

**Faktor Penentu Struktur Permodalan Perusahaan BUMN Publik di
Bursa Efek Indonesia Pada Pasar Negara Berkembang
Periode 2008-2016**

M. Iskandar Zulkarnaen Agung

Jurusan Ilmu Ekonomi/ Fakultas Bisnis dan Ekonomika

mizagung@yahoo.co.id

Intisari - Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor penentuan struktur permodalan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini berfokus kepada rasio hutang jangka pendek dan rasio hutang jangka panjang sebagai variabel dependen. Sedangkan *Growth*, *Liquidity*, *Profitability*, *Size*, *Tangibility*, dan *Risk* sebagai variabel independen. Penelitian ini menggunakan metode regresi data panel untuk keseluruhan data yang digunakan. Jumlah data yang digunakan dalam observasi sebanyak 144. Mencakup 16 BUMN selain sektor keuangan dan finansial pada periode 2008-2016. Hasil penelitian memperlihatkan bahwa *Growth*, dan *Risk* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Capital Structure* BUMN. Variabel *Liquidity*, *Profitability*, dan *Size* memiliki pengaruh negatif signifikan. Sedangkan variabel *Tangibility* memberikan pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap *Capital Structure* BUMN.

Kata Kunci: *Capital Structure, Liquidity, Profitability, Firm Size, Tangibility, Risk*

Abstract - *This study examines the key determinants of Capital Structure in public-owned companies (BUMN) that listed on Indonesia Stock Exchange (BEI). Focuses on the ratio of short term debt and long term debt as the dependent variable. Growth, Liquidity, Profitability, Size, Tangibility, and Risk as an independent variable for the period of 2008-2016. This research use regression method in the form of panel data. The amount of data used in the observation are 144. Contains 16 public-owned companies except financial and banking sector industries during the period of 2018-2016. The result from this research shows that Growth and Risk has a significantly positive influence to the Capital Structure of BUMN. Liquidity, Profitability, and Size variables has a significantly negative influence to the Capital Structure of BUMN. Besides, Tangibility giving unsignificantly negative influence to the Capital Structure of BUMN*

Keywords: *Capital Structure, Liquidity, Profitability, Firm Size, Tangibility, Risk*

PENDAHULUAN

Membuat keputusan dalam menentukan struktur modal merupakan salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer keuangan terkait dengan kelangsungan kegiatan operasional perusahaan, diantaranya adalah komposisi hutang, baik jangka pendek maupun jangka panjang serta ekuitas yang meliputi saham preferen dan saham biasa yang digunakan oleh perusahaan. Setiap perusahaan memiliki tujuan untuk menciptakan nilai bagi pemiliknya (*shareholder*) dengan memaksimalkan kekayaan pemilik (Gitman, 2006).

Struktur modal atau kapitalisasi perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham (Weston & Copeland, 2001). Struktur modal juga dapat diartikan sebagai perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Bambang Riyanto, 2005). Menurut Abas Kartadinata (2008) struktur keuangan menggambarkan susunan keseluruhan sebelah neraca pasifa yang terdiri atas hutang-hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, modal saham dan laba yang ditanam kembali. Sedangkan struktur modal adalah susunan atau perbandingan antara modal sendiri dan pinjaman jangka panjang, sehingga struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. Besar kecilnya angka rasio struktur modal menunjukkan banyak sedikitnya jumlah pinjaman jangka panjang dibanding modal sendiri yang diinvestasikan pada aktiva tetap

yang digunakan untuk memperoleh laba operasi. Semakin besar angka rasio struktur modal berarti semakin banyak jumlah pinjaman jangka panjang, sehingga semakin banyak bagian dari laba operasi yang digunakan untuk membayar beban bunga tetap, dan semakin banyak aliran kas yang digunakan untuk membayar angsuran pinjaman, akibatnya semakin sedikit jumlah laba bersih sesudah pajak yang akan diterima oleh perusahaan.

