

Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, *Non-Debt Tax Shield* Dan Usia Perusahaan Terhadap Struktur Modal (Studi Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Di BEI)

Mila Diana Sari

Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Email: mdiana.jf178@gmail.com

Djumahir

Atim Djazuli

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Abstract: *This study aimed to determine the effect of the fundamental variables of the company's capital structure included in the group of Indonesian food and beverage from 2009 to 2013 period. This study used a population selected using selection criteria and the population acquired 14 companies that deserve to be the population. The research sample used all companies included in the study population or sample selection techniques using saturated sample. The analysis method of the research is multiple regression linier. The variables used in this study were Profitability, Company's Size, Sales Growth, Structure Assets, Non-Debt Tax Shield and Company's Age. The results of this study indicated that the variable profitability and company's age negatively affect the capital structure of food and beverage companies in Indonesia, while the size of the company, the structure of assets, and the sale have a positive effect on the capital structure of the food and beverage company in Indonesia. Variable non-debt tax shield (NDTS) does not affect the capital structure of food and beverage companies in Indonesia.*

Keywords: *Profitability, Company Size, Sales Growth, Structure Assets, Non-Debt Tax Shield, and age of the company, Capital Structure*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel fundamental terhadap struktur modal perusahaan yang masuk dalam kelompok makanan dan minuman Indonesia periode waktu 2009 sampai dengan 2013. Penelitian ini menggunakan populasi yang dipilih menggunakan kriteria pemilihan populasi dan diperoleh 14 perusahaan yang layak dijadikan populasi. Sampel penelitian menggunakan seluruh perusahaan yang masuk dalam populasi penelitian atau teknik pemilihan sampel menggunakan sampel jenuh. Metode analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, *Non-Debt Tax Shield* dan Usia Perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel profitabilitas dan usia berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan makanan dan minuman di Indonesia, sedangkan ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan makanan dan minuman di Indonesia. Variabel *non-debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan perusahaan makanan dan minuman di Indonesia.

Kata Kunci: Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, *Non-Debt Tax Shield* dan Usia Perusahaan terhadap Struktur Modal

Perkembangan ekonomi global yang membaik pasca krisis Eropa pada tahun 2008, dapat menimbulkan dampak positif terhadap perekonomian domestik. Selain itu, pertumbuhan investasi juga mengalami peningkatan. Perekonomian Indonesia masih bisa bertahan dalam krisis tersebut. Hal ini dapat dilihat dari rata-rata pertumbuhan ekspor negara-negara di dunia. Ekspor Indonesia tumbuh dengan rata-rata 17,66%, sementara rata-rata ekspor dunia hanya tumbuh sebesar 14,47%. Pertumbuhan

ekspor yang dialami Indonesia sepanjang 2005-2009 ini tergolong kelompok tercepat di dunia, setelah Rusia dan RRT. (Laporan Kementerian Perdagangan, 2009).

Ekspor terbagi menjadi dua jenis yaitu ekspor migas dan ekspor non migas. Setiap negara umumnya menjalin kerja sama dengan negara lain untuk melengkapi kebutuhannya sehingga mendorong setiap negara untuk melakukan ekspor maupun impor. Ekspor dilakukan untuk mendapatkan pemasukkan

negara, maka setiap negara akan mencari pangsa pasar untuk melakukan kegiatan ekspor ke negara lain. ekspor non-migas periode 2004-2009 memiliki pangsa yang lebih besar dibandingkan ekspor migas. Jika dibandingkan dengan tahun 2004, pangsa ekspor nonmigas tahun 2009 meningkat 7%, dari 78% menjadi 85%, disebabkan anjloknya harga minyak, sehingga pasar migas dunia mengalami kelesuan (Laporan Kementerian Perdagangan, 2009).

Peningkatan ekspor non migas ini, tentunya didukung oleh peningkatan di industri non migas. Beberapa industri non migas yang pertumbuhannya baik dan memiliki potensi atau pangsa pasar yang tinggi adalah industri makanan dan minuman. Hal ini dapat dilihat dari peranan cabang industri makanan dan minuman terhadap PDB non migas tahun 2008 sebesar 30,4%, yang merupakan kontribusi terbesar dari sektor industri non migas (Laporan menteri perindustrian 2008).

Potensi industri makanan dan minuman di Indonesia memiliki potensi yang besar. Melihat fakta ini, maka terdapat peluang yang besar dalam sektor usaha di bidang industri makanan dan minuman sehingga mengakibatkan timbulnya peningkatan pengusaha di sektor industri ini. Pengusaha banyak bermunculan sehingga kebutuhan akan modal juga penting untuk di pertimbangkan dalam mendirikan dan mengelola usaha.

Perkembangan dunia usaha di Indonesia ini sangat pesat. Perkembangan ini menuntut modal yang memadai untuk melakukan proses operasional perusahaan maupun ekspansi yang akan dilakukan di masa depan. Struktur modal memegang peranan penting dalam hal pendanaan yang menunjang stabilitas badan usaha. Mengingat pentingnya struktur modal dalam badan usaha, maka para pemilik usaha dituntut untuk mampu menyediakan modal untuk usaha baik modal dari luar maupun modal dari dalam perusahaan. Modal tersebut haruslah optimal pro-porsinya, baik proporsi hutang maupun modal sendiri. Patokan resmi tentang proporsi struktur modal yang optimal tidak tercantum secara tepat dalam teori, maka di sinilah tantangan para pemilik usaha dalam menjaga keseimbangan struktur modal usaha mereka.

