karena mempunyai dana internal yang besar, namun perusahaan berkembang (dalam tahap *growth*) yang memiliki tingkat likuiditas tinggi akan makin berani mengembangkan usahanya dengan preferensi penerbitan hutang daripada saham. Tingkat likuiditas diproxykan dengan rasio lancar yang dihitung dengan rumus aset lancar dibagi hutang lancar. Oleh karena itu dugaan sementara kelima penelitian ini adalah:

Ha5: Tingkat Likuiditas berkaitan positif dengan struktur modal perusahaan.

Free cash flow adalah ukuran tingkat kemandirian perusahaan dimana dari kegiatan operasional perusahaan mampu mendanai kegiatan investasi dan kegiatan pendanaannya. Diasumsikan jika perusahaan memiliki *free cash flow* positif maka perusahaan mampu menghasilkan kas secara internal sehingga tidak memerlukan sumber pendanaan dari luar perusahaan. Rumus *Free Cash Flow* adalah *Net Cash Flow provided (used) by Operating Activity* ditambah dengan *Net Cash Flow provided (used) by Investing Activity*. Oleh karena itu dugaan sementara keenam penelitian ini adalah:

Ha6: *Free cash flow* berkaitan negatif dengan struktur modal perusahaan.

Berkaitan dengan teori agensi untuk mengawasi konflik keagenan melalui peningkatan kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Hal ini ingin menunjukkan bahwa variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya hutang dan modal tetapi juga kepemilikan institusional dan kepemilikan manajer sebagai eksekutif perusahaan. Penelitian ini lebih memfokuskan pada kepemilikan institusional karena lebih banyak perusahaan yang dimiliki oleh institusional daripada dimiliki oleh manajemen. Besarnya kepemilikan institusional menunjukkan tingkat kemandirian perusahaan untuk lebih berhati-hati dalam membuat keputusan terutama untuk penambahan dana dari pihak eksternal, namun perusahaan yang dalam tahap *growth* akan lebih fokus pada ekspansi usahanya sehingga dengan kepemilikan institusional yang besar lebih berani untuk mencari tambahan dana eksternal dengan preferensi penerbitan hutang daripada saham. Oleh karena itu dugaan sementara ketujuh penelitian ini adalah:

Ha7: Kepemilikan Institusional berkaitan positif dengan struktur modal perusahaan.

Persepsi investor dalam bertransaksi jual beli saham dapat mendorong keputusan manajemen untuk penerbitan saham baru sehingga mengubah struktur modal perusahaan, namun perusahaan yang sahamnya likuid diperdagangkan umumnya adalah perusahaan yang prospek perkembangannya di masa depan dibaca baik oleh investor, oleh karena itu perlu tambahan dana eksternal lebih besar lagi sehingga akan lebih berani memilih penerbitan hutang daripada saham. Oleh karena itu perusahaan yang sahamnya likuid diperdagangkan di BEI dalam kategori *LQ45* diduga berkaitan positif dengan struktur modal perusahaan tersebut.

Ha8: Saham perusahaan *LQ45* berkaitan positif dengan struktur modal perusahaan.

G. Metode Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2010 sampai dengan 2012. Data penelitian diambil dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan atau *Annual Report* perusahaan sejak tahun 2010 sampai dengan 2012.

Sampel penelitian *non random* yang dipilih secara *purposive*. Kriteria penentuan sampel adalah: (1) perusahaan manufaktur yang *go public* di BEI secara berturut-turut sejak tahun 2010 hingga 2012 dengan tahun buku yang berakhir 31 Desember, (2) laporan keuangan disajikan dalam mata uang Rupiah, dan (3) memiliki seluruh data yang diproxykan dalam penelitian ini.

1. Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Struktur modal yang diproxykan dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*. Variabel ini sebagai ukuran dari kesehatan keuangan perusahaan dan tingkat risiko yang dihadapi perusahaan, karena makin tinggi *DER* risiko yang dihadapi perusahaan makin besar namun di sisi lain perusahaan yang berani menerbitkan surat berharga hutang (obligasi) berarti perusahaan tersebut memiliki tingkat kesehatan keuangan yang baik karena menganggap perusahaannya mampu membayar hutang dan pokok pinjamannya.

2. Variabel Independen (X)

Variabel independennya terdiri dari tingkat kemandirian perusahaan dan persepsi investor. Tingkat kemandirian perusahaan diukur dengan *proxy profitability, asset structure, size, sales growth, liquidity, free cash flow*, dan *institutional ownership*, sedangkan persepsi investor diukur dengan saham perusahaan *LQ45* menggunakan *dummy* variabel.

3. Teknik Pengujian Hipotesis

Teknik pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan metode regresi linier. Persamaannya adalah :

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + b_7X_7 + b_8X_8 + e$$

Keterangan :

Y = Struktur Modal

X₁ = *Profitability*

X₂ = *Asset Sstructure*

X₃ = *Size*

X₄ = *Sales Growth*

X₅ = *Liquidity*

X₆ = *Free Cash Flow*

X₇ = *Institutional Ownership*

X₈ = Saham perusahaan dalam kategori *LQ45*

a = konstanta

e = error

4. Operasionalisasi Variabel

Berdasarkan uraian di atas, di bawah ini disajikan Tabel III.1 yang menggambarkan oprasionalisasi variabel penelitian ini.

