

Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan
Akreditasi No. 80/DIKTI/Kep/2012

ISSN 1411-0393

DETERMINAN PREFERENSI STRUKTUR MODAL USAHA MIKRO DAN KECIL

Khaira Amalia Fachrudin
khairaamalia@yahoo.co.id
Universitas Sumatera Utara

ABSTRACT

Capital structure is the mix of sources of funds used by a firm. Capital structure of Micro and Small Enterprises can be determined by several factors such as owners characteristics and firm's characteristics. This study aims to investigate the determinants of financing preferences MSEs owners at USU Market in Padang Bulan Medan. The determinants consist of owners characteristics and firm's characteristics. The owner characteristics consists of education, entrepreneurability, and experience. Meanwhile, the firm's characteristic used is firm size. Structured questionnaires were used to collect data from 100 micro and small enterprises. Logistic regression model was used to test several literature-driven hypotheses. The results at the 5% alpha level show that firm size has a significant influences on the capital structure preferences of SMEs. Other variables have no significant effects. The implication is that the larger the size, the greater opportunities of small and medium enterprises to use external capital. It is difficult for smaller enterprises to access external capital due to the minimum collateral. They also have lack of time for the loan administration process. The official financial institution needs to pay full attention to help the the smaller enterprises to get the capital needed for their business expansion.

Keywords: Capital Structure, Education, Entrepreneurability, Experience, and Firm Size

ABSTRAK

Struktur modal adalah bauran sumber dana yang digunakan perusahaan. Struktur modal usaha mikro dan kecil (UMK) dapat ditentukan oleh sejumlah faktor seperti karakteristik pemilik serta karakteristik perusahaan. Tujuan studi ini adalah untuk menyelidiki determinan preferensi struktur modal usaha dari UMK di Pajak USU Padang Bulan Medan. Determinan tersebut terdiri atas karakteristik pemilik dan karakteristik usaha. Karakteristik pemilik terdiri atas pendidikan, kewirausahaan, dan pengalaman, sedangkan karakteristik usaha yang digunakan adalah ukuran usaha. Pertanyaan terstruktur digunakan untuk mengumpulkan data 100 usaha kecil dan menengah. Model regresi logistik digunakan untuk menguji hipotesis yang diturunkan dari literatur. Hasil uji pada alpha 5% menunjukkan bahwa ukuran usaha berpengaruh signifikan terhadap preferensi struktur modal usaha mikro dan kecil. Variabel lain ditemukan tidak berpengaruh signifikan. Implikasi hasil penelitian ini adalah semakin besar ukuran usahanya, semakin besar peluang usaha tersebut untuk menggunakan struktur modal dari eksternal. Usaha yang lebih kecil mengalami kesulitan untuk mengakses dana eksternal karena kurangnya jaminan. Mereka juga kurang memiliki waktu untuk mengurus administrasi pinjaman. Lembaga keuangan formal perlu memperhatikan hal ini dan membantu usaha kecil untuk mendapatkan modal yang diperlukan untuk mengembangkan bisnis mereka.

Kata Kunci: Struktur Modal, Pendidikan, Kewirausahaan, Pengalaman, dan Ukuran Usaha

PENDAHULUAN

Struktur modal adalah bauran antara hutang dan modal sendiri. Dalam perusahaan besar, hutang dapat diperoleh dari

hutang bank dan menerbitkan obligasi. Modal sendiri dapat diperoleh laba ditahan dan ekuitas pemegang saham.

Perusahaan besar lebih mudah mendapatkan dana dari bank atau investor baru daripada usaha mikro dan kecil. Usaha mikro dan kecil sering kesulitan mendapatkan dana dari institusi keuangan formal seperti bank karena jaminan yang dimiliki kurang memadai serta reputasi yang belum menonjol (Gebru, 2009: 323). Njeru et al. (2012: 54) juga menambahkan mengatakan bahwa di Negara-negara berkembang seperti Sub-Saharan Africa dan Kenya, wirausahawan memiliki akses yang terbatas untuk mendapatkan kredit secara formal. Pemilihan sumber dana menjadi masalah bagi perusahaan *entrepreneurial*. Laba ditahan merupakan pendanaan bagi usaha yang sudah matang dan stabil. Perusahaan *entrepreneurial* memerlukan waktu yang sangat besar dalam sumber modal. Essien et al. (2012: 2) juga mengungkapkan hal yang sama di Nigeria, usaha mikro dan kecil mempunyai keterbatasan akses untuk menyimpan uang, mendapatkan fasilitas kredit, dan dukungan keuangan lainnya yang disediakan institusi keuangan formal karena tidak mempunyai jaminan yang memadai. Dilain pihak, meminjamkan kepada usaha kecil merupakan resiko bagi institusi keuangan formal.

Mencari investor baru dapat mengurangi kepemilikan dan keleluasaan pemilik lama untuk bertindak. Hal tersebut juga dihindari oleh pemilik usaha kecil (Gracia dan Mira, 2008: 122).

Pendanaan usaha mikro dan kecil berbeda dari perusahaan besar. Pada perusahaan besar, modal internal berasal dari laba ditahan dan penyusutan, sedangkan modal eksternal bersumber dari kreditur dan pemilik perusahaan. Pada usaha kecil, sumber internal dapat berasal dari tabungan, laba ditahan, pemberian dari keluarga dan teman; sedangkan sumber eksternal seperti pinjaman dari keluarga dan teman, rentenir, lembaga keuangan seperti ventura, koperasi, bank, serta mencari mitra baru.

Teori struktur modal tradisional (Ang et al., 2010: 2) merupakan bagian dari teori keuangan fundamental original yang

penting sejak dua puluh lima tahun yang lalu. Teori ini mempunyai asumsi bahwa karakteristik pemilik tidak menjadi alasan dalam keputusan struktur modal perusahaan, namun sejak 1958 diketahui bahwa karakteristik demografi pemilik dapat membantu pengambilan keputusan struktur modal.

He dan Kent, 2007: 29) mengatakan bahwa usaha kecil memiliki keunikan karena usaha kecil susah memperoleh akses ke modal padahal modal itu penting untuk keberhasilannya. Keunikan usaha kecil inilah yang menyebabkan banyak periset yang mempelajari karakteristik khusus dari usaha kecil yang mungkin berkontribusi dalam pengambilan keputusan mereka.

Preferensi struktur modal perusahaan besar terkait pada karakteristik usaha seperti ukuran perusahaan, struktur kepemilikan, dan struktur hutang. Pada usaha mikro dan kecil, selain karakteristik perusahaan, karakteristik pemilik juga dapat mempengaruhi preferensi pembiayaan ini. Coleman dan Cohn (2000: 82) menggali relevansi teori yang berkenaan antara struktur modal dan *leverage* dalam usaha kecil di Amerika. Hipotesisnya adalah bahwa penggunaan hutang dalam usaha kecil ditentukan oleh karakteristik pemilik perusahaan dan karakteristik perusahaan. Hal ini konsisten dengan pemikiran bahwa, untuk usaha kecil, urusan keuangan perusahaan tidak dapat dipisahkan dengan pemiliknya. Ang et al. (2010: 16) menunjukkan bahwa karakteristik pemilik mampu dapat menjelaskan pemilihan struktur modal perusahaan. Pendidikan (*education*), kewirausahaan (*entrepreneurability*), dan pengalaman (*experience*) pemilik usaha kecil menengah serta ukuran usaha (*firm size*) dapat berperan dalam menentukan sumber pendanaan.

Coleman dan Cohn (2000: 98) menemukan bahwa pendidikan pemilik usaha kecil berpengaruh positif dan signifikan terhadap pinjaman yang diperoleh dari pihak eksternal. Pemilik bisnis yang menyelesaikan pendidikan tinggi lebih mudah memperoleh

pinjaman dari pada pemilik yang tidak berpendidikan tinggi.

Kewirausahaan yang diprosikan Gebru (2009: 328) melalui perilaku masuknya usaha mikro dan kecil ke pasar ditemukan berhubungan dengan preferensi pendanaan. Pemilik usaha kecil yang memulai bisnisnya dengan sukarela relatif lebih mempunyai preferensi mencari pembiayaan dari sumber eksternal. Namun Fachrudin (2013: 102) yang meneliti preferensi pembiayaan usaha mikro dan kecil bidang kuliner di Medan Johor tidak menemukan kecenderungan pemilihan jenis pembiayaan tertentu di antara pemilik usaha dengan kewirausahaan tinggi maupun rendah.

Pengalaman pemilik usaha dapat menjadi determinan preferensi pembiayaan usaha. Gregory *et al.* (2005) menemukan bahwa perusahaan yang lebih dewasa cenderung bisa mendapatkan akses yang lebih baik untuk ekuitas publik dan pembiayaan hutang jangka panjang (Gebru, 2009: 325). Perusahaan yang dewasa dalam hal ini sama dengan pengalaman usaha. Secara lebih spesifik, Coleman dan Cohn (2000: 81-99) meneliti pengaruh karakteristik pemilik usaha kecil terhadap kerelaan dan kemampuan menggunakan hutang. Mereka menggunakan pengalaman pemilik usaha sebagai determinan, namun ditemukan bahwa pengalaman tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat hutang.