Struktur modal perusahaan makan dan minuman mengalami fluktuasi pada dari tahun

2007-2012. Tahun 2007 sebesar 98%, pada tahun 2008 turun menjadi 94%, pada tahun 2009 kembali mengalami penurunan sehingga menjadi 50%, namun pada tahun 2010 mengalami kenaikan menjadi 66% diikuti pada tahun 2011 mengalami stagnasi pada posisi 66% dan pada 2012 mengalami peningkatan sebesar 2% menjadi 68%. Padahal jika dilihat dari penjualan yang mengalami tren meningkat maka seharusnya akan diimbangi dengan penggunaan modal dengan tingkat yang tinggi pula sebagai modal tambahan dalam rangka meningkatkan produktivitas dan penjualan produk. Namun kenyataannya justru penggunaan modal justru mengalami tren penurunan sehingga variabel struktur modal ini diambil sebagai variabel dependen dalam penelitian ini, untuk mengetahui faktor apa sajakah yang berperan dalam mempengaruhi struktur modal tersebut. (*Indonesia Capital Market Directory*, 2012).

Beberapa penelitian terdahulu banyak melakukan identifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, melakukan kajian untuk mengetahui korelasi dan juga untuk melihat pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap struktur modal. Secara umum, factor-faktor yang diteliti dalam penelitian ini meliputi: profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, struktur aset, NDTs (*Non-debt Tax Shield*) dan usia perusahaan.

Berdasarkan kajian beberapa penelitian terdahulu terkait pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi terhadap struktur modal baik yang dilakukan di luar negeri maupun di dalam negeri. Penelitian terdahulu diantara dilakukan oleh Ahmad *et al.* (2013), Fernandez *et al.* (2013), Kinde (2013), Rafique *et al.* (2013), Fauzi *et al.* (2013), Tarazi (2013), Forte *et al.* (2013), Saarani dan Shahadan (2013), Huang dan Song (2001), Antoniou *et al.* (2002), Aremu *et al.* (2013), Ray (2013), Akinyomi dan Olanju (2013), Ajanthan (2013), Orman *et al.* (2013), Oolderink (2013), Ahmadimusaabad *et al.* (2013), Bevan dan Danbolt (2001), Chen *et al.* (1998), Ahmad dan Zaman (2010), dan Yusuf *et al.* (2013). Dari uraian tersebut, penelitian ini dilakukan untuk menguji ketidakkonsistenan hasil antara variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, struktur aset, NDTs (*Non-debt Tax Shield*) dan usia perusahaan terhadap struktur modal.

Prifitabilitas yang dianggap penting terkait dengan struktur modal, karena semakin tinggi profitabilitas yang dihasilkan maka penggunaan hutang juga semakin kecil. Dengan kata lain, hal ini menunjukkan struktur modal akan semakin kecil jika perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi (Brigham dan Houston, 2001:189). Teori *pecking order* struktur modal menyebutkan bahwa perusahaan yang menguntungkan tidak akan memilih untuk hutang atau pembiayaan ekuitas karena mereka memiliki dana yang cukup untuk membiayai aset mereka. Namun, teori trade-off mengusulkan hubungan positif antara profitabilitas dan leverage. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mendapat laba lebih tinggi dan memiliki kekuatan reputasi maka akan dengan mudah memperoleh hutang dari pihak ketiga biasanya bank dan mengambil keuntungan maksimum dari perisai pajak. Hovakimian, Opler, dan Titman (2001) berpendapat bahwa tidak ada hubungan antara profitabilitas dan hutang karena perusahaan yang merugi juga mengeluarkan ekuitas untuk mengimbangi efek berlebihan hutang. Secara empiris, tidak ada hubungan antara profitabilitas perusahaan dan leverage (Chen & Chen, 2011; Yang *et al.*, 2010). Profitabilitas diukur dengan ROA yaitu perbandingan laba bersih dan terhadap total aktiva.

Faktor kedua adalah ukuran perusahaan. Perusahaan besar lebih beragam dan karena itu memiliki varian yang lebih rendah dari pendapatan yang membuat mereka untuk mempertahankan rasio utang yang tinggi (Castanias, 1983; Titman dan Wessels, 1988; dan Wald, 1999). Perusahaan kecil di sisi lain, mungkin merasa relatif lebih mahal untuk meminjam atau hutang. Rasio utang yang lebih rendah di perusahaan berukuran kecil (Castanias, 1983). Pemberi pinjaman untuk perusahaan besar lebih mungkin untuk mendapat balasnya daripada pemberi pinjaman untuk perusahaan-perusahaan kecil. Perusahaan-perusahaan besar akan cenderung memiliki utang yang lebih tinggi. Penjelasan lain untuk perusahaan-perusahaan kecil memiliki rasio utang yang lebih rendah jika biaya kebangkrutan merupakan fungsi kebalikan dari ukuran perusahaan (Titman dan Wessels, 1988). Perusahaan yang lebih besar menghadapi biaya kebangkrutan yang lebih rendah dari per-

usahaan-perusahaan kecil. Ukuran perusahaan diukur dengan me-log natural dari total aset.