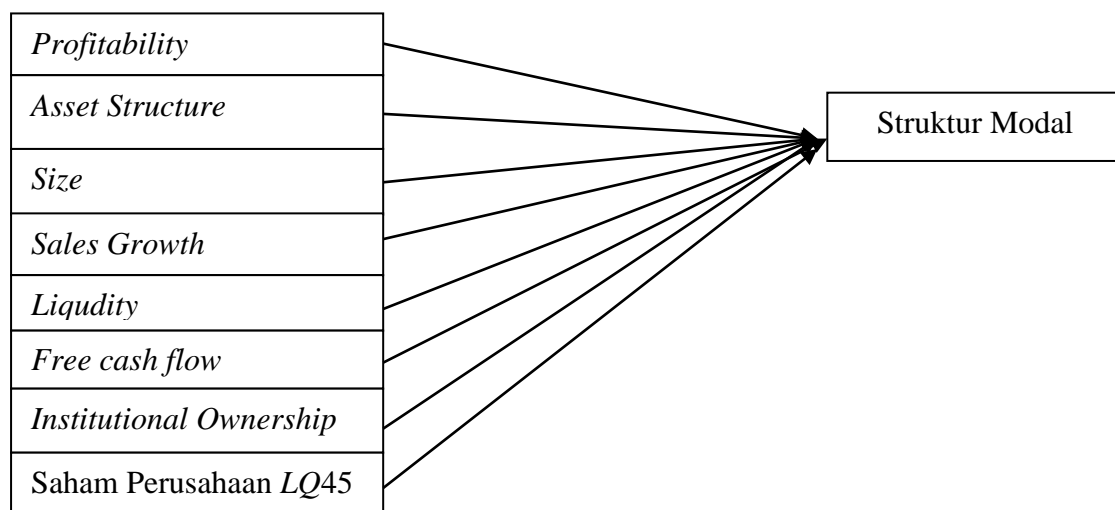
Tabel III.1.
Operasionalisasi Variabel Penelitian

No.	Variabel	Dimensi	Indikator	Skala	Sumber Data
1.	Struktur Modal	<i>Financial Health</i> dan tingkat risiko	<i>Debt Equity Ratio</i>	Rasio	<i>Annual Report</i>
2.	<i>Profitability</i>	Tingkat Kemandirian dalam tahap <i>Growth</i>	<i>Net Profit</i> <i>Net Sales</i>	Rasio	<i>Annual report</i>
3.	<i>Asset Structure</i>	Tingkat Kemandirian dalam tahap <i>Mature</i>	<i>Aset Tetap</i> <i>Total Aset</i>	Rasio	<i>Annual Report</i>

4	<i>Size</i>	Tingkat Kemandirian dalam tahap <i>Mature</i>	<i>Log Total Aset</i>	Rasio	<i>Annual Report</i>
5.	<i>Sales Growth</i>	Tingkat Kemandirian dalam tahap <i>Growth</i>	$\frac{Sales_t - Sales_{t-1}}{Sales_{t-1}}$	Rasio	<i>Annual Report</i>
6	<i>Liquidity</i>	Tingkat Kemandirian dalam tahap <i>Growth</i>	$\frac{Aset Lancar}{Hutang Lancar}$	Rasio	<i>Annual Report</i>
7	<i>Free Cash Flow</i>	Tingkat Kemandirian dalam tahap <i>Mature</i>	<i>Net Cash Flow provided (used) by Operating Activity + Net Cash Flow provided (used) by Investing Activities</i>	Rasio	<i>Annual Report</i>
8	<i>Institutional Ownership</i>	Tingkat Kemandirian dalam tahap <i>Growth</i>	Jumlah saham yang dimiliki institusi dibagi Total Saham Beredar	Rasio	<i>Annual Report</i>
9	Saham Perusahaan dalam kategori LQ45	Persepsi Investor atas prospek kinerja perusahaan yang dalam tahap <i>Growth</i>	<i>Dummy Variabel, perusahaan LQ45 = 1, non LQ45 = 0</i>	Nominal	BEI

5. Model Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Pojok BEI Universitas Tarumanagara. Penelitian ini berusaha menjelaskan beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal. Model penelitiannya digambarkan sebagai berikut :



Data penelitian dianalisis baik secara *timeseries* maupun *cross section* dengan *partial regression analysis* melalui uji t menggunakan tingkat signifikansi 5%, yang diolah dengan bantuan program *SPSS Statistics 20*. Model regresi berganda diuji dengan uji F untuk melihat pengaruh bersama.

H. Hasil dan Pembahasan

Subyek penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Indonesia tahun 2010 sampai dengan 2012, dengan pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling*. Kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

No.	Kriteria	Jumlah Perusahaan per tahun
1	Perusahaan manufaktur yang <i>go public</i> di BEI secara berturut-turut sejak tahun 2010 hingga 2012 dengan tahun buku yang berakhir 31 Desember	130
2	Perusahaan yang laporan keuangan disajikan tidak dalam mata uang Rupiah	(12)
3	Perusahaan tidak memiliki seluruh data yang diproxykan dalam penelitian ini	(73)
4	Perusahaan yang memiliki data <i>outlier</i>	(1)
	Total sampel penelitian ini per tahun berjumlah =	44
	Total sampel penelitian ini dalam 3 tahun berjumlah =	132

Periode amatan penelitian ini adalah tahun 2010 hingga 2012 karena periode tersebut adalah periode setelah krisis 2008 yang dianggap sudah relatif stabil dan merupakan periode terakhir yang datanya dapat diakses saat penelitian ini disusun. Jumlah sampel per tahun adalah 44 perusahaan sehingga dalam tiga tahun sampel berjumlah 132 perusahaan. Perusahaan manufaktur di BEI yang menjadi sampel penelitian ini meliputi tiga sektor yaitu: sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri, dan sektor industri barang konsumsi.

I. Deskripsi Obyek Penelitian

Obyek penelitian ini terdiri dari satu variabel dependen dan delapan variabel independen yang datanya secara *timeseries* dapat digambarkan secara statistik dalam tabel IV.1 di bawah ini:

Tabel IV.1
Timeseries Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	132	-200,90	413,00	52,4527	89,53609
NPM	132	-21,00	1002,00	34,2904	133,18270
Asset_Structure	132	,01	79,09	15,9916	22,42383
Size	132	4,67	8,26	6,0608	,70247
Liquidity	132	,42	1174,29	56,4572	166,67560
FCF	132	-1052927,00	18369000,00	990454,2424	3041247,84826
Inst_Ownership	132	,00	98,26	72,4247	17,75778
LQ45	132	,00	1,00	,0909	,28857
Sales_Growth	132	-73,45	14855,00	566,7769	1750,54414
Valid N (listwise)	132				

Tabel IV.1 di atas menggambarkan bahwa dalam tiga tahun pengamatan (2010-2012) sampel penelitian ini berjumlah 132 perusahaan, tabel tersebut menggambarkan juga nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi data amatan secara *timeseries*. Nilai *DER*, *NPM*, *Asset Structure*, *Liquidity*, *Institutional Ownership*, dan *Sales Growth* dicantumkan dalam prosentase. Nilai *Size* dicantumkan hasil log Total Aset. Nilai *FCF* dicantumkan dalam jutaan Rupiah. Nilai *LQ45* dicantumkan dengan variabel *dummy*. Nilai minimum data ada yang negatif yaitu *DER*, *NPM*, *FCF*, dan *Sales Growth*. Nilai maksimum dan nilai rata-rata data semua bernilai positif.