Ukuran usaha dapat diukur dari jumlah karyawan (Gebru, 2009: 324). Di lain pihak, Gracia dan Mira (2008: 134) yang mengukur ukuran usaha dengan logaritma natural dari total aset mengatakan bahwa perusahaan besar lebih memiliki *leverage* yang tinggi. Sementara itu Zabri (2012: 132-146) di Malaysia menemukan bahwa ukuran usaha dan umur perusahaan kecil dan menengah tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal yang diukur dengan *debt to equity ratio*.

Penelitian terdahulu telah menggali tentang pendanaan usaha mikro dan kecil (Gebru, 2009: 322-334) serta usaha kecil dan menengah (Gracia dan Mira, 2008: 117-136;

dan Eriksson *et al.* 2009: 176-191). Penelitian ini akan berfokus pada struktur modal usaha mikro dan kecil saja. Apakah cenderung menggunakan struktur modal dari eksternal atau internal. Penelitian dilakukan pada usaha perdagangan di Pajak USU Padang Bulan Medan.

Pajak adalah bahasa Medan yang berarti pasar tempat berjual beli. Usaha perdagangan di Pajak USU ini sangat kompleks, mulai dari penjualan aksesoris, makanan, minuman, pakaian, sepatu, alat tulis, parfum, kacamata, souvenir, *handphone*, komputer, laptop, printer, dan tablet. Para pemilik usaha penjualan keperluan mahasiswa tersebut juga memiliki sumber modal yang beraneka, mulai dari dana sendiri, keluarga, rentenir, sampai perbankan. Walaupun memakai nama USU, pajak-pajak ini dikelola oleh swasta, bukan universitas. Kesuksesan Pajak USU telah mendorong dibukanya dua pajak sejenis di sekitar USU dan juga di daerah Teladan yang dekat dengan beberapa universitas lain.

Uraian di atas menunjukkan bahwa terdapat kemungkinan bahwa pendidikan, kewirausahaan, dan pengalaman pemilik usaha mikro dan kecil serta ukuran usaha mikro dan kecil berpengaruh terhadap preferensi struktur modal usaha mikro dan kecil. Hal ini dapat digunakan untuk membuktikan teori struktur modal, *Agency Theory*, *Signalling Theory*, dan *Information Asimmetry* pada usaha mikro dan kecil. Pendidikan, kewirausahaan, dan pengalaman adalah karakteristik pemilik, sedangkan ukuran usaha merupakan karakteristik usaha.

Dengan demikian dapat dirumuskan permasalahan penelitian ini, yaitu: faktor-faktor apa sajakah yang berpengaruh terhadap preferensi struktur modal? Permasalahan ini kemudian diturunkan menjadi pertanyaan penelitian sebagai berikut: Apakah pendidikan, kewirausahaan, dan pengalaman pemilik usaha mikro dan kecil serta ukuran usaha mikro dan kecil

berpengaruh terhadap preferensi struktur modal.

Tujuannya adalah untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh pendidikan, kewirausahaan, dan pengalaman pemilik usaha mikro dan kecil serta ukuran usaha mikro dan kecil terhadap preferensi struktur modal.

Berdasarkan uraian di atas, dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut: Pendidikan, kewirausahaan, dan pengalaman pemilik usaha mikro dan kecil serta ukuran usaha mikro dan kecil berpengaruh signifikan terhadap preferensi struktur modal.

TINJAUAN TEORETIS

Struktur Modal

Struktur modal adalah bauran antara hutang dan modal sendiri untuk pendanaan perusahaan (Brigham dan Daves, 2007: 522). Hutang dapat berasal dari hutang bank dan menerbitkan obligasi. Hutang dikenal juga dengan nama modal asing sedangkan modal sendiri dapat diperoleh dari saham biasa, saham preferen, maupun laba ditahan, dengan demikian ekuitas bisa berasal dari *internally generated equity* dan *new equity*.

Struktur modal dapat pula ditinjau dari sisi internal maupun eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan dan penyusutan, sedangkan modal eksternal bersumber dari kreditur dan pemilik perusahaan.

Manajer perlu membuat pertimbangan struktur modal dengan menggabungkan sumber-sumber dana yang akan meminimumkan biaya modal ini agar tercipta struktur modal yang optimal, yaitu *trade off* antara resiko dan *return*. Hal ini akan memaksimalkan nilai perusahaan, khususnya dalam perusahaan besar.

Teori yang dapat menjelaskan struktur modal adalah *Trade-off Theory* dan *Pecking Order Theory*. *Trade-off Theory* mengatakan bahwa keuntungan pajak akibat penggunaan hutang akan meminimalkan biaya modal dan akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun penggunaan yang berlebihan akan

dapat meningkatkan *cost of financial distress* yang justru menurunkan nilai perusahaan. Dengan demikian harus dipikirkan struktur optimal yang menyeimbangkan hutang dan modal sendiri. Alasan lain untuk mempertegas perlunya struktur modal optimal adalah bahwa penggunaan hutang juga akan memperbesar resiko perusahaan dan tingkat pengembalian yang diharapkan. Resiko yang semakin tinggi tersebut dapat menurunkan harga saham.

Pecking Order Hypothesis (POH) menjelaskan bahwa perusahaan lebih suka menggunakan laba ditahan yang tersedia dalam bentuk aset lancar sebagai sumber dana investasi. Preferensi selanjutnya adalah menggunakan hutang yang paling rendah risikonya sampai yang lebih tinggi risikonya, terakhir menggunakan sumber pembiayaan ekuitas dari luar. Perusahaan berusaha menghindarkan untuk menerbitkan saham biasa atau sekuritas lain yang lebih beresiko untuk menghindari dilema jika mereka memperoleh nilai kini aliran kas bersih yang positif atau dilema jika mengeluarkan saham dengan harga yang sangat murah. Selain biaya pengeluaran saham baru, *pecking order* juga disebabkan karena *asymmetric information* (Brigham dan Daves, 2007: 546). Informasi yang tidak simetris yang dimaksud terjadi antara pihak dalam dan luar perusahaan (Viviani, 2008: 173).

Pecking Order Theory is a dynamic story. Penggunaan struktur modal setiap perusahaan bergantung pada sejarahnya. Misalnya, sebuah perusahaan dengan laba tinggi dalam industri dengan pertumbuhan yang relatif lambat (*few investment opportunities*) pada akhirnya akan mempunyai *debt to equity ratio* yang rendah. Tidak ada insentif untuk berhutang atau mengeluarkan ekuitas. Sebaliknya, perusahaan yang tidak berlabar dalam industri yang sama akan berakhir dengan rasio hutang yang tinggi Copeland et al., 2004: 563).

Krasauskaite (2011: 9) menjelaskan lebih lanjut tentang *Pecking Order Theory*. Dikatakan bahwa *Pecking Order Theory*

adalah teori tingkatan preferensi, yang menggambarkan bagaimana suatu usaha memilih dan mendapatkan pendanaan baru untuk aktifitas dan pertumbuhannya di masa yang akan datang. Asumsi yang mendasari model *Pecking Order* adalah *Asymmetric Information* antara manajer perusahaan dan investor eksternal. *Asymmetric Information* berarti bahwa manajemen, yang diasumsikan bertindak untuk kepentingan pemegang saham yang ada, telah mengetahui nilai aset yang dimiliki dan peluang pertumbuhan perusahaan, sedangkan investor eksternal hanya bisa memperkirakan nilai-nilai tersebut. Oleh karena itu, tindakan manajemen sehubungan dengan pendanaan diterima sebagai sinyal tentang nilai perusahaan sesungguhnya. Keputusan untuk menerbitkan saham memancarkan sinyal negatif oleh investor prospektif karena mereka menduga bahwa manajemen ingin menjual saham karena perusahaan tersebut *overvalued*. Pemegang saham baru hanya mau melakukan investasi jika saham dijual pada harga yang diturunkan. Hal ini akan meningkatkan biaya tambahan bagi perusahaan untuk memikat perhatian para *investor*.

Asymmetric Information

Informasi yang dimiliki manajer berbeda dengan informasi yang diperoleh investor baru. Investor baru mungkin saja berfikir bahwa penerbitan saham baru dilakukan jika prospek perusahaan kurang baik. Jika prospeknya baik, tentu manajer akan memilih untuk meminjam dari bank karena pengembalian yang diberikan akan bersifat tetap, sedangkan jika memperoleh dana dari pemegang saham baru tentu pemegang saham baru menuntut lebih banyak saat prospek perusahaan baik.

Masalah *Asymmetric Information* menyebabkan terjadinya *finance gap* untuk perusahaan kecil sehingga sulit untuk masuk ke pasar atau mendapatkan pembiayaan bank (Lean dan Tucker, 2001: 44). Lean dan Tucker juga mengatakan bahwa hambatan lain bagi usaha kecil untuk mendapatkan

pendanaan dari luar adalah pengalaman. Mereka mengutip Binks dan Ennew (1996) yang menjelaskan masalah pembiayaan perusahaan kecil dalam kerangka *Principal-Agent*. Perusahaan kecil dalam hal ini merupakan *agent* dari penyedia dana. Perusahaan kecil akan menghasilkan pengembalian (*return*) dari investasi penyedia dana. Dalam keadaan pasar yang sempurna dimana informasi tersedia secara penuh bagi kedua belah pihak, *finance gap* tidak akan terjadi. Pasar keuangan yang dikarakteristikan dengan pasar yang tidak sempurna menyebabkan adanya *Asymmetric Information*. Informasi diperoleh dengan mahal. Penyedia dana, misalnya bank, menganggap bahwa usaha kecil penuh dengan resiko ketidakpastian masa depan. Pihak bank merasa bahwa informasi tentang kualitas proyek tidak jelas, serta manajemen yang tidak sempurna dalam menjalankan fungsi manajemen. Hal ini menimbulkan *Adverse Selection*. Manajemen usaha kecil juga dirasakan gagal bekerja dalam kapabilitas penuh sehingga menimbulkan *moral hazard*. Karena alasan tersebut maka akan sangat mahal bagi pihak bank untuk dapat melakukan monitoring secara efektif. Hasilnya adalah usaha kecil sering kesulitan mendapatkan pembiayaan dari penyedia dana.