Pasar negara berkembang (*emerging market*) merupakan negara-negara yang memiliki beberapa karakteristik yang dimiliki oleh pasar negara berkembang, namun tidak memenuhi standar untuk menjadi pasar negara maju (*developed market*). Standar yang harus dimiliki suatu negara agar termasuk dalam golongan pasar negara maju di antaranya adalah harus memiliki pendapatan nasional bruto (*Gross Net Income*) per kapita sebesar USD 12,615 (World Bank, 2012), memiliki perusahaan-perusahaan domestik yang memenuhi standar yang ditetapkan, serta memenuhi standar akses pasar sesuai dengan kriteria yang ditetapkan.

Tabel 1.1
Golongan Pasar yang Ditetapkan Oleh Morgan Stanley Capital International (MCSI)

Criteria	Frontier	Emerging	Developed
A Economic Development			
A.1 Sustainability of economic development	No requirement	No requirement	Country GNI per capita 25% above the World Bank high income threshold* for 3 consecutive years
B Size and Liquidity Requirements			
B.1 Number of companies meeting the following Standard Index criteria Company size (full market cap) ** Security size (float market cap) ** Security liquidity	2 USD 630 mm USD 49 mm 2.5% ATVR	3 USD 1260 mm USD 630 mm 15% ATVR	5 USD 2519 mm USD 1260 mm 20% ATVR
C Market Accessibility Criteria			
C.1 Openness to foreign ownership C.2 Ease of capital inflows / outflows C.3 Efficiency of the operational framework C.4 Stability of the institutional framework	At least some At least partial Modest Modest	Significant Significant Good and tested Modest	Very high Very high Very high Very high
* High income threshold for 2012: GNI per capita of USD 12,615 (World Bank, Atlas method) ** Minimum in use for the May 2014 Semi-Annual Index Review, updated on a semi-annual basis			

(Sumber: msci.com, 2014)

Indonesia merupakan salah satu negara berkembang dengan keterbukaan ekonomi yang tinggi dengan persentase kebijakan perdagangan yang cenderung konsisten berada pada tingkat 70-80% sejak tahun 2002. Dalam data yang diperoleh dari *Heritage Foundation*, yang merupakan lembaga riset konservatif berbasis di Amerika Serikat. hal ini menandakan bahwa cukup mudah bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam melakukan perdagangan ekspor dan impor (Holmes, 2011).

BUMN atau Badan Usaha Milik Negara adalah salah satu bentuk badan usaha dalam dunia perekonomian. Badan usaha yang bergerak dengan wujud BUMN biasanya merupakan badan usaha yang menguasai sektor potensial demi memenuhi hajat hidup masyarakat. Modal perusahaan

BUMN sebagian besar dikuasai oleh negara, maka keberadaan BUMN dilindungi oleh negara sehingga tingkat risiko terjadinya kebangkrutan minim. Terdapat dua bentuk perusahaan BUMN, yaitu Perum (Perusahaan umum) dan Persero (UU Nomor 19 tahun 2003). Perum merupakan perusahaan yang di mana seluruh modal dan kepemilikan dikuasai oleh pemerintah dengan tujuan untuk memberikan penyediaan barang dan jasa publik demi melayani masyarakat umum seperti Perum Perhutani. Sedangkan Persero saham kepemilikan sebagian besar atau 51% harus dikuasai oleh pemerintah, karena Persero diharapkan dapat memperoleh laba yang tinggi, perusahaan Persero dituntut untuk memberikan produk barang dan jasa yang terbaik agar diinginkan hingga dikonsumsi oleh konsumen sehingga menciptakan keuntungan secara terus-menerus seperti contoh PT Jasamarga. Perusahaan BUMN beroperasi dengan dukungan fasilitas penuh (modal, perlakuan, dan sektoral). Badan usaha lain yang dikuasai oleh pemerintah adalah BUMD (Badan Usaha Milik Daerah) yang di mana dikendalikan oleh pemerintah daerah sehingga memudahkan bagi masyarakat tiap daerah untuk menggunakan output dari perusahaan BUMN.