Secara *cross section* data penelitian ini dapat digambarkan per tahun sejak tahun 2010 hingga 2012 dalam tabel IV.2 di bawah ini:

Tabel IV.2
Cross Section Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER_2010	44	-200,90	388,00	58,2732	95,88599
NPM_2010	44	-21,00	1002,00	40,9934	165,41512
Asset_Str_2010	44	,01	74,13	16,3266	22,93424
Size_2010	44	4,67	8,05	5,9932	,70378
Liquidity_2010	44	,42	1068,45	54,9539	170,45787
FCF_2010	44	-706644,00	9070637,00	834931,1364	2184652,89431
Inst_Own_2010	44	,00	98,18	70,6982	20,64235
LQ45_2010	44	,00	1,00	,0909	,29080
Sales_Gr_2010	44	-24,26	7211,00	604,5443	1545,22705
DER_2011	44	-200,20	413,00	50,9925	89,68281
NPM_2011	44	-3,11	807,00	38,1645	139,44352
Asset_Str_2011	44	,02	77,07	15,3459	21,67275
Size_2011	44	4,73	8,19	6,0632	,70712
Liquidity_2011	44	,65	1174,29	61,6448	190,83443
FCF_2011	44	-476734,00	18007000,00	1236014,2273	3455208,62708
Inst_Own_2011	44	32,22	98,26	73,6639	15,62653
LQ45_2011	44	,00	1,00	,0909	,29080
Sales_Gr_2011	44	-8,93	14855,00	790,3902	2308,11180
DER_2012	44	-185,50	374,00	48,0925	84,43681
NPM_2012	44	-8,06	493,00	23,7132	83,99662
Asset_Str_2012	44	,03	79,09	16,3023	23,14183
Size_2012	44	4,77	8,26	6,1261	,70637
Liquidity_2012	44	,58	772,66	52,7730	138,26420
FCF_2012	44	-1052927,00	18369000,00	900417,3636	3372215,61962
Inst_Own_2012	44	32,22	98,26	72,9120	16,89745
LQ45_2012	44	,00	1,00	,0909	,29080
Sales_Gr_2012	44	-73,45	7606,00	305,3961	1223,97057
Valid N (listwise)	44				

Tabel IV.2 di atas menggambarkan data tahunan selama tiga tahun pengamatan (2010-2012) sampel penelitian ini berjumlah 44 perusahaan, tabel tersebut menggambarkan juga nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi data amatan secara *cross section*. Nilai *DER*, *NPM*, *Asset Structure*, *Liquidity*, *Institutional Ownership*, dan *Sales Growth* dicantumkan dalam prosentase. Nilai *Size* dicantumkan hasil log Total Aset. Nilai *FCF* dicantumkan dalam jutaan Rupiah. Nilai *LQ45* dicantumkan dengan variabel *dummy*. Selaras dengan data *timeseries*, data *cross section* ini juga memiliki nilai minimum data per tahun yang negatif yaitu pada *DER*, *NPM*, *FCF*, dan *Sales Growth*. Nilai maksimum dan nilai rata-rata data semua bernilai positif.

J. Hasil Pengujian Hipotesis

Sebelum menguji hipotesis, di bawah ini dipaparkan hasil uji persyaratan klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji heteroskedastisitas, uji multikolinearitas, dan uji autokorelasi. Tabel IV.3 di bawah ini menggambarkan hasil uji persyaratan klasik normalitas data.

Tabel IV.3
Hasil Uji Normalitas Data Timeseries dan Cross Section
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual (2010-2012)	Unstandardized Residual (2010)	Unstandardized Residual (2011)	Unstandardized Residual (2012)
N		132	44	44	44
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0E-7	0E-7	0E-7	0E-7
	Std. Deviation	86,04320942	85,10043529	87,50334218	80,12396391
Most Extreme Differences	Absolute	,163	,191	,180	,164
	Positive	,163	,191	,180	,164
	Negative	-,144	-,141	-,153	-,160
Kolmogorov-Smirnov Z		1,874	1,270	1,192	1,091
Asymp. Sig. (2-tailed)		,002	,080	,117	,185

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Berdasarkan hasil uji normalitas secara *timeseries* data dinyatakan tidak normal karena nilai asymp.sig. dibawah 0,05; namun secara *cross section* data terdistribusi normal karena nilai asymp.sig. per tahunnya di atas 0,05. Tabel IV.4 di bawah ini menggambarkan hasil uji persyaratan klasik heteroskedastisitas.