He dan Kent, 2007: 29) telah pula menuliskan bahwa untuk usaha kecil yang baru memulai usaha, pemberi pinjaman umumnya mendasarkan keputusannya pada kelayakan pengusaha untuk mendapatkan pinjaman daripada kelayakan bisnisnya sendiri. Jadi yang dilihat adalah kekayaan pribadinya pemilik usaha, bukan bisnisnya. Bahkan ketika bisnisnya sudah berjalan selama beberapa periode, bisnisnya tetap masih sulit dipahami dibandingkan dengan usaha yang lebih besar karena ketidaktersediaan *informasi public*. Akibatnya, pemberi pinjaman cenderung membebankan tingkat bunga yang lebih tinggi guna mengkompensasi tambahan resiko yang dihadapi atau menolak memberi pinjaman.

Hal senada diungkapkan oleh Krasauskaite (2011: 10) yang mengatakan bahwa dalam pandangan *Adverse Selection*, akan terdapat peningkatan biaya dalam rangka memperoleh tambahan dana. Biaya *Adverse Selection* menyebabkan penerbitan saham baru menjadi sesuatu yang mahal, manajemen mungkin mencoba untuk tidak mengeluarkan saham baru. Jika perusahaan memerlukan pendanaan dari luar dan jika penggunaan hutang tidak memungkinkan, manajemen akan berfikir bahwa mereka akan mengeluarkan saham yang *undervalued* hanya jika saat nilai kini bersih dari proyek barunya melebihi biaya yang disebabkan penilaian yang terlalu rendah. Dana internal selalu didahulukan daripada pendanaan eksternal untuk menghindari masalah *Asymmetric Information*.

Lebih jauh, dalam *Pecking Order*, penggunaan hutang lebih disukai daripada ekuitas. Pemegang hutang lebih dihadapkan pada resiko yang lebih sedikit daripada pemegang saham karena hutang memiliki klaim yang lebih didahulukan atas aset dan pendapatan perusahaan. Volatilitas masa depan hutang lebih kecil daripada volatilitas masa depan ekuitas, yang dalam hal ini berarti bahwa biaya *Asymmetric Information* hutang lebih kecil daripada ekuitas. Karena itu, jika sumber dana internal tidak tersedia atau tidak cukup dan pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan lebih menyukai hutang sebagai pilihan pertama, yang merupakan sekuritas teraman, dan kemudian sekuritas *hybrid* seperti *convertible bond* atau saham preferen. Ekuitas adalah pilihan terakhir dari pendanaan eksternal, yaitu ketika kapasitas hutang sudah terpakai (Krasauskaite, 2011: 10).

Dalam *Pecking Order Theory* tidak dikenal struktur modal optimal. Perubahan rasio hutang perusahaan hanya merefleksikan kebutuhan dana eksternal, bukan sebuah tujuan untuk mencapai struktur modal optimal. *Pecking Order Theory* menjelaskan hubungan negative antara profitabilitas dan *leverage*.

Semakin profitabel sebuah perusahaan, maka semakin sedikit ia melakukan pinjaman, bukan karena target rasio hutangnya rendah, tetapi karena perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi telah memiliki ketersediaan pendanaan internal. Pendanaan eksternal hanya diperlukan oleh perusahaan yang memiliki profitabilitas rendah sehingga ia mengakumulasikan hutang (Krasauskaite, 2011: 10).

Pandangan Batabyal *et al.* (2010: 59) agak berbeda mengenai *Adverse Selection*. Mereka mengatakan bahwa usaha kecil yang prospek bisnisnya cerah dan berkualitas tinggi akan pergi dari pasar kredit. Mereka lebih baik mendanai usahanya sendiri. Berdasarkan perbedaan kualitas prospek usaha ini maka *Micro Finance Institution* akan membedakan *term* pembayaran antara keduanya jika mereka meminjam dana.

Hal yang senada dengan Lean dan Tucker (2001: 55) dan Krasauskaite (2011: 10) juga dikemukakan oleh Njeru *et al.* (2012: 53). Njeru *et al.* mengatakan bahwa perusahaan yang lebih kecil memerlukan lebih banyak biaya untuk memecahkan masalah *Informational Asymmetries* dengan pemberi pinjaman, yang menghambat perolehan dana dari luar. Hal tersebut dapat meningkatkan preferensi perusahaan kecil ke lembaga keuangan informal dibandingkan dengan lembaga formal.

Agency Theory

Agency Theory (Jenson dan Meckling, 1976: 306) menjelaskan hubungan *principal-agent* antara pemegang ekuitas (*equity holders*) dan pemegang hutang (*debt holders*) (Gebru, 2009: 323). Dalam kerangka *principal agent*, usaha kecil adalah *agent* dan penyedia sumber pendanaan adalah *principal*. *Principal* mempunyai biaya agensi (*agency costs*) yang lebih tinggi karena kemungkinan kecenderungan usaha kecil akan menginvestasikan dana pinjamannya secara kurang optimal untuk kesejahteraan mereka yang akhirnya akan meningkatkan risiko bagi *principal*.

Usaha Mikro dan Kecil

Menurut Undang-Undang Republik Indonesia No. 20 tahun 2008 tentang Usaha Mikro, Kecil, dan Menengah, usaha mikro adalah usaha produktif milik orang perorangan dan/atau badan usaha perorangan yang memenuhi kriteria (a) memiliki kekayaan bersih paling banyak Rp 50.000.000 (lima puluh juta rupiah) tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha; atau (b) memiliki hasil penjualan tahunan paling banyak Rp 300.000.000 (tiga ratus juta rupiah), sedangkan usaha kecil adalah usaha ekonomi produktif yang berdiri sendiri, yang dilakukan oleh orang perorangan atau badan usaha yang bukan merupakan anak perusahaan atau bukan cabang perusahaan yang dimiliki, dikuasai, atau menjadi bagian baik langsung maupun tidak langsung dari usaha menengah atau usaha besar yang memenuhi kriteria (a) memiliki kekayaan bersih lebih dari Rp 50.000.000 (lima puluh juta rupiah) sampai dengan paling banyak Rp 500.000.000 (lima ratus juta rupiah) tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha (b) memiliki hasil penjualan tahunan lebih dari Rp 300.000.000 (tiga ratus juta rupiah) sampai dengan paling banyak Rp 2.500.000.000 (dua milyar lima ratus juta rupiah).

Pendidikan (*Education*)

Pendidikan adalah proksi dari *human capital*. Pendidikan merefleksikan kemampuan pengusaha menghadapi peluang untuk mengembangkan kemampuan. Keputusan pendanaan adalah berdasarkan keterpercayaannya dan ekspektasinya akan arus kas proyek (He dan Kent, 2007: 29).

Pendidikan pemilik usaha juga menunjukkan kemampuan pengambilan keputusan dan pemahaman tentang resiko dari pilihan yang diambilnya (Ang *et al.*, 2010: 7). Ang *et al.* (2010: 16) menemukan bahwa pendidikan pemilik usaha berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modalnya. Namun *sophistication* atau kecanggihan pemilik ditemukan Ang *et*

al. (2010: 12) berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal usaha.

Pemilik usaha mikro dan kecil umumnya kurang cukup memiliki pengetahuan mengenai kecanggihan bidang keuangan (*financial sophistication*). Meskipun mereka paham mengenai produk dan jasa, tapi kurang paham mengenai keuangan. Masalah *Asymmetry Information* merupakan masalah terkait komunikasi dan kredibilitas terutama untuk usaha yang baru berdiri. Karena itu pemilik usaha mikro dan kecil menghindari kekhawatiran sehubungan dengan preferensi sumber dana untuk menghindari masalah yang mungkin timbul, dengan demikian preferensi sumber dana dapat dipengaruhi oleh tingkat pendidikan (Gebru 2009: 330). Gebru (2009: 332) menemukan bahwa preferensi pendanaan dipengaruhi oleh tingkat pendidikan. Hal ini juga telah dibuktikan oleh Coleman dan Cohn (2000: 98), bahwa pendidikan pemilik usaha kecil berpengaruh positif dan signifikan terhadap pendanaan dari eksternal. Namun He dan Kent (2007: 36) menemukan bahwa pendidikan berpengaruh positif dan tidak signifikan pada pemilihan sumber pendanaan. Lebih lanjut mereka menemukan bahwa usaha yang lebih besar dengan pemilik berpendidikan tinggi cenderung melakukan *review* atas kinerja keuangannya dan lebih mampu melakukan perencanaan keuangan.