Penjualan memiliki peranan penting dalam bidang usaha atau perusahaan. Bila penjualan perusahaan stabil, maka perusahaan akan berada dalam kondisi aman dalam memutuskan untuk mengambil hutang dalam jumlah yang lebih besar dan mengeluarkan beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjuwalannya tidak stabil (Brigham dan Houston, 2001:188). Hal ini berhubungan dengan pertumbuhan perusahaan juga. Semakin besar pertumbuhan penjualan, maka pertumbuhan perusahaan juga akan bertumbuh dan biasanya perusahaan cenderung menggunakan proporsi hutang lebih besar. Salem (2013) menunjukkan hasil semakin meningkat penjualan maka penggunaan hutang akan semakin kecil di Pakistan karena perubahan penjualan tersebut akan digunakan untuk pembiayaan internal perusahaan. Penelitian Hugo dan Shawn (2005) menyatakan sebaliknya, karena perusahaan penginapan bila penjualan meningkat maka secara otomatis perusahaan akan menambah kapasitas aset tetapnya seperti tanah, bangunan, serta peralatan perhotelan sehingga dengan kata lain melakukan ekspansi yang pendanaannya dibiayai oleh hutang. Dalam penelitian ini pertumbuhan penjualan diukur dengan menggunakan penjualan tahun ini dikurangi penjualan tahun sebelumnya lalu dibandingkan terhadap penjualan tahun sebelumnya.

Faktor struktur aktiva atau aset juga faktor yang penting untuk dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal. Penentuan rasio struktur aktiva untuk menunjukkan proporsi komposisi aktiva tetap terhadap aktiva perusahaan secara keseluruhan. Perusahaan yang asetnya memadai untuk digunakan sebagai jaminan hutang, cenderung akan lebih menggunakan hutang daripada modal sendiri (Brigham dan Houston, 2001:188). Menurut penelitian Chen (2003) di Cina struktur aktiva berpengaruh positif terhadap hutang sedangkan pada penelitian Sari *et al.* (2013) di Indonesia menunjukkan hasil struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap hutang. Kondisi ini dikarenakan struktur aktiva di Indonesia tergantung pada teknologi, namun struktur modal tergantung pada kebijakan perusahaan. Di Cina semakin tinggi struktur aktiva maka

dapat digunakan sebagai jaminan dalam mengurangi risiko debitur. Struktur aktiva dalam penelitian ini diukur dengan perbandingan *fixed asset* terhadap *total asset*.

Faktor *non-debt tax shield* juga merupakan faktor yang mempengaruhi struktur modal, terutama bagi perusahaan yang enggan menggunakan hutang untuk menghindari resiko kebangkrutan. NDTs (*Non Debt Tax Shield*) menurut DeAngelo dan Masulis (1980) mungkin yang pertama untuk secara resmi memperkenalkan konsep literatur NDTs (*Non Debt Tax Shield*). Contoh perisai tersebut termasuk pemotongan depresiasi, deplesi tunjangan, dan kredit pajak investasi. Perisai ini dapat dianggap sebagai pengganti manfaat pajak perusahaan pembiayaan utang. Oleh karena itu, perusahaan dengan jumlah NDTs (*Non Debt Tax Shield*) yang lebih tinggi akan memilih untuk memiliki tingkat utang yang rendah. Lebih sering atau bisa dikatakan banyak studi empiris menemukan hasil yang mendukung prediksi ini. Hasil penelitian menunjukkan NDTs (*Non-debt tax shield*) diukur dengan perbandingan antara total depresiasi dan total aset.

Umur perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan tetap eksis dan mampu bersaing. Dengan demikian, umur perusahaan dapat dikaitkan dengan kinerja keuangan suatu perusahaan. Perusahaan yang berumur lebih tua memiliki pengalaman lebih banyak dan mengetahui kebutuhan konstituennya atas informasi tentang perusahaan. "Umur perusahaan yaitu lama perusahaan berdiri. Umur perusahaan dihitung sejak tahun perusahaan tersebut berdiri hingga perusahaan tersebut dijadikan sampel dalam penelitian" (Dewi, 2008). Salah satu alasan utama untuk menggunakan utang lebih maksimal adalah bahwa ketika perusahaan bertahan dalam bisnis untuk waktu yang lama maka bisa mengumpulkan lebih banyak dana untuk menjalankan operasi bisnis dan menggunakan reputasinya dalam mengakses lebih banyak utang, sebagai perusahaan yang berkembang, informasi lebih lanjut mengenai kelangsungan masa depan mereka menjadi tersedia dan mengurangi asimetri informasi. Asimetri informasi rendah menyiratkan leverage yang lebih tinggi. Pemegang obligasi akan lebih mungkin untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan-

perusahaan yang mereka tahu lebih banyak tentang daripada pinjaman kepada perusahaan-perusahaan yang mereka tahu sedikit tentang. Selain itu, Myers (2001) menyatakan bahwa sebagai sebuah perusahaan terus bertahan dan yang berke-lanjutan dalam bisnis, maka untuk meningkatkan kapasitasnya dirasa perlu untuk mengam-bil lebih banyak utang. Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap umur perusahaan mengacu pada penelitian Talberg *et al.* (2008), di mana umur perusahaan di ukur dengan nilai logaritma natural dari umur perusahaan.

Berdasarkan pada uraian di atas, penelitian ini dilakukan untuk mengkaji pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, struktur aset, NDTs (*Non-Debt Tax Shield*), serta usia perusahaan terhadap struktur modal perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI. Penelitian ini terdapat beberapa perbedaan dengan penelitian terdahulu yaitu: (1) Tahun penelitian yang dilakukan adalah tahun 2009-2013; (2) Adanya keterbaruan variabel sesuai dengan rekomendasi penelitian terdahulu, yaitu dengan menambahkan variabel *non-debt tax shield* (NDTs) yang mengacu pada penelitian Sari (2013) dan variabel usia perusahaan yang mengacu pada penelitian Ray (2013) dan Kinde (2013).