Tabel IV.4
Hasil Uji Heteroskedastisitas Data Timeseries dan Cross Section
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	44,839	53,266		,842	,402
NPM	-,042	,041	-,091	-1,018	,311
Asset_Structure	-,030	,257	-,011	-,115	,908
Size	4,066	8,836	,047	,460	,646
Liquidity	-,033	,033	-,089	-,986	,326
FCF	-5,159E-006	,000	-,257	-1,963	,052
Inst_Ownership	-,062	,316	-,018	-,195	,846
LQ45	38,365	27,112	,181	1,415	,160
Sales_Growth	,001	,003	,033	,371	,711

a. Dependent Variable: Abs_res1 (data *timeseries* 2010-2012)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	61,955	94,473		,656	,516
NPM_2010	-,074	,062	-,204	-1,206	,236
Asset_Str_2010	-,197	,463	-,075	-,426	,673
Size_2010	1,844	16,439	,022	,112	,911
Liquidity_2010	-,013	,060	-,038	-,225	,823
FCF_2010	-2,817E-006	,000	-,102	-,410	,684
Inst_Own_2010	-,049	,521	-,017	-,094	,926
LQ45_2010	-,218	50,902	-,001	-,004	,997
Sales_Gr_2010	-,001	,007	-,034	-,201	,842

a. Dependent Variable: Abs_res2 (data *cross section* tahun 2010)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,531	112,175		,005	,996
NPM_2011	-,040	,076	-,087	-,529	,600
Asset_Str_2011	,336	,518	,113	,649	,521
Size_2011	14,146	17,970	,155	,787	,436
Liquidity_2011	-,053	,055	-,155	-,956	,346
FCF_2011	-6,695E-006	,000	-,358	-1,412	,167
Inst_Own_2011	-,267	,681	-,065	-,393	,697
LQ45_2011	46,943	51,954	,211	,904	,372
Sales_Gr_2011	-,006	,005	-,209	-1,229	,227

a. Dependent Variable: Abs_res3 (data *cross section* tahun 2011)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	38,880	93,470		,416	,680
NPM_2012	-,079	,115	-,112	-,685	,498
Asset_Str_2012	,069	,445	,027	,155	,878
Size_2012	5,279	14,849	,063	,356	,724
Liquidity_2012	-,051	,071	-,120	-,720	,476
FCF_2012	-4,924E-006	,000	-,282	-1,148	,259
Inst_Own_2012	-,167	,595	-,048	-,280	,781
LQ45_2012	57,154	49,718	,282	1,150	,258
Sales_Gr_2012	-,009	,008	-,179	-1,071	,292

a. Dependent Variable: Abs_res4 (data *cross section* tahun 2012)

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas dari tabel IV.4 di atas baik secara *timeseries* maupun *cross section* tidak terjadi masalah heteroskedastisitas karena nilai sig. seluruhnya di atas 0,05. Tabel IV.5 di bawah ini menggambarkan hasil uji persyaratan klasik multikolinearitas baik secara *timeseries* maupun *cross section*.

Tabel IV.5
Hasil Uji Multikolinearitas Data Timeseries dan Cross Section

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	172,804	76,724		2,252	,026		
NPM	,027	,059	,040	,455	,650	,965	1,037
Asset_Structure	-,665	,371	-,167	-1,793	,075	,870	1,149
Size	-25,109	12,727	-,197	-1,973	,051	,753	1,328
Liquidity	,005	,048	,009	,100	,921	,957	1,045
FCF	-4,210E-006	,000	-,143	-1,112	,268	,454	2,201
Inst_Ownership	,510	,455	,101	1,121	,265	,921	1,086
LQ45	64,718	39,053	,209	1,657	,100	,474	2,110
Sales_Growth	,005	,005	,090	1,016	,312	,954	1,048

a. Dependent Variable: DER (data *timeseries* 2010-2012)

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	244,042	137,091		1,780	,084		
NPM_2010	-,008	,089	-,014	-,090	,929	,946	1,057
Asset_Str_2010	-,942	,671	-,225	-1,404	,169	,873	1,146
Size_2010	-38,218	23,855	-,281	-1,602	,118	,734	1,362
1 Liquidity_2010	,016	,087	,028	,182	,857	,948	1,055
FCF_2010	-5,009E-006	,000	-,114	-,502	,619	,436	2,294
Inst_Own_2010	,621	,756	,134	,821	,417	,849	1,178
LQ45_2010	66,062	73,864	,200	,894	,377	,448	2,230
Sales_Gr_2010	,021	,010	,331	2,123	,041	,926	1,080

a. Dependent Variable: DER_2010 (data *cross section* 2010)

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	142,531	161,459		,883	,383		
NPM_2011	,020	,109	,031	,186	,854	,947	1,056
Asset_Str_2011	-,430	,746	-,104	-,577	,568	,837	1,195
Size_2011	-17,921	25,866	-,141	-,693	,493	,654	1,529
1 Liquidity_2011	-,010	,079	-,021	-,124	,902	,961	1,041
FCF_2011	-3,464E-006	,000	-,133	-,507	,615	,393	2,542
Inst_Own_2011	,313	,980	,055	,319	,751	,934	1,071
LQ45_2011	59,698	74,780	,194	,798	,430	,463	2,162
Sales_Gr_2011	-,001	,007	-,021	-,119	,906	,876	1,141

a. Dependent Variable: DER_2011 (data *cross section* 2011)

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	135,230	133,537		1,013	,318		
NPM_2012	,146	,164	,146	,891	,379	,965	1,037
Asset_Str_2012	-,334	,635	-,091	-,525	,603	,849	1,177
Size_2012	-18,958	21,214	-,159	-,894	,378	,817	1,224
Liquidity_2012	,018	,101	,029	,177	,861	,942	1,061
FCF_2012	-6,157E-006	,000	-,246	-1,005	,322	,429	2,329
Inst_Own_2012	,393	,850	,079	,462	,647	,889	1,125
LQ45_2012	95,775	71,029	,330	1,348	,186	,430	2,326
Sales_Gr_2012	-,006	,011	-,085	-,511	,612	,929	1,077

a. Dependent Variable: DER_2012 (data *cross section* 2012)

Berdasarkan tabel IV.5 di atas dengan melihat nilai *VIF* yang tidak lebih dari 10 menunjukkan bahwa data penelitian ini baik secara *timeseries* maupun *cross section* bebas dari masalah multikolinearitas.

Pengujian autokorelasi dalam penelitian ini tidak dilakukan mengingat hasil uji normalitas data *timeseries* yang tidak normal. Oleh karena itu, pengujian *timeseries* akan dilakukan dengan uji nonparametrik korelasi *Spearman's Rho*.