Kewirausahaan (*Entrepreneurability*)

Pemilik usaha adalah orang yang mengendalikan nasibnya sendiri dan menolak belas kasihan orang lain. Mereka mengambil inisiatif dalam memulai proyek dan mendapatkan ide-ide (Ward, 2013: 1). Perilaku masuknya pemilik usaha mikro dan kecil ke pasar merupakan salah satu faktor penentu preferensi struktur modal. Pemilik usaha mikro dan kecil yang memulai bisnisnya dengan inisiatif mempunyai karakter wirausahawan yang lebih baik (Gebru, 2009: 324). Terdapat beberapa kondisi masuknya wirausahawan. Wirausahawan yang menjadi wiraswasta dengan kerelaan sendiri

(*voluntary*) mempunyai jiwa wiraswasta yang lebih baik dari pada yang diajak mitranya menjadi pengusaha. Karena itu tingkatan kesukarelaan (*degree of voluntary*) untuk menjadi wiraswasta dapat menjadi proksi untuk (*degree of entrepreneurability*). Preferensi mencari pembiayaan dari sumber eksternal relatif lebih dimiliki oleh pemilik usaha kecil yang memulai bisnisnya dengan sukarela.

Untuk mengukur kewirausahaan, Gebru (2009: 328) memberikan pertanyaan tentang cara pemilik usaha memulai bisnisnya, pilihan jawabannya adalah (1) *could not find employment*, (2) *laid off from private sector*, (3) *retrenched from the army*, (4) *retrenched from public sector*, (5) *small business returns better*, (6) *supplement existing income*, dan (7) *others*. Ditemukan bahwa pemilik usaha yang memiliki jiwa kewirausahaan yang tinggi lebih memilih *bootstrap financing* dari pada pembiayaan external seperti dari hutang dan ekuitas.

Bootstrap financing adalah bisnis yang dibangun dengan menggunakan sedikit atau tanpa pendanaan dari luar. Hal ini lebih menguntungkan karena perusahaan tidak perlu mengeluarkan biaya bunga, bagi hasil atau membayar dividen. Dalam usaha mikro dan kecil, hal ini berbentuk bantuan tenaga dari pihak keluarga serta menggunakan perabotan pribadi untuk menjalankan bisnis.

Sebelum Gebru, He dan Kent (2007: 29) telah pula menyelidiki dan membuat urutan mengenai motif utama pemilik usaha memulai bisnisnya di Texas Barat. Urutan tersebut adalah mendapatkan keuntungan keuangan, diikuti dengan keinginan menjadi pengusaha, untuk mengembangkan karir, dipengaruhi keluarga dan teman, serta karena tidak memiliki pekerjaan, sedangkan urutan sumber dana mereka adalah yang utama dari tabungan, pinjaman dari bank komersial, keluarga dan teman, program bantuan pemerintah, *ventura*, dan *business angels*.

Pengalaman (Experience)

Pengalaman pemilik usaha telah digunakan Coleman dan Cohn (2000: 81-99) berkaitan dengan penggunaan hutang. Ditemukan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan. Namun Lean dan Tucker (2001: 44) mengatakan bahwa pengalaman adalah salah satu penghambat usaha menengah dan kecil dalam mencari sumber pendanaan. Dalam konteks usaha mikro dan kecil pengalaman berusaha dapat diibaratkan dengan umur usaha karena karakteristik pemilik ini melekat pada usaha yang dijalankannya. Perusahaan yang lebih dewasa cenderung mendapatkan akses yang baik untuk ekuitas publik dan hutang jangka panjang (Gebru, 2009: 325). Umur usaha juga merupakan faktor penentu dalam preferensi pendanaan usaha kecil dan menengah (Gracia dan Mira, 2008: 123).

Ang *et al.* (2010: 5) menemukan bahwa pengalaman pemilik usaha berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. *Leverage* dalam penelitian tersebut diukur dengan membandingkan total kewajiban dengan total aset. Semakin berpengalaman pemilik, semakin besar kemampuannya untuk menganalisis resiko dan peluang keuntungan yang dihadapinya. Pengalaman diukur dari berapa tahun ia mengelola dan memiliki bisnis tersebut. Ang *et al.* (2010: 6) menyebutkan pula bahwa umur usaha dapat digunakan sebagai proksi dari *information asymmetry*.

Krasauskaite (2011: 48) mendefinisikan pula mengenai usia usaha. Usia usaha didefinisikan sebagai jumlah tahun antara tanggal pendirian usaha sampai tanggal penelitian dilakukan. Usia usaha dalam hal ini adalah proksi dari *creditworthiness*, yaitu kelayakan untuk mendapatkan pinjaman, karena usaha yang lebih tua diperkirakan telah mempunyai hubungan yang baik dengan pemberi pinjaman. Semakin lama pengalaman usaha tersebut dalam membayar hutangnya, semakin kecil biaya yang dikeluarkan pemberi pinjaman untuk mengobservasi kelayakan pinjaman.

Trade-off Theory memprediksi bahwa usia usaha mempunyai pengaruh positif terhadap tingkat hutang, tetapi argumen *Pecking Order* adalah sebaliknya, semakin tua usia usaha, semakin lama usaha tersebut dapat mengumpulkan dana dan kebutuhan meminjam lebih kecil bagi mereka sehingga usia sepatutnya berhubungan negatif dengan tingkat hutang. Krasauskaite (2011: 56) menuliskan temuannya, bahwa usia usaha ditemukan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap penggunaan hutang jangka panjang pada usaha kecil. Usia yang lebih tua ditemukan kurang memerlukan pendanaan dari hutang jangka panjang.

Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Firm size berarti ukuran usaha. Ukuran usaha adalah karakteristik perusahaan yang dapat mempengaruhi keputusan pendanaan usaha kecil dan merupakan unsur dari *business cycle*. Hal ini dikatakan oleh He dan Kent (2007: 29), bahwa perubahan struktur modal optimal yang diakibatkan siklus bisnis adalah fungsi dari ukuran usaha, usia, dan ketersediaan informasi. Selanjutnya, Gebru (2009: 324) menuliskan bahwa *firm size* yang diukur dari jumlah karyawan berpengaruh signifikan terhadap keputusan apakah akan digunakan dana dari dalam, dari ekuitas publik, atau dari hutang jangka panjang. Di lain pihak, Gracia dan Mira (2008: 134) yang mengukur ukuran usaha dengan logaritma natural dari total aset mengatakan bahwa perusahaan besar lebih memiliki *leverage* yang tinggi.

Kaitan ukuran perusahaan dengan struktur modal dapat pula dijelaskan oleh teori *Assimetry Information*. Perusahaan-perusahaan kecil mungkin akan lebih susah untuk menyelesaikan dengan pemberi pinjaman dan pemodal. Menerbitkan saham baru dapat menyampaikan sinyal negatif bagi investor (Krasauskaite, 2011: 9). Pendanaan dari ekuitas dengan penerbitan saham baru merupakan menimbulkan masalah *Asymmetric Information* bagi perusahaan.

He dan Kent (2007: 29) mengukur ukuran usaha berdasarkan jumlah aset. Mereka

menemukan bahwa usaha kecil yang lebih besar cenderung menggunakan hutang dagang sedangkan yang lebih kecil dengan *business credit cards*. Selanjutnya mereka menemukan pula bahwa usaha yang lebih besar dengan pemilik berpendidikan tinggi cenderung melakukan *review* atas kinerja keuangannya dan lebih mampu melakukan perencanaan keuangan.

Bulan dan Yan (2010: 179-120) meneliti kematangan perusahaan dan *Pecking Order Theory*. Mereka mengumpulkan beberapa penelitian terdahulu terkait bukti-bukti empiris tentang teori *Pecking Order*, antara lain pengajuan tes langsung mengenai *Pecking Order*. Hasilnya adalah bahwa teori ini didukung dalam pengujian sampel perusahaan besar. Frank dan Goyal (2003) berpendapat bahwa *Pecking Order* ditolak untuk perusahaan kecil karena perusahaan kecil diperkirakan paling menderita dari masalah informasi asimetris dan karena itu sepatutnya mengikuti *Pecking Order*, tetapi Frank dan Goyal (2003) menemukan bahwa perusahaan besar lebih tepat menjelaskan *Pecking Order Theory* daripada perusahaan kecil. Bulan dan Yan (2010:198) menemukan bahwa *Pecking Order Theory* dapat menjelaskan keputusan pembiayaan dengan lebih baik seiring dengan meningkatnya ukuran perusahaan.

Ang *et al.* (2010: 16) mengukur ukuran usaha dengan logaritma dari jumlah penjualan serta juga menggunakan jumlah karyawan. Ditemukan bahwa logaritma jumlah penjualan dan jumlah karyawan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal usaha. Krasauskaite (2011: 44) mengemukakan hubungan *size* dengan pendanaan eksternal dari hutang. Ia menemukan bahwa untuk perusahaan mikro, kecil, dan menengah di *Baltic Countries* setelah masa krisis 2009, perusahaan yang lebih besar, yang memiliki aset berwujud yang besar mempunyai peluang besar untuk mendapatkan pendanaan hutang.