Hipotesis Penelitian

- H1: Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal
- H2 : Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal
- H3 : Pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap struktur modal
- H4 : Struktur aset berpengaruh terhadap struktur modal
- H5 : *Non-Debt Tax Shield* berpengaruh terhadap struktur modal
- H6 : Usia perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal

METODE

Penelitian ini termasuk jenis penelitian kuantitatif dengan pendekatan positivis. Desain penelitian ini termasuk dalam desain kausal, sedangkan karakteristik penelitian ini adalah *Explanatory Research* yang menyoroti hubungan antara variabel-variabel penelitian dan menguji hipotesis yang dirumuskan.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan makanan dan minuman di Indonesia yang terdaftar di BEI dan dipilih melalui kriteria populasi. Berdasarkan kriteria populasi tersebut, diperoleh populasi sebanyak 14 perusahaan (emiten). Dikarenakan besar populasi hanya 14 perusahaan (emiten), maka seluruhnya menjadi sampel dalam penelitian ini.

Analisis Data

Analisis dilakukan untuk menguji pengaruh variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, struktur aset, NDTS (*Non-debt Tax Shield*) dan usia perusahaan terhadap struktur modal. Penelitian ini menggunakan uji kelayakan data yaitu uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas pada tahap awal analisis data. Langkah selanjutnya dilakukan analisis regresi linier berganda (*multiple regression*). Model regresi linier berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + e.$$

Keterangan:

- Y = struktur modal,
 β_0 = konstanta,
 β_{1-6} = koefisien regresi,
 X_1 = Variabel probabilitas
 X_2 = Variabel ukuran perusahaan
 X_3 = Variabel pertumbuhan penjualan
 X_4 = Variabel struktur aset
 X_5 = Variabel *non-debt tax shield*
 X_6 = Variabel Usia perusahaan
 E = error

HASIL

1. Uji Kelayakan Data

a. Uji Normalitas

Hasil uji normalitas diketahui nilai sig. Kolmogorov-Smirnov sebesar 0,868. Jika

dilihat kriteria dalam pengambilan keputusan maka sig. Kolmogorov-Smirnov lebih besar dari 0,05 (sig>5%) dan dapat disimpulkan bahwa distribusi data adalah normal.

b. Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji heteroskedastisitas diketahui nilai signifikansi Profitabilitas sebesar 0,86, Ukuran perusahaan sebesar 0,194, Pertumbuhan penjualan se-besar 0,365, Struktur Aktiva sebesar 0,369, NDTS sebesar 0,602, dan Usia perusahaan sebesar 0,504. Secara keseluruhan, nilai signifikansi berada di atas 0,05. Kriteria yang digunakan dalam uji antara variabel independen dengan absolut residual berada di atas 0,05, maka tidak terjadi masalah heteros-kedastisitas.

c. Uji Multikolinieritas

Hasil uji multikolinieritas menunjukkan nilai *variance inflation factor* (VIF) untuk variabel Profita-bilitas sebesar 2,067, Ukuran perusahaan sebesar 2,638, Pertumbuhan penjualan sebesar 1,201, Struktur Aktiva sebesar 1,424, NDTS sebesar 1,224, dan Usia perusahaan sebesar 2,585. Nilai VIF tersebut secara keseluruhan kurang dari 10 dan diperoleh nilai R^2 yang tinggi yaitu sebesar 0,905, sehingga memenuhi kriteria dan dikatakan tidak terjadi multikolinieritas.

d. Uji Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi menunjukkan bahwa koefisien nilai durbin Watson (DW) sebesar 1,971, dimana nilai tersebut berada pada kriteria $dU - (4-dU)$. Dengan demikian residual yang dihasilkan dari persamaan regresi yang telah diestimasi dinyatakan persamaan regresi yang telah terbentuk tidak mengandung masalah autokorelasi.

2. Uji Hipotesis

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.169	0.568		-2.058	0.044
	Profitabilitas	-0.989	0.235	-0.236	-4.215	0.000
	Ukuran perusahaan	2.253	0.279	0.51	8.080	0.000
	Pertumbuhan Penjualan	0.095	0.035	0.115	2.690	0.009
	Struktur Aktiva	0.440	0.102	0.201	4.325	0.000
	NDTS	-0.007	0.004	-0.073	-1.703	0.094
	Usia Perusahaan	-0.482	0.19	-0.159	-2.537	0.014

a. Dependent Variable: DER

Berdasarkan data hasil analisis regresi linier berganda dalam tabel 5.14 di atas, dibentuk model persamaan regresi sebagai berikut.

$$Y = -1,169 - 0,989 (\text{Profitabilitas}) + 2,253 (\text{Ukuran Perusahaan}) + 0,095 (\text{Pertumbuhan penjualan}) + 0,440 (\text{Struktur Aktiva}) - 0,007 (\text{NDTS}) - 0,482 (\text{Usia perusahaan}) + e$$

3. Uji F

F_{tabel} 2,246 dengan F_{hitung} 99,806, menunjukkan bahwa model yang digunakan sudah tepat/relevan dengan tingkat signifikansi $0,000 < 0,005$.

PEMBAHASAN

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil uji hipotesis terbukti bahwa Profitabilitas yang meningkat akan menurunkan struktur modal perusahaan. Temuan ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menjelaskan bahwa semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, maka akan cenderung tidak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya. Myers dan Majluf (1984) menjelaskan bahwa perusahaan lebih memilih sumber pendanaan yang berasal dari pertama-tama laba ditahan, kedua dari hutang dan ketiga dari penerbitan saham baru. Hal ini berarti bahwa menurut teori *pecking order* tidak ada komposisi struktur modal yang optimal, sehingga pemilihan sumber pendanaan didasarkan pada biaya yang paling rendah dan tingkat risiko yang paling kecil.