1. Hasil Uji Data *Timeseries*

Mengingat data *timeseries* tidak terdistribusi normal dalam tahun 2010 – 2012 maka pengujian regresi tidak dilakukan diganti dengan uji nonparametrik korelasi *Spearman's Rho*. Hasil uji nonparametrik korelasi *Spearman's Rho* dapat dilihat pada tabel IV.6 di bawah ini.

Tabel IV.6
Hasil Uji Korelasi Spearman's Rho Data Timeseries
Correlations

			Correlations								
			DER	NPM	Asset _Stru cture	Size	Liqui dity	FCF	Inst_ Owne rship	LQ45	Sales _Gro wth
Spearman' s rho	DER	Correlation Coefficient	1,000	,348**	-,070	-,021	,186*	-,080	,117	,000	,098
		Sig. (1-tailed)	.	,000	,211	,404	,016	,182	,090	,498	,133
		N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
	NPM	Correlation Coefficient	,348**	1,000	,000	,101	,104	,298**	,105	,215**	,154*
		Sig. (1-tailed)	,000	.	,500	,125	,117	,000	,115	,007	,039
		N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
	Asset_Structure	Correlation Coefficient	-,070	,000	1,000	,016	,301**	,196*	,077	,153*	-,062
		Sig. (1-tailed)	,211	,500	.	,430	,000	,012	,190	,040	,239
		N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
	Size	Correlation Coefficient	-,021	,101	,016	1,000	-,068	,369**	,189*	,213**	,245**
		Sig. (1-tailed)	,404	,125	,430	.	,219	,000	,015	,007	,002
		N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
	Liquidity	Correlation Coefficient	,186*	,104	,301**	-,068	1,000	,020	,201*	-,002	,207**
		Sig. (1-tailed)	,016	,117	,000	,219	.	,408	,010	,489	,009
		N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
	FCF	Correlation Coefficient	-,080	,298**	,196*	,369**	,020	1,000	,049	,407**	,222**
		Sig. (1-tailed)	,182	,000	,012	,000	,408	.	,288	,000	,005
		N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
	Inst_Ownership	Correlation Coefficient	,117	,105	,077	,189*	,201*	,049	1,000	-,115	,030
		Sig. (1-tailed)	,090	,115	,190	,015	,010	,288	.	,095	,366
		N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
	LQ45	Correlation Coefficient	,000	,215**	,153*	,213**	-,002	,407**	-,115	1,000	,149*
		Sig. (1-tailed)	,498	,007	,040	,007	,489	,000	,095	.	,044
		N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
	Sales_Growth	Correlation Coefficient	,098	,154*	-,062	,245**	,207**	,222**	,030	,149*	1,000
		Sig. (1-tailed)	,133	,039	,239	,002	,009	,005	,366	,044	.
		N	132	132	132	132	132	132	132	132	132

** . Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

Dengan melihat hasil uji korelasi *Spearman's Rho* tabel IV.6 di atas, kaitan *NPM* dengan *DER* menunjukkan arah positif dan signifikan, hasil ini menunjukkan bahwa H_{a1} diterima. Kaitan *Asset Structure* dengan *DER* menunjukkan arah negatif dan tidak signifikan, hasil ini menunjukkan bahwa H_{a2} diterima walaupun tidak signifikan arahnya sesuai hipotesis. Kaitan *Size* dengan *DER* menunjukkan arah negatif dan tidak signifikan, hasil ini menunjukkan bahwa H_{a3} diterima walaupun tidak signifikan. Kaitan *Sales Growth* dengan *DER* menunjukkan arah positif dan tidak signifikan, hasil ini menunjukkan H_{a4} diterima karena walaupun tidak signifikan. Kaitan *Liquidity* dengan *DER* menunjukkan arah positif dan signifikan, hasil ini menunjukkan bahwa H_{a5} diterima. Kaitan *FCF* dengan *DER* menunjukkan arah negatif dan tidak signifikan, hasil ini menunjukkan H_{a6} diterima karena walaupun tidak signifikan. Kaitan *Institutional Ownership* dengan *DER* menunjukkan arah positif dan tidak signifikan, hasil ini menunjukkan H_{a7} diterima karena walaupun tidak signifikan. Kaitan *LQ45* dengan *DER* menunjukkan arah positif dan tidak signifikan, hasil ini menunjukkan H_{a8} diterima karena walaupun tidak signifikan. Seluruh arah hipotesis penelitian sesuai hasil pengujian penelitian ini

sehingga dapat disinyalir bahwa tingkat kemandirian dan persepsi investor berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Rizal (2007) untuk Ha7 dan penelitian Prabansari, Kusuma (2005) untuk Ha1, Ha3 dan Ha7.

2. Hasil Uji Data *Cross Section*

Mengacu pada hasil uji persyaratan klasik dari data *cross section* yang tidak memiliki masalah normalitas, heterokedastisitas, dan multikolinearitas, maka data *cross section* ini diuji dengan regresi linear berganda yang dianalisis secara parsial dengan uji t dan secara simultan dengan uji F. Hasil uji t data *cross section* tahun 2010, 2011, dan 2012 sama dengan yang dipaparkan pada tabel IV.5 (saat uji multikolinearitas yang fokus pada nilai *VIF*). Hasil uji t data *cross section* tahun 2010, 2011, dan 2012 fokus pada arah koefisien korelasi dan nilai signifikansi uji t dari masing-masing variable, disajikan ulang di bawah ini dalam tabel IV.7.