Krasauskaite (2011: 46) menambahkan bahwa usaha yang lebih besar cenderung lebih terdiversifikasi dan karenanya me-

miliki kemungkinan gagal yang relatif lebih kecil. Ukuran usaha juga diasumsikan berhubungan negatif terhadap *information opacity*. *Asymmetric Information, Trade-off Theory* dan *Pecking Order Theory* memprediksi adanya hubungan positif antara ukuran usaha dan *leverage*. Krasauskaite (2011: 56) juga mengukur ukuran usaha dengan logaritma natural dari penjualan, ditemukan bahwa semakin besar ukuran usaha tersebut, semakin tinggi probabilitas untuk menggunakan pendanaan dari hutang jangka panjang. Usaha yang besar lebih memiliki aset untuk dijaminkan sehingga menjadi faktor penentu kesuksesan dalam memperoleh hutang jangka panjang

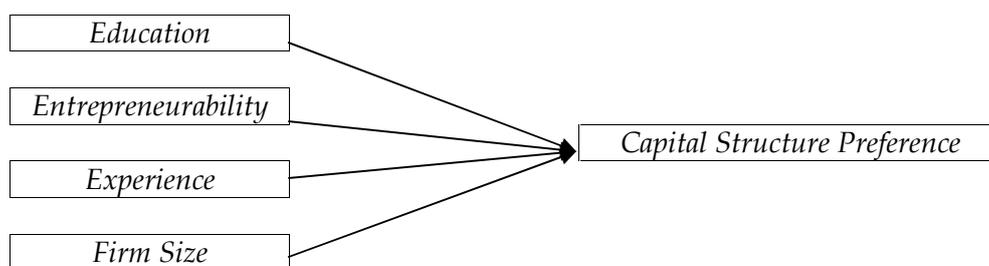
Mendell *et al.* (2006: 540-547) dalam penelitiannya mengenai struktur modal perusahaan yang termasuk dalam industri produk-produk kehutanan mengatakan bahwa semakin besar perusahaan semakin besar kapasitas hutang karena mempunyai akses yang lebih baik untuk mendapatkan modal dan mampu mendapatkan tingkat bunga yang lebih rendah. Ukuran usaha yang digunakan salah satunya adalah total penjualan. Mereka menemukan bahwa

ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan hutang yang diukur dengan rasio hutang-hutang jangka panjang terhadap total aset dan rasio total hutang terhadap total aset. Ditemukan pula bahwa investor lebih menyukai bahwa perusahaan tidak menggunakan *leverage*. Investor lebih menyukai agar manajemen menggunakan dana internal.

Njeru *et al.* (2012: 58) tidak sejalan dengan temuan Gracia dan Mira (2008: 134). Mereka menemukan bahwa ukuran usaha tidak mempengaruhi akses pengusaha untuk mendapatkan sumber pendanaan baik dari hutang maupun ekuitas. Berdasarkan hasil yang diperoleh dapat dikatakan bahwa tanpa memandang ukuran usaha, usaha kecil dan menengah dapat mengoptimalkan rasio keuangannya dan mereka dapat memperoleh tingkat hutang dan ekuitas yang lebih tinggi.

Model Penelitian

Berdasarkan uraian teori dan penelitian terdahulu di atas, maka dibuat model penelitian dalam gambar 1 berikut ini:



Gambar 1
Model Penelitian

Sumber: Gebru (2009), Coleman dan Cohn (2000), Gracia dan Mira (2008), serta Ang *et al.*, (2010)

METODE PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah usaha mikro dan kecil di Pajak USU Padang Bulan Medan. Populasi sasaran adalah usaha mikro dan kecil yang menggunakan kios permanen di area lama, yaitu sebanyak 130 usaha. Area baru setelah perluasan pajak tidak dimasukkan sebagai populasi sasaran sebab ketika penelitian ini dirancang, area tersebut belum diresmikan.

Jumlah sampel ditentukan dengan *Slovin's Formula* (Altares *et al.*, 2008: 10) sebagai berikut:

$$n = \frac{N}{1 + Ne^2}$$

n = jumlah sampel

N = jumlah populasi

e = toleransi kesalahan

Pada populasi sasaran 130 dan $e = 5\%$ diperoleh jumlah sampel sebanyak 98,11 dan dibulatkan menjadi 100 sampel. Pengambilan sampel dilakukan secara random.

Data yang digunakan adalah data primer yang bersifat *cross section*. Penelitian yang bersifat kausalitas, yaitu penelitian yang ingin mencari penjelasan dalam bentuk hubungan sebab akibat (*cause-effect*) antar beberapa variabel yang dikembangkan. Hipotesis yang disajikan adalah hipotesis kausalitas. Analisis data akan menghasilkan kesimpulan umum.

Data diperoleh dengan wawancara mendalam dan juga terstruktur dengan memberikan kuesioner yang diadaptasi dari Gebru (2009: 328) namun disesuaikan dengan keadaan pada saat wawancara awal. Analisis data dilakukan dengan regresi logistik sebagaimana Gebru (2009: 327). Tingkat kepercayaan yang digunakan adalah 95%, yang berarti bahwa alpha adalah 5%.

Model logistik:

$$\ln [P_{i1} / (1-P_{i1})] = b_0 + b_1 \ln X_1 + b_2 \ln X_2 + b_3 \ln X_3 + b_4 \ln X_4$$

Keterangan:

- P_{i1} = probabilitas atau peluang preferensi pembiayaan usaha mikro dan kecil.
 b_0 = konstanta atau *intercept*
 b_1 dan b_4 = koefisien dari variabel independen X_1 sampai X_4

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel independen adalah preferensi pembiayaan usaha mikro dan kecil. Variabel independen merupakan variabel kategorikal dan berskala nominal. Nilainya adalah:

$Y = 1$ untuk preferensi struktur modal yang lebih dari 50% berasal dari eksternal seperti pinjaman dari keluarga dan teman, rentenir, lembaga keuangan seperti ventura dan bank serta ekuitas

(ekuitas dalam konteks ini adalah mencari mitra baru untuk berkongsi);

= 0 untuk preferensi struktur modal yang lebih dari 50% berasal keuntungan tahun lalu yang disimpan serta tabungan dan pemberian dari keluarga atau warisan (Modifikasi dari Gebru, 2009: 327).

Variabel independen (*Covariates*), terdiri atas:

X_1 adalah Pendidikan (*education*)

X_2 adalah Kewirausahaan (*entrepreneurability*)

X_3 adalah Pengalaman (*experience*)

X_4 adalah Ukuran Perusahaan (*firm size*)

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis

Hasil uji menunjukkan Nilai Hosmer dan Lemeshow *goodness of fit test statistics* sebesar 0,694. Angka signifikansi yang lebih besar dari 0,05 ini menunjukkan bahwa model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya dan dapat dipakai untuk analisis selanjutnya (Ghozali, 2005: 219). Nagelkerke R Square 0,139 menunjukkan bahwa variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan variabilitas variabel independen adalah 13,9% (Ghozali, 2005: 219). Nagelkerke R Square mempunyai kisaran angka 0 sampai 1 (Hair, et al., 2010: 320). Angka -2LL sebesar 126.207 menunjukkan model fit karena penurunan tersebut lebih besar dari penurunan df pada alpha 5% sesuai tabel *critical values of chi squares* (χ^2), yaitu 113.145. Interpretasi -2LL ini merujuk Hair et al. (2010: 320). Ketepatan klasifikasi menunjukkan angka 65%, sedangkan pada model yang sempurna ketepatan peramalan ini akan mencapai angka 100% (Ghozali, 2005: 220).

Variabel yang positif dan signifikan mempengaruhi preferensi pembiayaan hanyalah ukuran usaha dengan tingkat signifikansi 0.006 dan Exp (B) sebesar 1.799. Tabel 1 menunjukkan hasil pengolahan data

Tabel 1
Hasil Pengolahan Data

Variabel Independen	B	P value	Exp (B)
<i>Education</i>	-0.290	0.177	0.748
<i>Entrepreneurability</i>	-0.033	0.798	0.967
<i>Experience</i>	-0.183	0.151	0.833
<i>Firm Size</i>	0.587	0.006	1.799
<i>Constant</i>	0.570	0.445	1.768

Pembahasan

Pembahasan dimulai dengan struktur modal usaha mikro dan kecil di Pajak USU. Selanjutnya dilanjutkan dalam sub judul pendidikan usaha mikro dan kecil di Pajak USU, kewirausahaan usaha mikro dan kecil di Pajak USU, pengalaman usaha mikro dan kecil di Pajak USU, dan ukuran usaha-usaha mikro dan kecil di Pajak USU.

Struktur Modal Usaha Mikro dan Kecil Di Pajak USU

Dari hasil wawancara diperoleh hasil bahwa sebenarnya pemilik usaha mempunyai preferensi untuk menggunakan modal dari laba ditahan dan tabungan. Bila tidak mencukupi, barulah mereka mencoba menghubungi keluarga. Untuk usaha dengan skala lebih kecil atau sama dengan Rp.150.000.000 ditemukan bahwa keluarga mau memberi bantuan. Namun untuk skala yang lebih besar, keluarga tidak ditemukan memberi bantuan, yang ditemukan adalah bahwa keluarga memberikan pinjaman yang jangka waktu pengembaliannya tidak ketat serta tidak dibebankan dengan biaya bunga. Pemilik usaha berpendapat bahwa lebih baik menggunakan dana sendiri dan keluarga agar keuntungannya dinikmati sendiri dan tidak dibagi ke pihak lain.

Pemilik usaha mikro dan kecil di Pajak USU juga melakukan arisan. Dengan iuran sekitar seratus ribu sampai limaratus ribu per hari yang disisihkan dari pendapatan harian, mereka menggunakan hasilnya untuk pendanaan usaha. Sistem ini adalah sistem saling membantu di antara mereka. Namun tidak berbentuk institusi. Di Nigeria, sebagaimana disebutkan oleh

Essien et al. (2012: 1), usaha mikro dan kecil memiliki institusi keuangan traditional atau informal, yaitu sebuah bentuk kerjasama yang terdiri atas orang-orang yang setuju untuk mengkontribusikan sejumlah uang tertentu dan setuju serta saling percaya untuk berbagi ke sesama anggotanya secara periodik.