Hasil penelitian ini didukung oleh sebagian besar studi empiris sebelumnya, di antaranya penelitian Ahmad *et al.* (2013), Fernandez *et al.* (2013), Ray (2013), Forte *et al.* (2013), Antoniou *et al.* (2002), Ahmadimousaabad *et al.* (2013), Bevan dan Danbolt (2001), Ahmad dan Zaman (2010), Huang dan Song (2005), Chen (2003), Sari, *et al.* (2013), dan Yusuf *et al.* (2013) menunjukkan bahwa variabel probabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Perusahaan yang *profitable* cenderung menyukai pembiayaan yang berasal dari internal perusahaan dibandingkan pendanaan yang berasal dari hutang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur

Berdasarkan hasil uji hipotesis terlihat bahwa variabel NDTS tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan makanan dan minuman di Indo-nesia tahun 2009-2013. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Chen (2003), Sari 2013, dan Murhardi (2009). Rata-rata NDTS pada deskriptif statistik mengalami tren menurun pada tahun penelitian. Tren menurun dari nilai rata-rata NDTS ini disebabkan nilai penyusutan setiap tahunnya juga menurun dan umumnya perusahaan memakai metode penyusutan saldo menurun ganda daripada metode garis lurus sehingga jumlahnya selalu menurun tiap tahunnya. Selain itu, Biaya depresiasi merupakan biaya non tunai sebagai arus kas masuk dalam pendanaan internal perusahaan. Semakin besar depresiasi, semakin besar sumber dana internal dan semakin kecil kebutuhan dana eksternal seperti hutang. Keadaan tersebut mengindikasikan bahwa sumber dana internal yang berasal dari depresiasi tidak berpengaruh dalam pembiayaan perusahaan, sehingga perusahaan makanan dan minuman di Indonesia dalam menentukan kebijakan hutang tidak mempertimbangkan pengurang pajak selain hutang. Penjelasan lain dari hasil ini adalah dengan adanya aturan perpajakan yang ketat mengenai metode penyusutan yang diperkenankan dalam penghitungan pajak, maka penghematan pajak yang bukan bersumber dari hutang tidak berpengaruh terhadap besarnya utang yang akan digunakan perusahaan (Murhardi, 2009). Apalagi tahun 2013 pemerintah menggalakkan peningkatan pendapatan negara dari pajak sehingga terjadi perketatan pemasukan nilai depresiasi dalam laporan laba/rugi suatu perusahaan. Selain itu total depresiasi lebih kecil dibandingkan dengan total aset atau dengan kata lain aset lancar lebih besar jumlahnya daripada aset tidak lancar, sehingga NDTS tidak memiliki pengaruh terhadap penggunaan hutang pada struktur modal perusahaan makanan dan minuman di Indonesia.

Pengaruh Usia Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menemukan bahwa usia perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan makanan dan minuman Indonesia tahun 2009 - 2013. Hasil penelitian

sesuai dengan penelitian oleh penelitian Naveed et al. (2010), Forte et al. (2013), Saarani dan Shahadan (2013), dan Ray (2013) yang menyimpulkan bahwa variabel usia perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.

Umur perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tetap eksis dan mampu bersaing. Dengan demikian, umur perusahaan dapat dikaitkan dengan kinerja keuangan suatu perusahaan. Perusahaan yang berumur lebih tua memiliki banyak pengalaman dan mengetahui kebutuhan konstitennya atas informasi tentang perusahaan (Myers, 2001). Umur perusahaan juga merupakan ukuran standar reputasi dalam model struktur modal (Abor dan Bekpie, 2007). Perusahaan yang telah lama berdiri dimungkinkan memiliki reputasi yang lebih baik dari pada perusahaan yang baru berdiri karena seiring dengan perjalanan waktu yang lebih lama berarti perusahaan telah menghadapi berbagai kondisi. Perusahaan yang dapat melalui berbagai kondisi tersebut menunjukkan adanya stabilitas dalam suatu manajemen perusahaan. Reputasi berpengaruh pada nama baik perusahaan telah dibangun selama bertahun-tahun yang dipahami oleh pasar dan yang diamati kemampuannya untuk memenuhi kewajibannya secara tepat waktu. Direksi dalam suatu perusahaan dalam menangani hal yang berkaitan dengan reputasi perusahaan cenderung bertindak lebih hati-hati dan menghindari proyek berisiko dan lebih mendukung pada proyek-proyek yang lebih aman dalam artian lebih menggunakan sedikit hutang.

Perusahaan makanan dan minuman Indonesia cenderung konservatif dalam membiayai aktivitas perusahaan. Umumnya semakin lama perusahaan berdiri maka asetnya juga akan semakin banyak, sehingga perusahaan lebih menggunakan sumber pendanaan internal yaitu penggunaan laba ditahan untuk membiayai perusahaan dan melakukan kerja sama dengan perusahaan lain dalam melakukan pendanaan untuk keperluan ekspansi maupun operasional perusahaan.

Implikasi Teoritis

Hasil penelitian ini memberikan implikasi teoritis yang berarti dalam pengembangan ilmu pengetahuan di bidang manajemen keuangan, manajemen investasi dan implikasi praktis terutama yang berkaitan dengan pengaruh

variabel fundamental perusahaan terhadap struktur modal perusahaan, sehingga dapat dijadikan dasar kajian dalam penelitian selanjutnya yang serupa.