Tabel IV.7
Hasil Uji t Data *Cross Section*
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	244,042	137,091		1,780	,084		
NPM_2010	-,008	,089	-,014	-,090	,929	,946	1,057
Asset_Str_2010	-,942	,671	-,225	-1,404	,169	,873	1,146
Size_2010	-38,218	23,855	-,281	-1,602	,118	,734	1,362
1 Liquidity_2010	,016	,087	,028	,182	,857	,948	1,055
FCF_2010	-5,009E-006	,000	-,114	-,502	,619	,436	2,294
Inst_Own_2010	,621	,756	,134	,821	,417	,849	1,178
LQ45_2010	66,062	73,864	,200	,894	,377	,448	2,230
Sales_Gr_2010	,021	,010	,331	2,123	,041	,926	1,080

a. Dependent Variable: DER_2010 (data *cross section* 2010)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	142,531	161,459		,883	,383		
NPM_2011	,020	,109	,031	,186	,854	,947	1,056
Asset_Str_2011	-,430	,746	-,104	-,577	,568	,837	1,195
Size_2011	-17,921	25,866	-,141	-,693	,493	,654	1,529
1 Liquidity_2011	-,010	,079	-,021	-,124	,902	,961	1,041
FCF_2011	-3,464E-006	,000	-,133	-,507	,615	,393	2,542
Inst_Own_2011	,313	,980	,055	,319	,751	,934	1,071
LQ45_2011	59,698	74,780	,194	,798	,430	,463	2,162
Sales_Gr_2011	-,001	,007	-,021	-,119	,906	,876	1,141

a. Dependent Variable: DER_2011 (data *cross section* 2011)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	135,230	133,537		1,013	,318		
NPM_2012	,146	,164	,146	,891	,379	,965	1,037
Asset_Str_2012	-,334	,635	-,091	-,525	,603	,849	1,177
Size_2012	-18,958	21,214	-,159	-,894	,378	,817	1,224
1 Liquidity_2012	,018	,101	,029	,177	,861	,942	1,061
FCF_2012	-6,157E-006	,000	-,246	-1,005	,322	,429	2,329
Inst_Own_2012	,393	,850	,079	,462	,647	,889	1,125
LQ45_2012	95,775	71,029	,330	1,348	,186	,430	2,326
Sales_Gr_2012	-,006	,011	-,085	-,511	,612	,929	1,077

a. Dependent Variable: DER_2012 (data *cross section* 2012)

Berdasarkan hasil uji t tabel IV.7 tahun 2010 menunjukkan nilai signifikansi sebagian besar di atas 0,05, hanya nilai signifikansi pengaruh *Sales Growth* terhadap *DER* di bawah 0,05. Hal ini menggambarkan bahwa pertumbuhan penjualan menjadi pertimbangan manajemen untuk keputusan pendanaan yang tercermin dalam struktur modal perusahaan (*DER*). Arah koefisien korelasi hasil uji t tahun 2010 sebagian besar sesuai dengan hipotesis penelitian ini kecuali arah koefisien korelasi *NPM* dengan *DER* menunjukkan arah negatif. Hal ini menunjukkan bahwa makin besar *NPM* makin kecil *DER*, sehingga dapat disinyalir bahwa pada tahun 2010 kebutuhan dana pertumbuhan (ekspansi usaha) perusahaan manufaktur di BEI dapat dipenuhi dari kinerja internalnya. Dengan demikian H_{a1} ditolak sedangkan H_{a2} , H_{a3} , H_{a4} , H_{a5} , H_{a6} , H_{a7} , dan H_{a8} diterima.

Berdasarkan hasil uji t tabel IV.7 tahun 2011 menunjukkan nilai signifikansi seluruh independen variabel di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa keputusan pendanaan perusahaan tidak dapat disinyalir secara signifikan dari masing-masing variabel independen penelitian ini. Arah koefisien korelasi hasil uji t tahun 2011 sebagian besar sesuai dengan hipotesis penelitian ini kecuali arah koefisien korelasi *Liquidity* dengan *DER*, dan *Sales Growth* dengan *DER* menunjukkan arah negatif. Hal ini menunjukkan bahwa makin besar *Liquidity* makin kecil *DER*, makin besar *Sales Growth* makin kecil *DER*, sehingga dapat disinyalir bahwa pada tahun 2011 kebutuhan dana pertumbuhan (ekspansi usaha) perusahaan manufaktur di BEI dapat dipenuhi dari kinerja internalnya yang dikaitkan dengan *Liquidity* dan *Sales Growth*. Dengan demikian H_{a4} dan H_{a5} ditolak, sedangkan H_{a1} , H_{a2} , H_{a3} , H_{a6} , H_{a7} , dan H_{a8} diterima.

Berdasarkan hasil uji t tabel IV.7 tahun 2012 menunjukkan nilai signifikansi seluruh independen variabel di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa keputusan pendanaan perusahaan tidak dapat disinyalir secara signifikan dari masing-masing variabel independen penelitian ini. Arah koefisien korelasi hasil uji t tahun 2012 sebagian besar sesuai dengan hipotesis penelitian ini kecuali arah koefisien korelasi *Sales Growth* dengan *DER* menunjukkan arah negatif. Hal ini menunjukkan bahwa makin besar *Sales Growth* makin kecil *DER*, sehingga dapat disinyalir bahwa pada tahun 2012 kebutuhan dana pertumbuhan (ekspansi usaha) perusahaan manufaktur di BEI dapat dipenuhi dari kinerja internalnya yang dikaitkan dengan *Sales Growth*. Dengan demikian H_{a4} ditolak sedangkan H_{a1} , H_{a2} , H_{a3} , H_{a5} , H_{a6} , H_{a7} , dan H_{a8} diterima.

Secara simultan hasil uji F data *cross section* disajikan dalam tabel IV.8 di bawah ini.

Tabel IV.8
Hasil Uji F Data Cross Section

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	83937,659	8	10492,207	1,179	,339 ^b
	Residual	311409,616	35	8897,418		
	Total	395347,275	43			

a. Dependent Variable: DER_2010

b. Predictors: (Constant), Sales_Gr_2010, NPM_2010, FCF_2010, Liquidity_2010, Inst_Own_2010, Asset_Str_2010, Size_2010, LQ45_2010

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	16605,381	8	2075,673	,221	,985 ^b
	Residual	329243,900	35	9406,969		
	Total	345849,281	43			

a. Dependent Variable: DER_2011

b. Predictors: (Constant), Sales_Gr_2011, LQ45_2011, NPM_2011, Liquidity_2011, Inst_Own_2011, Asset_Str_2011, Size_2011, FCF_2011

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	30518,171	8	3814,771	,484	,859 ^b
	Residual	276053,533	35	7887,244		
	Total	306571,703	43			

a. Dependent Variable: DER_2012

b. Predictors: (Constant), Sales_Gr_2012, Size_2012, NPM_2012, Liquidity_2012, Inst_Own_2012, Asset_Str_2012, LQ45_2012, FCF_2012

Berdasarkan hasil uji F tabel IV.8 di atas digambarkan bahwa nilai signifikansi uji F untuk tahun 2010, 2011, dan 2012 di atas 0,05 sehingga seluruhnya tidak signifikan.