Pemilik usaha di Pajak USU yang tidak didukung keluarga mencari pinjaman dari rentenir.

Preferensi selanjutnya adalah berhutang ke bank. Perbandingan pemilik usaha yang memilih bank dibandingkan yang memilih rentenir dalam penelitian ini adalah 16 banding 3.

Rentenir kurang disukai karena bunga pinjaman yang tinggi serta jaminan yang diberikan kurang terjamin akan dikembalikan lagi, namun itu tetap dipilih karena prosesnya yang cepat dan mudah serta pembayarannya yang menggunakan sistem jempot bola sehingga pemilik usaha yang berperan juga sebagai penjaga kios ini dapat menghemat waktunya. Berhutang ke bank atau lembaga keuangan memerlukan waktu untuk pengurusan administrasi walaupun bank telah menawarkan bunga murah, tetapi masalah waktu menyebabkan sebagian dari mereka memilih rentenir.

Kekurangan modal diatasi juga dengan *Bootsrap Financing*. Wujudnya adalah dengan meminta bantuan anak, ibu, pasangan, dan saudara sebagai ganti membayar tenaga kerja, serta membawa peralatan seperti meja dan kursi dari rumah untuk keperluan toko. Mencari mitra baru adalah preferensi terakhir.

Temuan ini sejalan dengan *Pecking Order Theory* bahwa preferensi sumber dana yang pertama sekali diinginkan adalah dari sumber internal, kemudian apabila tidak mencukupi pemilik akan menghubungi saudaranya untuk diberi. Preferensi selanjutnya adalah meminjam dengan rentenir, bank, dan pilihan terakhir adalah mengajak mitra baru untuk bergabung. Mengajak mitra baru adalah pilihan terakhir bagi pemilik usaha mikro dan kecil ini karena mereka menganggap akan dapat menimbulkan konflik di kemudian hari.

Asymmetric information juga dapat dilihat dari temuan ini. Ketika dilakukan wawancara dengan pemilik usaha bagaimana tanggapan calon investor yang pernah diajak untuk menanamkan modal. Ternyata calon investor tersebut hanya bersedia untuk memberikan hutang dan tidak mau diajak menjadi mitra baru dengan alasan memberikan hutang akan mendapatkan pengembalian tetap, sedangkan menjadi mitra baru dianggapnya kurang prospektif. Hal ini sesuai dengan yang disampaikan Krasauskaite (2011: 10) bahwa dana *internal* selalu didahulukan daripada pendanaan eksternal untuk menghindari masalah *Asymmetric Information*.

Dalam pandangan *Adverse Selection*, hal ini dikatakan sebagai peningkatan biaya dalam rangka memperoleh tambahan dana. Biaya *Adverse Selection* menyebabkan penerbitan saham baru menjadi sesuatu yang mahal, manajemen mungkin mencoba untuk tidak mengeluarkan saham baru. Kekhawatiran berbagi keuntungan dan tuntutan mitra baru yang dirasakan pemilik usaha mikro dan kecil di Pajak USU dapat dikatakan sebagai biaya *Adverse Selection*.

Trade-off Theory mengatakan bahwa struktur modal dapat dicapai melalui penghematan pajak ketika perusahaan berhutang. Pemilik usaha mikro dan kecil dalam hal ini tidak dikenakan pajak seperti halnya perusahaan besar yang dikenakan pajak penghasilan sebagaimana usaha besar. Dengan demikian dapat dikatakan

bahwa temuan ini tidak dapat menjelaskan *Trade-off Theory*.

Mencari mitra baru termasuk pilihan terakhir yang dipertimbangkan dalam penelitian ini. Hanya terdapat 2 responden yang mendapatkan sumber modal dari mitra baru. Temuan ini sejalan dengan *agency theory* yang menyatakan bahwa mengeluarkan saham baru akan menyebabkan masalah *agency* antara pemegang saham lama dan baru.

Temuan ini juga dapat menjelaskan *signaling theory*, yaitu sinyal yang disampaikan oleh perusahaan yang mengeluarkan saham baru adalah bahwa perusahaan tersebut mungkin tidak memiliki prospek yang baik karena jika prospeknya baik maka kemungkinan perusahaan akan lebih baik menggunakan hutang saja.

Pendidikan Usaha Mikro dan Kecil Di Pajak USU

Mayoritas responden penelitian ini berpendidikan sekolah menengah atas, yaitu sebanyak 53%, selanjutnya diploma 3 sebanyak 20%, strata 1 sebanyak 12%, sekolah menengah pertama sebanyak 7%, sekolah dasar dan strata 2 masing-masing 3%, dan sisanya adalah yang tidak tamat sekolah dasar sebanyak 2%.

Pendidikan ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap preferensi pembiayaan usaha mikro dan kecil. Pendidikan dalam hal ini tidak mengenalkan atau mengarahkan seseorang untuk menggunakan pembiayaan dari lembaga keuangan. Hal ini dapat dipahami karena pendidikan responden adalah pendidikan umum, bukan pendidikan dan pelatihan keuangan. Pendidikan formal dalam hal ini tidak membentuk pola pikir dan toleransi resiko. Apabila dikaitkan dengan sumber pembiayaan dari rentenir, dalam penelitian ini didapati 1 orang pemilik usaha yang tidak tamat SD, 1 orang tamat SMP, dan satu orang tamat D3. Pada responden dengan pendidikan strata satu dan dua memang hal tersebut tidak ditemukan.

Pendidikan sepatutnya merefleksikan kemampuan pengusaha menghadapi peluang untuk mengembangkan dan keterpercayaannya (He dan Kent, 2007: 29). Pendidikan sepatutnya juga menunjukkan kemampuan pengambilan keputusan dan pemahaman tentang resiko dari pilihan yang diambilnya (Ang *et al.*, 2010: 7). Pendidikan sebaiknya telah menyebabkan seseorang menjadi lebih mampu dalam pengambilan keputusan dan pemahaman tentang resiko dari pilihannya. Wawancara yang dilakukan dengan pemilik usaha mengungkapkan bahwa jaminan yang diberikan pada rentenir bisa saja diambil bila mereka tidak mampu membayar hutang, apalagi memang dalam kenyataannya jaminan yang diminta rentenir lebih besar dari jumlah hutang yang diberikan, sedangkan untuk berhutang kepada bank mereka merasa lebih terjamin, namun kurang memiliki waktu untuk urusan administrasi di bank.

Temuan ini tidak sesuai dengan Coleman dan Cohn (2000: 98) yang menemukan bahwa pemilik bisnis yang berpendidikan tinggi lebih mudah memperoleh pembiayaan dari hutang eksternal. Penelitian ini juga tidak sesuai dengan Gebru (209: 332) yang menemukan bahwa preferensi pendanaan dipengaruhi oleh tingkat pendidikan, serta Ang *et al.* (2010: 7) yang menemukan pengaruh negatif dan signifikan. Dalam penelitian ini pembiayaan eksternal yang dimaksud adalah pinjaman dari keluarga, rentenir, lembaga keuangan, dan mencari mitra baru. Hasil temuan tidak sejalan juga dengan He dan Kent (2007: 36).

Kewirausahaan Usaha Mikro dan Kecil Di Pajak USU

Sebanyak 81% pemilik usaha mikro dan kecil yang menjadi responden penelitian ini memang berkeinginan menjadi pengusaha. Artinya jiwa kewirausahaan dan kemampuan berwirausaha yang diproksikan dengan melihat cara memulai usaha memang tinggi. Sebanyak 9% menjadi pengusaha karena tidak menemukan pekerjaan lain. Sisanya adalah karena usaha sampi-

ngan yang semakin berkembang, artinya mereka sudah menjadi pegawai di tempat lain dan membuka usaha lagi di Pajak USU, karena usaha sambilan yang berkembang, serta karena telah dipecah dari pekerjaan sebelumnya.

Temuan ini tidak sejalan dengan He dan Kent (2007: 43) di Texas Barat. Motif utama pemilik usaha di sana memulai bisnis adalah mendapatkan keuntungan (61.9%), diikuti dengan memang berkeinginan menjadi pengusaha (43.9%), untuk mengembangkan karir, (20.3%), dipengaruhi keluarga dan teman (7.7%), karena tidak memiliki pekerjaan (6.1%), serta alasan lain seperti keuntungan pajak, fleksibilitas, dan agar dapat berkontribusi kepada komunitas.

Enterpreneurability dalam penelitian ini berpengaruh tidak signifikan terhadap preferensi pembiayaan usaha mikro dan kecil. Temuan ini tidak sejalan dengan pernyataan Gebru (2009: 328) bahwa pemilik usaha mikro dan kecil yang memulai bisnisnya dengan inisiatif akan mampu memperoleh jumlah pendanaan dari sumber modal non-tradisional. Artinya wirausahawan yang memulai bisnis dengan keinginan sendiri akan memilih pendanaan eksternal. Namun sejalan dengan Fachrudin (2013: 102) bahwa *enterpreneurability* yang tinggi maupun yang rendah tidak berhubungan dengan preferensi pembiayaan.

Kemungkinan, jiwa kewirausahaan yang tinggi saja tidak serta merta mempengaruhi struktur modal. Ia akan terpadu dengan kemampuan mengembangkan usaha. Penelitian selanjutnya dapat meneliti pengaruh *enterpreneurability* terhadap struktur modal dengan ukuran usaha sebagai variabel *intervening*.