Variabel pertumbuhan penjualan pada teori dan penelitian terdahulu menunjukkan hasil negatif, namun pada penelitian ini justru menunjukkan hasil positif. Hal ini disebabkan adanya kenaikan beban penjualan yang pada penelitian sebelumnya belum terjadi, sehingga terdapat perbedaan hasil. Penjelasan lain adalah hal ini memberi bukti bahwa teori hanya berlaku pada saat teori itu ditulis, dan hasil penelitian akan diperoleh hasil yang sama jika dilakukan dalam kondisi yang sama/hampir sama. Kesamaan tersebut terkait kondisi per-ekonomi-an suatu negara, kondisi pasar modal, jumlah obyek atau perusahaan yang diteliti, periode waktu dalam penelitian dan kesamaan objek yang diteliti. Ketika salah satu dari persyaratan tersebut tidak terpenuhi, maka sangat dimungkinkan akan terjadi perbedaan hasil dalam penelitian.

Implikasi praktis

Bagi para emiten, hasil penelitian dapat memberikan tambahan informasi terkait pentingnya variabel Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, *Non-Debt Tax Shield* dan Usia Perusahaan dalam mempengaruhi keputusan berinvestasi oleh para investor. Khususnya untuk informasi ukuran perusahaan yang diukur dengan melog natural total aset perusahaan, emiten harus dapat menjaga nilai rasio tersebut dalam kondisi baik karena merupakan rasio yang paling besar dalam mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Bagi investor, hasil penelitian dapat menambah informasi terkait faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Para investor harus lebih pertimbangannya dalam menilai profitabilitas dan pertumbuhan penjualan sebagai ukuran kinerja perusahaan karena kedua rasio ini memiliki dampak yang cukup besar dalam mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Keterbatasan Penelitian

Setiap penelitian memiliki keterbatasan yaitu variabel yang digunakan untuk mencerminkan karakteristik perusahaan hanya berasal dari variabel-variabel yang bersifat keuangan, belum melihat variabel-variabel non-keuangan, seperti tata kelola perusahaan yang dapat memberikan pengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan tujuan penelitian dan pembahasan yang dijelaskan pada bab sebelumnya, maka dihasilkan beberapa kesimpulan yaitu, Keseluruhan variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield* (NDTS), pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, dan usia perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan makanan dan minuman di Indonesia. Hal ini dapat dilihat pada hasil uji f. Selain itu Penelitian ini membuktikan bahwa profitabilitas dan usia berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sementara ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, dan struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Variabel *Non-debt tax shield* (NDTS) terbukti tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian, maka saran yang dapat diberikan antara lain:

Bagi perusahaan makanan dan minuman di BEI harus senantiasa melakukan analisis terhadap kinerja perusahaan, salah satunya melalui analisa laporan keuangan untuk mengetahui informasi tentang ROA, struktur aset, pertumbuhan penjualan dan total aset yang dapat digunakan dalam pembiayaan aktifitas perusahaan atau membutuhkan modal eksternal bila dana internal tidak mencukupi. Tujuan analisis tersebut agar bisa didapatkan informasi dan data-data yang dapat mendukung dalam pengambilan keputusan mengenai ketepatan kebijakan perusahaan dalam penggunaan hutang.

Bagi investor maupun calon investor dalam memberikan dana pinjaman melalui pembelian saham harus mengetahui informasi tentang kinerja perusahaan yang dapat dilihat melalui perkembangan ROA suatu perusahaan, pertumbuhan penjualan dan total aset. Bila semakin baik perkembangan tersebut, maka investor dapat membeli saham perusahaan tersebut karena risikonya dapat diminimalisirkan dengan jaminan total aset yang besar dan mendapatkan keuntungan yang besar pula.

Bagi penelitian yang akan datang diharapkan menggunakan kombinasi variabel lainnya dalam penentuan struktur modal yang tidak diteliti dalam penelitian ini dan menggunakan sampel yang lebih banyak atau menggunakan seluruh perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia sehingga cakupan objek penelitian menjadi lebih besar.

DAFTAR PUSTAKA

- , 2013. *Data Peluang Sektor Industri Makanan dan Minuman*, (diakses: <http://www.vivanews.com>, 28/12/2013)
- Ahmad, Y., dan Zaman, G. 2010. Determinants of Capital Structure: A case for the Pakistani Textile Composite Sector. *Abasyn Journal of Social Sciences*.
- Ahmadimousaabad, A., Anuar, A.A., Sofian, S., dan Jahanzeb, A. 2013. Capital Structure Decisions and Determinants: An Empirical Study in Iran. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences 2013*.
- Ajanthan A. 2013. Determinants of Capital Structure: Evidence from Hotel and Restaurant Companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*.
- Akinyomi, O., J., dan Olagunju, A. 2013. Determinants of Capital Structure in Nigeria. *International Journal of Innovation and Applied Studies 2013*.
- Antoniou, A., Guney, Y., dan Paudyal, K. 2002. Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries (perancis, inggris dan jerman). *Department of Economics and Finance, University of Durham, 23-26 Old Elvet, Durham, DH1 3HY, UK*, This version: 1.2 (March 1, 2002).
- Anup and Pual, 2010. Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh, *Business and Economic Horizons*, Volume 3, Issue 3, pp. 111-122.
- Aremu, Ayanda, M., Christopher, I., Mustapha, Mudashiru, A., Adedoyin, Isaac, S.2013.