Terdapat beberapa tujuan dari BUMN sesuai dengan yang dimuat dalam Pasal 33 khususnya ayat 2 dan 3 UUD 1945 yang menyatakan bahwa cabang-cabang produksi penting bagi negara yang menguasai hajat hidup orang banyak dikuasai oleh Negara. Kemudian bumi, air dan kekayaan alam yang terkandung didalamnya dikuasai oleh negara dan dipergunakan

untuk sebesar-besarnya kemakmuran rakyat. Bentuk dari peraturan tersebut adalah peran BUMN dalam perekonomian Indonesia sebagai berikut: (1) memberikan sumbangan bagi pertumbuhan ekonomi nasional, (2) menjadi perintis kegiatan usaha yang belum dapat dikerjakan swasta, (3) sebagai penyedia lapangan pekerjaan, (4) memberikan masukan terhadap golongan suatu keluarga yang berada pada golongan ekonomi rendah, dan (5) yang paling penting ialah sebagai sumber pendapatan negara (Nurlaili, 2016).

Hingga saat ini belum terdapat penelitian yang memastikan mengenai kepastian dalam pemilihan struktur modal. Jurnal terbaru karya Ardalan (2017) menunjukkan bahwa struktur modal menjadi tidak relevan apabila asumsi yang lebih tepat dibuat. Namun, masih terdapat sedikit hasil penelitian yang dilakukan untuk memeriksa pemilihan struktur modal di dalam pasar negara berkembang (Faris, 2011).

Penentuan struktur modal berbeda-beda di berbagai negara sebagaimana yang dinyatakan oleh Crnigoj dan Mramor (2009) bahwa beberapa perbedaan struktur modal dapat dijelaskan oleh teori struktur modal modern, namun kekuatan di balik pengambilan keputusan dalam penentuan struktur modal badan usaha khususnya BUMN Indonesia di pasar negara berkembang masih diperlukan penelitian lebih lanjut.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengidentifikasi faktor-faktor penentu struktur permodalan BUMN Publik di Bursa Efek Indonesia pada Pasar Negara Berkembang periode 2008-2016.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian eksplanatori (*explanatory research*), yang dimaksud untuk memberikan penjelasan hubungan kausal antar variabel melalui pengujian hipotesis sekaligus memberikan penjelasan dari hasil yang didapatkan (Singarimbun dan Efendy, 2011).

Lingkup penelitian ini hanya terbatas pada Badan Usaha Milik Negara Publik selain sektor keuangan dan perbankan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari situs Bursa Efek Indonesia dalam bentuk data tahunan dari tahun 2008 hingga 2016 yang telah diaudit.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dibedakan menjadi satu variabel dependen dan enam variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Capital Structure*. Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini adalah *Growth*, *Liquidity*, *Profitability*, *Firm Size*, *Tangibility*, dan *Risk*.

$$CapStructure_{i,t} = \alpha + \beta_1.GROWTH_{i,t} + \beta_2.LIQD_{i,t} + \beta_3.PROFIT_{i,t} + \beta_4.SIZE_{i,t} + \beta_5.TANG_{i,t} + \beta_6.RISK + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

- CapStructure* = Struktur Modal yang diproksikan melalui rasio hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang.
- GROWTH_{i,t}* = Pertumbuhan total aset perusahaan.

$LIQD_{i,t}$	= Rasio Likuiditas.
$PROFIT_{i,t}$	= Tingkat Profitabilitas badan usaha
$SIZE_{i,t}$	= Ukuran perusahaan.
$TANG_{i,t}$	= Ukuran Aset <i>Tangible</i> perusahaan.
$RISK_{i,t}$	= Ketidakpastian yang dihadapi perusahaan.
$\varepsilon_{i,t}$	= Nilai eror (<i>Error Term</i>).

Capital Structure

Capital Structure merupakan struktur modal Badan Usaha Milik Negara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selain sektor keuangan dan perbankan periode 2008 hingga 2016. *Capital Structure* diprosikan melalui rasio hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang dengan satuan ukuran persentase.