Pengalaman Usaha Mikro dan Kecil Di Pajak USU

Pengalaman pemilik usaha mikro dan kecil dalam penelitian ini berkisar antara 1 tahun sampai lebih dari 20 tahun. Namun kebanyakan adalah antara 2 sampai 5 tahun.

Pengalaman pemilik usaha mikro dan kecil ditemukan berpengaruh negatif dan

tidak signifikan pada alpha 5% terhadap preferensi pembiayaan usaha mikro dan kecil. Hal ini tidak sejalan dengan Ang *et al.* (2010:5) yang menemukan bahwa pengalaman pemilik usaha berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal usaha kecil, semakin berpengalaman pemilik usaha, semakin besar komposisi hutang dalam struktur modalnya. Hasil ini juga tidak sesuai dengan Gracia dan Mira (2008: 123) yang mengatakan bahwa umur perusahaan merupakan faktor yang penting dalam pembiayaan usaha kecil dan menengah, serta dengan Lean dan Tucker (2001: 44) yang mengatakan bahwa hambatan lain bagi usaha kecil untuk mendapatkan pendanaan dari luar adalah pengalaman. Penelitian ini mendukung Coleman dan Cohn (2000: 10) yang menemukan bahwa pengalaman tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat hutang. Temuan ini tidak sejalan juga dengan Ang *et al.* (2010: 5) serta He dan Kent (2007: 29). He dan Kent (2007: 29) mengatakan keputusan pemberian pinjaman oleh lembaga keuangan untuk pengusaha kecil yang baru memulai bisnis, artinya yang pengalamannya masih kurang, didasarkan pada kelayakannya untuk mendapatkan pinjaman daripada kelayakan bisnisnya sendiri. Bahkan ketika bisnisnya sudah berjalan selama beberapa periode, pemberi pinjaman masih merasakan kurangnya informasi publik untuk usaha kecil sehingga usaha kecil susah mendapatkan pinjaman dari eksternal.

Signaling Hypothesis tidak dapat dijelaskan dari hasil penelitian ini. Pengalaman dalam penelitian ini tidak memberikan sinyal bagi lembaga keuangan eksternal bahwa suatu usaha sudah matang dan pemiliknya sudah mampu menganalisis resiko bisnis dan sumber dananya. Koefisien yang dihasilkan penelitian ini adalah negatif dan tidak signifikan. Hal ini berarti sinyal tersebut tidak sampai ke lembaga keuangan karena pemilik usaha dengan pengalaman yang lama ini justru tidak pergi mencari pendanaan eksternal. Penjelasan yang lebih tepat adalah dengan *Pecking Order Theory*

yang mengatakan bahwa usia yang tua dan matang lebih mempunyai dana internal yang lebih banyak sehingga tidak perlu mencari ke luar. Pengaruh negatif dan signifikan ditemukan oleh Krasauskaite (2011: 56), yaitu usia usaha ditemukan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap penggunaan hutang jangka panjang pada usaha kecil. Usia yang lebih tua ditemukan kurang memerlukan pendanaan dari hutang jangka panjang.

Ukuran Usaha-Usaha Mikro dan Kecil Di Pajak USU

Sebanyak 50% responden penelitian ini mempunyai total aset antara Rp 1 sampai dengan Rp 50.000.000, 29% dengan total aset antara Rp 50.000.001 sampai dengan Rp 100.000.000, 7% dengan total aset antara Rp 100.000.001 sampai dengan Rp 150.000.000, 5% dengan total aset antara Rp 150.000.001 sampai dengan Rp 200.000.000, 3% dengan total aset antara Rp 200.000.001 sampai dengan Rp 250.000.000, 2% dengan total aset antara Rp 250.000.001 sampai dengan Rp 300.000.000, dan 4% mempunyai total aset yang lebih besar dari Rp 300.000.000 namun tidak sampai satu milyar.

Merujuk pada Undang-Undang Republik Indonesia No. 20 tahun 2008 tentang Usaha Mikro, Kecil, dan Menengah, berarti responden penelitian yang berskala usaha mikro berjumlah 96% dan hanya 4% yang berskala kecil karena menurut undang-undang tersebut, usaha mikro adalah usaha yang memiliki kekayaan bersih paling banyak Rp 50.000.000 (lima puluh juta rupiah) tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha, sedangkan usaha kecil memiliki kekayaan bersih lebih dari Rp 50.000.000 (lima puluh juta rupiah) sampai dengan paling banyak Rp 500.000.000 (lima ratus juta rupiah) tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha.

Ukuran usaha berpengaruh positif dan signifikan terhadap preferensi pembiayaan usaha kecil dan menengah pada alpha 5%. Semakin besar ukuran usaha semakin besar peluang usaha untuk mendapatkan pem-

biayaan dari eksternal. Hal ini sesuai dengan Gracia dan Mira (2008: 120) yang mengatakan bahwa ukuran perusahaan merupakan faktor yang penting dalam pembiayaan usaha kecil dan menengah. Hasil penelitian ini juga mendukung Gebru (2009: 324), bahwa perusahaan besar mudah mendapatkan pendanaan dari bank, sedangkan usaha kecil dan menengah mungkin akan kesulitan mendapatkan dana dari institusi keuangan formal. Dalam penelitian ini terlihat bahwa usaha mikro dan kecil yang lebih besar ukurannya lebih mudah mendapatkan dana dari institusi keuangan formal. Hasil yang diperoleh juga sejalan dengan Krasauskaite (2011: 44).

Temuan penelitian ini mendukung pendapat He dan Kent (2007: 29-36), bahwa usaha kecil yang lebih besar cenderung menggunakan hutang dagang sedangkan yang lebih kecil dengan *business credit cards*.

Penelitian ini tidak sejalan dengan Mendell *et al.* (2006: 540-547) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan hutang. Usaha yang lebih besar lebih mampu mendanai usahanya sehingga keperluan hutangnya kecil, sedangkan penelitian ini menunjukkan hal sebaliknya. Semakin besar ukuran perusahaan, keperluan untuk mendanai usaha menjadi lebih banyak dan usaha ini mulai mencari dana dari luar.

Temuan penelitian ini tidak sejalan dengan Njeru *et al.* (2012: 58) yang mengatakan bahwa ukuran usaha tidak mempengaruhi akses pengusaha untuk mendapatkan sumber pendanaan baik dari hutang maupun ekuitas. Di Thika District, Njeru *et al.* (2012: 58) menemukan bahwa usaha berukuran kecil dan menengah dapat mengoptimalkan rasio keuangannya dan mereka dapat memperoleh tingkat hutang dan ekuitas yang lebih tinggi.

Temuan penelitian ini juga terkait dengan asimetri informasi sebagaimana yang dikemukakan Viviani (2008: 180). Dalam usaha mikro dan kecil terjadi masalah asimetri informasi antara pemilik usaha dan lembaga keuangan. Pemilik usaha merasa

lembaga keuangan terlalu banyak mengambil keuntungan dan menetapkan terlalu banyak persyaratan, sementara lembaga keuangan berfikir usaha mikro dan kecil kurang berkualifikasi dan sulit mengembalikan dana. Asimetri informasi ini kemudian menyebabkan beberapa pemilik usaha menggunakan pendanaan dari rentenir yang tidak banyak mengajukan persyaratan. Padahal sebenarnya persyaratan tersebut adalah untuk keamanan pihak lembaga keuangan.

Signaling Hypotesis dapat dijelaskan pada kasus ini. Ukuran yang mikro dan kecil mungkin juga memberikan sinyal bahwa mereka tidak mampu memberikan pengembalian. Usaha mikro dan kecil mungkin dianggap memiliki resiko masa depan yang lebih besar, kualitas usaha yang tidak jelas, manajemen yang profesional dan tidak bekerja dalam kapasitas penuh, serta memiliki peluang melakukan *moral hazard* seperti menggunakan dana yang diberikan untuk kepentingan lain dan bukan untuk kemajuan usaha. Beberapa kasus pemberian dana dari lembaga keuangan pada usaha kecil di tempat lain menunjukkan bahwa dana tersebut digunakan untuk tujuan lain, bahkan konsumtif. Beberapa usaha menganggap itu adalah gratis dan tidak perlu dikembalikan. Kasus-kasus tersebut menimbulkan sinyal negatif bagi usaha kecil. Padahal banyak juga mikro dan kecil yang taat membayar hutangnya. Inilah alasan mengapa temuan ini menemukan pengaruh yang positif dan signifikan.

Asymmetric Information yang terlihat di sini adalah ketika lembaga keuangan merasakan bahwa dana yang diberikan akan digunakan untuk konsumtif. Bahkan ada informasi bahwa bila perbankan, terutama syariah, memberikan bantuan modal, maka usaha mikro dan kecil menganggapnya sebagai dana hibah gratis. Informasi yang tidak simetris inilah yang menyebabkan lembaga keuangan berhati-hati dalam memberikan pinjaman modal.

Nilai $Exp(B)$ sebesar 1.808 menunjukkan bahwa setiap terjadi peningkatan uku-

ran perusahaan sebanyak 1 satuan, akan meningkatkan peluang penggunaan dana eksternal sebagai sumber pembiayaan sebanyak 1.808 kali. Jadi peluang penggunaan dana eksternal akan meningkat jika skala usaha makin besar. Hal ini terkait modal kerja yang semakin besar, misalnya pada toko yang menjual komputer, *tablet*, dan *handphone*.