- Determinants of Capital Structure in Nigerian Banking Sector. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences July 2013*, Vol. 2, No. 4 ISSN: 2226-3624.
- Aulová, R., A., T. 2013. Capital Structure of Agricultural Businesses and its Determinants. *Faculty of Economics and Management, Czech University of Life Sciences in Prague, Czech Republic*.
- Basyith, A., Fauzi, F., dan Idris, M. 2013. The Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of New Zealand-Listed Firms. *Asian Journal of Finance & Accounting* ISSN 1946-052X 2013, Vol. 5, No. 2.
- Bevan, A., dan Danbolt, J. 2001. Testing For Inconsistencies In The Estimation Of Uk Capital Structure Determinants. *Department of Accounting and Finance, University of Glasgow, Glasgow G12 8LE, ISBN 0 85261 716 X*.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. 2001, "Capital structure in developing countries", *Journal of Finance*, vol. 56, pp. 87-130.
- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Buku Kedua. Salemba Empat. Jakarta.
- Brigham, Eugene F., and Michael C. Ehrhardt, 2005, *Financial Management: Theory and Practice*, Eleventh Edition, South-Western, Australia: Thomson Learning.
- Bulent, K., Cuneyt, Orman, dan Arif, O. 2013. Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Emerging Market Economy. *Ipx University MPRA Paper No. 48415*, posted 19. July 2013 13:19 UTC.
- Bursa Efek Indonesia. 2013. *Laporan Keuangan dan Tahunan*, (akses: <http://www.idx.co.id>, 09/01/2014).
- Cassar, Gavin and Holmes, Scott .2003. Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence, *Accounting and Finance*, 43, pp. 123-47.
- Chang, C., Lee, A., C., dan Lee, C., F. 2008. Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*
- Chen, J., J. 2003. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research* 57 ,2004, 1341- 1351.
- Chen, L., H., Lensink, R., dan Sterken, E.,. 1998. Determinants of Capital Structure: Evidence from Dutch panel data. *University of Groningen Netherland*.
- Chen, S, Y., dan Chen, L., J. 2011. Capital structure determinants: An empirical study in Taiwan. *African Journal of Business Management*, 5(27), 10974-10983.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., dan Pescetto, G. 2004. The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Finance Management*, pp. 387-404.
- Dewi, A. 2008, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, edisi pertama, Penerbit : Ghalia Indonesia, Jakarta.
- Fernandez, M., Kumar, R., dan Mansour,D., E. 2013. Determinants Of Capital Tructure: Evidence From Oman. *Arabian Journal of Business and Management Review (OMAN Chapter)* Vol. 2, No.11; June 2013.
- Fida, B., Hamid, A., dan Zakaria, M. 2013. The Co-determinants of Capital Structure and Stock Returns:Evidence from the Karachi Stock Exchange (Pakistan). *The Lahore Journal of Economics* 18 : 1 (Summer 2013): pp. 81-92.
- Forte, D., Barros, L., dan Nakamura, W., T. 2013. Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises. *BAR, Rio de Janeiro*, v. 10, n. 3, art. 6, pp. 347-369, July/Sept. 2013.
- Ghozali, I. 2009. *Ekonometrika Teori Konsep Dan Aplikasi Dengan SPSS 17*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang.
- Gudono. 2012. *Analisis Data Multivariat*. BPF: Yogyakarta.
- Gujarati, D.N., & Porter, D.C. 2010. *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Edisi Lima. Terjemahan Eugenia Mardanugraha, Sita Wardhani & Carlos Mangunsong. Salemba Empat: Jakarta.
- Hasan, Murdika A., 2006. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Universitas Sumatra Selatan*.
- Huang, G., dan Song, F., M. 2005. The determinants of capital structure:Evidence from China. *China Economic Review* 17 (2006) 14- 36.