Hasil uji koefisien determinasi (R^2) data *cross section* tahun 2010, 2011, dan 2012 disajikan dalam tabel IV.9 di bawah ini.

Tabel IV.9
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2) Data Cross Section

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,461 ^a	,212	,032	94,32612	1,809

a. Predictors: (Constant), Sales_Gr_2010, NPM_2010, FCF_2010, Liquidity_2010, Inst_Own_2010, Asset_Str_2010, Size_2010, LQ45_2010

b. Dependent Variable: DER_2010

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,219 ^a	,048	-,170	96,98953	2,019

a. Predictors: (Constant), Sales_Gr_2011, LQ45_2011, NPM_2011, Liquidity_2011, Inst_Own_2011, Asset_Str_2011, Size_2011, FCF_2011

b. Dependent Variable: DER_2011

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,316 ^a	,100	-,106	88,81016	2,172

a. Predictors: (Constant), Sales_Gr_2012, Size_2012, NPM_2012, Liquidity_2012, Inst_Own_2012, Asset_Str_2012, LQ45_2012, FCF_2012

b. Dependent Variable: DER_2012

Nilai koefisien determinasi (R^2) tahun 2010 adalah 21,2%, hal ini menunjukkan bahwa seluruh variabel independen penelitian ini hanya dapat menentukan 21,2% sedangkan sisanya 78,8% dipengaruhi oleh variabel independen lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Nilai koefisien determinasi (R^2) tahun 2011 adalah 4,8%, hal ini menunjukkan bahwa seluruh variabel independen penelitian ini hanya dapat menentukan 4,8% sedangkan sisanya 95,2% dipengaruhi oleh variabel independen lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Nilai koefisien determinasi (R^2) tahun 2012 adalah 10,0%, hal ini menunjukkan bahwa seluruh variabel independen penelitian ini hanya dapat menentukan 10,0% sedangkan sisanya 90,0% dipengaruhi oleh variabel independen lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

K. Pembahasan

Kaitan tingkat kemandirian perusahaan dalam tahap *growth* diwakili dengan *proxy NPM, Sales Growth, Liquidity*, dan *Institutional Ownership*, diharapkan berkaitan positif dengan *DER* karena dalam tahap pertumbuhan perusahaan membutuhkan sangat banyak dana untuk ekspansi yang belum dapat dicukupi dengan kinerja internalnya sehingga perlu penerbitan hutang sehingga makin besar *NPM, Sales Growth, Liquidity*, dan *Institutional Ownership* akan membuat *DER* makin besar pula. Arah hubungan ini teruji secara *timeseries* namun tidak seluruhnya signifikan. Secara *cross section*, tahun 2010 arah hubungan *NPM* terhadap *DER* tidak sesuai hipotesis (Ha1 ditolak). Hal ini sejalan dengan penelitian Bangun, SURIANTY (2008) dan STEFTIANNE, RATIH (2011). Namun hasil penelitian Nurohim (2008) sebaliknya. Tahun 2011 arah hubungan *Liquidity* terhadap *DER*, dan *Sales Growth* terhadap *DER* tidak sesuai hipotesis (Ha5 dan Ha4 ditolak). Hasil ini sesuai penelitian Bangun, SURIANTY (2008) untuk Ha4 dan STEFTIANNE, RATIH (2011) untuk Ha5. Tahun 2012 arah hubungan *Sales Growth* terhadap *DER* tidak sesuai hipotesis (Ha4 ditolak).

Kaitan tingkat kemandirian perusahaan dalam tahap *mature* diwakili dengan *proxy Asset Structure, Size*, dan *FCF*, diharapkan berkaitan negatif dengan *DER* karena dalam tahap *mature* perusahaan telah mapan dan memiliki dana internal yang besar sehingga tidak perlu penerbitan hutang sehingga makin besar *Asset Structure, Size*, dan *FCF*, akan berpengaruh terhadap makin kecilnya *DER*. Arah hubungan ini teruji baik secara *timeseries* maupun *cross section* namun tidak seluruhnya signifikan. Dengan demikian Ha2, Ha3, dan Ha6 diterima.

Hasil pengujian penelitian ini membuktikan *Pecking Order Theory* dan *Agency Theory* masih berlaku dalam keputusan pendanaan perusahaan manufaktur di BEI tahun 2010 sampai dengan 2012 dimana urutan preferensi pendanaan perusahaan dimulai dari *internal financing* dan jika memerlukan pendanaan dari luar (*external financing*), maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu menerbitkan obligasi, selanjutnya sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), dan akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Seluruh keputusan pendanaan perusahaan diperhitungkan oleh manajemen dengan memperhatikan *agency theory*.

Hasil penelitian ini juga membuktikan *Signaling Theory* dan *Trade Off Theory* dimana manajemen bertindak sesuai dengan informasi yang diketahuinya serta memperhitungkan *trade off* antara keuntungan dan kerugian penggunaan hutang. Perusahaan yang tidak berisiko tinggi akan memilih rasio hutang yang tinggi yang dapat meningkatkan *DER*, sedangkan perusahaan yang berisiko tinggi akan memilih *equity financing* yang dapat menurunkan *DER*.

L. Kesimpulan & Saran

Penelitian ini dilakukan untuk menginvestigasi faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan yang menggambarkan *financial health* dan tingkat risiko yang diproxykan dengan *DER*. Delapan variabel independen penelitian yaitu *NPM, Asset Structure, Size, Sales Growth, Liquidity, FCF, Institutional Ownership*, dan *LQ45* dibuktikan memiliki arah sesuai hipotesis.