Penelitian ini menggunakan variabel berupa ukuran perusahaan dan pengalaman pemilik usaha. Korelasi yang dilakukan di antara kedua variabel ini ditemukan erat sehingga dapat dikatakan bahwa semakin lama pengalaman pemiliknya, semakin besar dan *mature* usahanya. Usaha yang makin besar membutuhkan modal yang makin besar, dan karena itu membutuhkan dana eksternal, namun pengalaman tidak berhubungan signifikan dengan preferensi struktur modal. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa bukan pengalaman yang memudahkan akses ke sumber eksternal, namun ukuran usaha yang besar yang membuat kebutuhan dana semakin besar sehingga perlu akses ke sumber dana eksternal.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Ukuran usaha sebagai salah satu karakteristik usaha berpengaruh positif dan signifikan terhadap preferensi struktur modal usaha mikro dan kecil. Usaha yang lebih besar lebih cenderung menggunakan dana dari luar. Pendidikan, *entrepreneurability*, dan pengalaman sebagai bagian dari karakteristik pemilik tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dalam penelitian ini.

Pembiayaan dari luar dilakukan oleh usaha yang lebih besar. Hal ini terjadi saat mereka memerlukan modal yang lebih besar. Pada usaha yang lebih kecil, pendanaan internal telah mencukupi karena memang modalnya kecil. Hal ini dapat menjelaskan *Pecking Order Hypothesis* sebagai bagian dari teori struktur modal.

Agency theory juga dapat dijelaskan di sini. Pemilik usaha mengatakan tidak menginginkan adanya pihak lain yang menikmati keuntungan jika mencari dana eksternal. Pemilik usaha yang mendapatkan dana dari mitra baru juga hanya dua persen, menunjukkan bahwa hanya sedikit yang rela usahanya dicampuri. Hal ini juga dapat menjelaskan masalah *Signalling Theory* dan *Information Asimmetry*. Usaha kecil memberikan sinyal ketidakmampuan membayar pinjaman. Mencari mitra baru dapat memberikan sinyal prospek yang buruk. Hal ini menyebabkan usaha mikro dan kecil sulit mendapatkan akses modal dari luar. Informasi yang tidak simetris juga menyebabkan sulitnya mengakses dana tersebut. Keadaan seperti ini menyebabkan rentenir dapat mengambil celah. Dengan persyaratan yang mudah dan tanpa prosedur berbelit, pemilik usaha mikro dan kecil dapat memperoleh modal. Dalam hal mereka mampu membayar, mereka akan membayar walaupun menyadari bahwa tingkat bunganya lebih tinggi daripada meminjam pada lembaga keuangan formal, dan bahkan nilai jaminan yang diberikan juga dapat lebih tinggi daripada nominal yang dipinjam.

Saran

Lembaga keuangan formal perlu lebih memperhatikan usaha kecil. Akses usaha mereka ke lembaga keuangan formal terhalang oleh waktu. Pemilik usaha mikro dan kecil kebanyakan juga bertindak sebagai pekerja sehingga tidak memiliki waktu pergi ke lembaga keuangan formal. Celah inilah yang digunakan rentenir karena mereka menggunakan sistem jempot bola. Persyaratan administrasi juga dirasakan oleh sebahagian usaha mikro dan kecil, seperti penyediaan berkas-berkas yang harus dilengkapi.

Lembaga keuangan formal perlu mencontoh cara kerja rentenir yang cepat dan sistem jempot bola yang disukai para pelaku usaha. Lembaga keuangan formal memang bersifat hati-hati agar tidak terjadi kredit macet, namun untuk membantu usaha kecil

kehati-hatian ini perlu disikapi dengan lebih bijak.

Lembaga pendidikan perlu lebih banyak memperkenalkan sumber modal dan cara mengaksesnya kepada para pelajar di setiap jenjang agar para pelajar mengetahui kebaikan dan keburukan lembaga keuangan formal serta non formal.

Sistem arisan yang diterapkan di Pajak USU mempunyai sisi positif. Sebaiknya sistem ini lebih diorganisir dengan baik sehingga uang arisan tersebut dapat diinvestasikan sebelum hari penarikan dan penarikan diprioritaskan pada pemilik usaha yang sedang dalam keadaan sangat memerlukan modal. Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian ini dengan menambahkan variabel lain dan melakukan penelitian di tempat lain. Peneliti selanjutnya dapat pula meneliti dengan variabel *intervening*, misalnya kewirausahaan berpengaruh terhadap preferensi struktur modal dengan kemampuan mengembangkan usaha sebagai variabel *intervening*.

DAFTAR PUSTAKA

- Altare, P. S, A. R. I. Copo, Y. A. Gabuyo, A. T. Laddaran, D. P. Leila, Meija, I. A. Pollicarpio, H. D. Tizon, S. D. Ana Maria, Yao, dan E. A. G. Sy. 2008. *Elementary Statistics with Computer Application*. Rex Book Store.
- Ang, J., R. Cole, dan D. Lawson. 2010. The Role of Owner in Capital Structure Decisions: An Analysis of Single-Owner Corporations. *The Journal of Entrepreneurial Finance* 14(3): 1-36.
- Batabyal, A. A., dan H. Beladi. 2010. A Model of Microfinance with Adverse Selection, Loan Default, and Self-Financing. *Agricultural Finance Review* 70(1): 55-65.
- Binks, M dan T. Ennew. 1996. *Financing Small Firms*. Small Business and Entrepreneurship. 2nd ed. Macmillan. USA.
- Brigham, E. F., dan P. R. Daves. 2007. *Intermediate Financial Management*. 9th ed. Thomson South Western. USA.
- Bulan, L., dan Z. Yan. 2010. Firm Maturity and the Pecking Order Theory. *International Journal of Bisnis and Economics* 9(3): 179-200.
- Coleman, S. dan R. Cohn. 2000. Small Firm's Use of Financial Leverage: Evidence from the 1993 National Survey of Small Business Finances. *Journal of Business and Entrepreneurship* 12(3): 81-99.
- Copeland, Thomas E., J. Fred Weston., dan Kuldeep Shastri. 2004. *Financial Theory and Corporate Policy*. International Ed. Prentice-Hall. USA.
- Eriksson, P., S. Katila and M. Niskanen. 2009. Gender and sources of finance in Finnish SMEs: a Contextual View. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*: 1(3): 176-191.
- Essien, E. B., O. K. Ugwu, Daasi, dan L. K. Gibson. 2012. Traditional Financial Institution and Rural Enterprises in Nigeria: the Case of Ogoni Land. *International Journal Research and Review* 4(21): 1-16.
- Fachrudin dan K. Amalia. 2013. Preferensi Pembiayaan Usaha Mikro dan Kecil: Perspektif Gender dan *Entrepreneurability*. *Jurnal Ekonomi Modernisasi* 9(2): 95-112.
- Frank, M dan V. Goyal. 2003. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 67: 217 - 248.
- Geburu, G. H. 2009. Financing Preferences of Micro and Small Enterprise Owners in Tigray: Does POH Hold? *Journal of Small Business and Enterprise Development* 16(2): 322-334.
- Ghozali, I. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Edisi ke-3. Badan penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gracia, J. Lopez dan F. S. Mira. 2008. Testing Trade-Off and Pecking Order Theories Financing SMEs. *Small Bus Econ* 31: 117-136.
- Hair, Joseph F., William C. Black, Barry J. Babin, dan Rolph C. Anderson. 2010.

- Multivariate Data Analysis*. 7th ed. Prentice Hall. USA.
- He, W., dan B. H. Kent. 2007. Small Business Financing: Survey Evidence in West Texas. *Journal of Entrepreneurial Finance* 12(1): 27-54.
- Jensen, M. C dan W. Meckling, 1976. Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305 – 360.
- Krasauskaite, A. 2011. Capital Structure of SMEs: Does Firm Size Matter? Empirical Investigation of Baltic Countries. *Thesis*. Department of Aconomics and Business Aarhus University. Baltic.
- Lean, J., dan J. Tucker. 2001. Information Asymmetry, small Firm Finance and the Role of Government. *Journal of Finance and Management in Public Services* 1: 43-47.
- Mendell, B. C., T. Sydor, dan N. Mishra. 2006. Capital Structure in the United States Forest Products Industry: The Influence of Debt and Taxes. *Forest Science* 52(5): 540–548.
- Nagelderke, N. 1991. A Note on a General Definition of the Coefficient of Determination. *Biometrika* 78: 691-692.
- Njeru, A. W., G. S. Namusonge, dan J. M. Kihoro. 2012. Size as a Determinant of Choice of Source of Entrepreneurial Finance for Small and Medium Sized Enterprises in Thika District. *International Journal of Business and Social Science* 3(16): 53-58.
- Slovin. 1960. MathSciNet. http://ijrcm-2-IJRCM-2_vol-3_2013-issue10.pdf. Diakses 28 Mei 2014.
- Viviani, J. L. 2008. Capital Structure Determinants: An Empirical Study of French Companies in Wine Industry. *International Journal of Wine Business Research* 20(2): 171-194.
- Ward, S. 2012. Thinking of Starting a Small Business? http://sbinfocanada.about.com/cs/startup/a/starttownbiz_3htm. Diakses 1 Agustus 2013.
- Zabri, S. M. 2012. The Determinants of Capital Structure among SMES in Malaysia. *Proceedings International Conference of Technology Management, Business and Entrepreneurship*: 132-146.