- Huang, S., G., dan Song, F., M. 2010. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. The University of Hong Kong, Pokfulam Road, Hong Kong.
- Husnan, Suad (1997). *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Edisi Keempat, Buku Pertama, Yogyakarta: BFE UGM.
- ICMD. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta. Indonesia. 2007-2013.
- Jong, A., Kabir, R., dan Nguyen, T. 2008. Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance* 32 .2008. 1954–1969.
- Kementerian Perindustrian dan Perdagangan. 2009. *Laporan Kinerja Industri Semester 1 dan 2 Tahun 2009*.
- Keown, A. J., Petty, J. W., Scott, D. F., & Martin, J. D. (1998). *Foundations Of Finance* (Vol. 2).
- Keown, Arthur, J. David F, Scott Jr. John D Martin. William Petty. 2005. *Manajemen Keuangan*. Terjemahan Oleh Zuliani Dalimunthe. Edisi Kesembilan. PT Indeks Kelompok Gramedia. Jakarta.
- Kinde, Bayeh Asnakew. 2013. Impact of Firm Level Factors on Capital Structure: Evidence from Ethiopian Insurance Companies. *Global Journal of Management and Business Research Finance* Volume 13 Issue 4 Version 1.0 Year 2013.
- Marques, M., O., dan Santos, M., C. 2004. Capital Structure Policy and Determinants: Theory and Managerial Evidence 1989-1998. FEG - *Universidade Católica Portuguesa*.
- Miguel, A., dan Pindado, J. 2000. Determinants of capital structure: new evidence A structural equation modeling approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49. 2009. 197–213.
- Modigliani, F. and M. Miller, 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance, and The Theory of Investment, *American Economic Review*, 48. Pp. 261 – 297.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. 1963. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*. Vol.53 No.3. Juni, Hal.433-443.
- Modigliani, F. dan M.H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, June, pp: 261-297.
- Murhadi, R., Werner, 2009. Determinan Struktur Modal: Studi Di Asia Tenggara. *Fakultas Bisnis & Ekonomika, Universitas Surabaya*.
- Myers, S. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economic*. Vol 5 pp. 147-175.
- Myers, S. 1984. “The Capital Structure Puzzle”. *Journal of Financial Economic*. Vol.39, July 1984.
- N. A. Sheikh, dan Z. Wang., 2011. Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, Vol. 37, No. 2, pp. 117 – 133, 2011.
- Oolderink, P. 2012. Determinants of capital structure: Static trade-off theory vs. Pecking-order theory Evidence from Dutch listed firms. *1st IBA Bachelor Thesis Conference*, June 27th, 2013, Enschede, The Netherlands.
- Pertumbuhan industri Makanan dan Minuman. 2013. *Data pertumbuhan Industri Makanan dan Minuma*. (diakses: <http://share.pdfonline.com>, 15/01/2014).
- Psillaki, M., dan Margaritis, D. 2007. Capital structure and firm efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), 1447–1469.
- Purbawangsa, Ida Bagus Anom, 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Komposisi Dewan Direksi serta Dewan Komisaris terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan pada Industri Manufaktur di BEJ, *Disertasi*. Universitas Airlangga.
- Ray, Sarbapriya. 2013. Investigating Capital Structure Determinants in Listed Cement Companies of India. *Sciknow Publications Ltd. FQA 2013*, 1(3):47-58 *Financial and Quantitative Analysis* DOI: 10.12966/fqa.09.02.2013.
- Riyanto, Bambang, 2001, *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*, edisi keempat, cetakan keenam, Penerbit : BPF, Yogyakarta.
- Riyanto, Bambang. 2005. *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*, Edisi 2, Cetakan 4. Jakarta : Yayasan Badan Penerbitan CSES Press.
- Rozeff, Michael S, 1982, Growth, Beta, and Agency Costs as Determinant of Dividend

- Payout Ratio, *Journal of Financial Research*; Vol. 5, pp. 249-259.
- Saarani, A., N., dan Shahadan, F. 2013. The Comparison Of Capital Structure Determinants Between Small And Medium Enterprises (SMEs) And Large Firms In Malaysia. *International Journal Of Economics And Finance Studies* Vol 5, No 1, 2013 ISSN: 1309-8055.
- Saleem, Rafique, B., Mehmood, Q., Irfan, M., Tariq, S., dan Akram, G. 2013. The Determination Of Capital Structure Of Oil And Gas Firms Listed On Karachi Stock Exchange In Pakistan. *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Copy Right*.
- Santoso, S. 2010. *Mastering SPSS 18*. PT Elex Media Komputindo: Jakarta.
- Sari, Dessy H., Aisjah, S., dan Djazuli, A., dan 2013. Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia). *Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Terakreditasi SK DIRJEN DIKTI NO. 66b/DIKTI/KEP/2011 ISSN: 1693-5241pp. 77-84*.
- Sarjono, H & Julianita, W. 2011. *SPSS vs LISREL: Sebuah Pengantar, Aplikasi untuk Riset*. Salemba Empat: Jakarta.
- Sartono, A. 2008. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Empat. BPFE-Yogyakarta: Yogyakarta.
- Stiglitz, J., 1999, A Reexamination of the Modigliani Miller Theorem, *American Economic Review*, 59 (5), pp 784 – 793.
- Stiglitz, J.E. 1969. A-Re Examination of The Modigliani-Miller Theorem. *Review of Economics and Statistics*, Vol.59 pp.784-793.
- Sudarmanto, R.G. 2005. *Analisis Regresi Linear Ganda dengan SPSS*. Graha Ilmu: Yogyakarta.
- Sugiyono. 2009. *Metode Penelitian Kuantitatif dan Kualitatif*. CV.Afabeta: Bandung.
- Supeno, Bambang. 2009. *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Sektor Makanan dan Minuman pada Bursa Efek Jakarta (BEJ)*. *Journal of Business Management*. Vol. 1. No. 1 Januari.
- Tang, C., H., dan Jang, S., C. 2005. Revisit to the determinants of capital structure: A comparison between lodging firms and software firms. *Hospitality Management* 26 .2007. 175–187.
- Tarazi, R., E., N. 2013. Determinants of Capital Structure: Evidence from Thailand Panel Data. *Proceedings of 3rd Global Accounting, Finance and Economics Conference 5 - 7 May, 2013, Rydges Melbourne, Australia*, ISBN: 978-1-922069-23-8.
- Titman, S., dan Wessels, R., 1988. The determinants of capital Structure Choice, *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Van Horne, James C. 2002, *Financial Management and Policy*. Twelfth Edition. Prentice Hall Inc. New Jersey.
- Wald, J. K. 1999. How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. *Journal of Financial Research*, 22, 161-187.
- Warsono, 2005, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, cetakan pertama, Penerbit: Bayumedia Publishing, Malang.
- Weston, J F and Copeland, Thomas E. 1997. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Binarupa Aksara. Jakarta.
- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid 1. Jakarta : Binarupa Aksara.
- Yamin, S & Kurniawan, H. 2009. *SPSS Complete Teknik Analisis Statistik Terlengkap dengan Software SPSS*. Salemba Infotek: Jakarta.
- Yang, C., C., Lee, C., F., Gu, Y., X., dan Lee, Y., W. 2010. Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock markets. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(2), 222–233.