Pengujian secara *timeseries* menunjukkan hasil seluruh hipotesis alternatif diterima karena arahnya sesuai, walaupun hanya *NPM* dan *Liquidity* yang berkaitan signifikan. Pengujian secara *cross section* menunjukkan sebagian besar hipotesis alternatif diterima kecuali untuk tahun 2010 Ha1 ditolak, untuk tahun 2011 Ha4 dan Ha5 ditolak, dan untuk tahun 2012 Ha4 ditolak. Hasil uji F tahun 2010 sampai dengan 2012 tidak menunjukkan hasil yang signifikan namun koefisien determinasi (R^2)

tahun 2010 menunjukkan nilai 21,2%, tahun 2011 menunjukkan nilai koefisien determinasi 4,8%, dan tahun 2012 menunjukkan nilai koefisien determinasi 10%.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa keputusan pendanaan perusahaan dalam membentuk struktur modal yang diproxykan dengan *DER* sangat berkaitan dengan tingkat kemandirian dan persepsi investor. Penelitian ini membuktikan bahwa *Pecking Order Theory*, *Agency Theory*, *Signaling Theory*, dan *Trade Off Theory* masih diperhatikan manajemen dalam keputusan pendanaannya.

Penelitian ini dapat diteliti lebih lanjut dengan menambah sampel, periode amatan, variabel independen, dan dapat memodifikasi model penelitian. Kemungkinan pengembangan penelitian selanjutnya sangat diharapkan dapat menyempurnakan investigasi keputusan pendanaan perusahaan. Gambaran acuan keputusan pendanaan perusahaan sangat perlu diperjelas dari periode ke periode mengingat banyaknya faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan tersebut serta banyaknya inovasi berbagai bentuk pendanaan yang ditawarkan pasar.

M. Daftar Pustaka

- Anonim. (2012). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan Survey pada Perusahaan Manufaktur di PT Bursa Efek Indonesia. www.stiepena.ac.id/wp-content/upload/2012/02/paper24.doc.
- ACCA.(2011); Paper F7 Financial Reporting (International and UK Stream) Study Text for exams in 2012; BPP Learning Media
- Bangun, Nurainun dan Vivi Surianty. (2008). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (studi empiris terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ). *Jurnal Akuntansi*. Tahun XII. (01). 35-47
- Brigham, Eugene F. dan Michael C. Ehrhardt. (2008). *Financial management theory and practice. Twelfth Edition*. Mason: Thomson South-Western
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hartono, Jogiyanto (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE
- Heryanto, Florentina. (2004). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Leverage pada Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ; Master Thesis, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro; www.eprints.undip.ac.id/9675
- Husnan, Suad. (1996). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*; Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2012). *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat
- Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt, dan Terry D. Warfield. (2010). *Intermediate Accounting. Thirteenth Edition*. New Jersey: John Wiley & Sons
- Maftukhah Ida; (2013); Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kinerja Keuangan sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan; *Jurnal Dinamika Manajemen* Vol.4 no.1 pp:69-81; <http://journal.unnes.ac.id/nju/index.php/jdm>
- Murhadi, Werner R. dan Liliana Inggrit Wijaya (2010). Studi Pengaruh Good Corporate Governance, Analyst Coverage, dan Tahapan Daur Hidup terhadap Kebijakan Dividen. *Academia.edu.documents*, Agustus 2010.
- Nurrohin KP, Hasa. (2008). Pengaruh profitabilitas, *fixed asset ratio*, kontrol kepemilikan dan struktur aktiva terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia. *Jurnal Sinergi*. 10 (Januari). (1). 11-18

- Prabansari, Yuke dan Hadri Kusuma. (2005). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Sinergi*. (Edisi Khusus on *Finance*).
- Puspitaningtyas, Zarah. (2007). Pemanfaatan Informasi Akuntansi Bagi Investor dalam Proses Pengambilan Keputusan Investasi, *Jurnal NeO-Bis*, vol.1 no.2, Desember 2007, 121-129
- Rizal, M Syamsul; (2007); Analisis Pengaruh Managerial Ownership, Institutional Ownership, Dividend Payout Ratio dan Return on Asset terhadap Capital Structure (Studi di BEJ periode 2002-2005); Tesis S2 MM Universitas Diponegoro.
- Russel, Philip S; dan Ken Hung. (2013). Does Market Timing Affect Capital Structure?: Evidence for Chinese Firms; *Chinese Business Review*, ISSN 1537-1506, June 2013 Vol 12 no.6, 395-400.
- Ruslim, Herman. (2009). Pengujian Struktur Modal (Teori *Pecking Order*): Analisis Empiris terhadap Saham di LQ-45; *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* vol 11 no 3 Desember 2009, 209-221.
- Sayekti, Yosefa. (2013). Pengujian atas Debt/Equity Hypothesis dan Size Hypothesis terhadap Pemilihan Metode Penyusutan Aset Tetap; ye2k83@yahoo.com
- Schroeder, Clark, dan Cathey (2009); *Financial Accounting Theory and Analysis: Text and Cases*; 9th edition; John Wiley & Sons, Inc., USA
- Scott, William R (2000). *Financial Accounting Theory*. Edisi 2. Ontario : Prentice Hall Canada Inc
- Seftianne. (2011). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan publik sektor manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.13 No. 1 . (April) (1) 39-56
- Susanto, Hadi (2011). Struktur Kepemilikan Saham dan Kondisi Keuangan Perusahaan Pengaruhnya terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Pasar Modal Indonesia); *Jurnal NeO-Bis* vol.5 no.1 Juni 2011, 89-101
- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland. (1997). *Manajemen Keuangan*. Edisi 9, buku 2; Jakarta: Bina Rupa Aksara.
- Weygandt Jerry J., Kimmel Paul D dan Kieso Donald E. (2013). *Financial Accounting*. IFRS Second Edition. John Wiley & Sons, Inc : USA
www.idx.co.id