Growth

Growth adalah pertumbuhan perusahaan yang diukur melalui total aset Badan Usaha Milik Negara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selain sektor keuangan dan perbankan periode 2008 hingga 2016. *Growth* diukur melalui pertumbuhan aset pada tahun tertentu terhadap tahun sebelumnya.

Liquidity

Liquidity merupakan penggambaran atas kemampuan badan usaha dalam memenuhi kewajiban (hutang) jangka pendeknya. *Liquidity* dapat dihitung melalui atas aset lancar yang dimiliki oleh BUMN.

Profitability

Profitability menggambarkan keuntungan yang diperoleh oleh Badan Usaha Milik Negara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selain sektor keuangan dan perbankan periode 2008 hingga 2016. *Profitability* diprosikan dari ROA (*Return On Asset*).

Firm Size

Firm Size merupakan ukuran BUMN. *Size* dinyatakan sebagai ukuran besar atau kecilnya badan usaha yang dapat diukur dengan aset total badan usaha tersebut. *Size* dapat dihitung dengan logaritma natural dari aset total.

Tangibility

Tangibility merupakan ukuran aset *tangible* atau aset berwujud yang dimiliki oleh BUMN. *Tangibility* dinyatakan sebagai ukuran seberapa banyak aset berwujud badan usaha yang dapat dihitung melalui penjumlahan dari keseluruhan aset tetap beserta inventarisnya dibagi dengan total aset.

Risk

Risk merupakan penggambaran atas ketidakpastian yang dihadapi oleh BUMN. *Risk* dapat dihitung menggunakan rumus varians dari *Return On Equity (ROE)*.

HASIL PENELITIAN

Langkah pertama yang dilakukan adalah melakukan uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa persamaan regresi telah akurat, tidak bias, dan konsisten. Uji asumsi klasik dilakukan melalui 4 uji diantaranya uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas.

Selanjutnya, dilakukan uji Chow dan uji Hausman untuk menentukan dalam pemilihan model yang akan digunakan baik *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model*, maupun *Random Effect Model*. Berdasarkan hasil kedua tes tersebut, ternyata *Fixed Effect Model* merupakan model yang terbaik. Sebelum menganalisis hasil regresi dari *Fixed Effect Model*, perlu diuji dahulu apakah terdapat heteroskedastisitas, dengan mengubah metode koefisien kovariannya menjadi *White Cross-section* dan kemudian mengamati nilai *standard error* dan *t-statistic* dari model yang digunakan. Metode ini memperlakukan regresi sebagai regresi multivarin dengan persamaan setiap *cross-section* dan kemudian menghitung *robust standart error* untuk tiap persamaannya.

Dependent Variable: CAPSTR				
Method: Panel Least Squares				
Date: 09/02/17 Time: 14:00				
Sample: 2008 2016				
Periods included: 9				
Cross-sections included: 16				
Total panel (unbalanced) observations: 127				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.208867	0.299011	4.042882	0.0001
GROWTH	0.055718	0.017847	3.122061	0.0023
LIQD	-0.025678	0.007391	-3.474130	0.0007
PROFIT	-0.539059	0.137877	-3.909705	0.0002
SIZE	-0.020427	0.009590	-2.130146	0.0355
TANG	-0.019520	0.084235	-0.231735	0.8172
RISK	0.224362	0.049437	4.538378	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.935528	Mean dependent var	0.525388	
Adjusted R-squared	0.922634	S.D. dependent var	0.196886	
S.E. of regression	0.054763	Akaike info criterion	-2.815360	
Sum squared resid	0.314898	Schwarz criterion	-2.322666	
Log likelihood	200.7753	Hannan-Quinn criter.	-2.615184	
F-statistic	72.55306	Durbin-Watson stat	1.502600	
Prob(F-statistic)	0.000000			

(sumber: pengolahan uji *white cross-section* dengan Eviews 6)

$$\begin{aligned}
 \text{CapStructure} = & 1,208867 + 0,055718.GROWTH + (-0,025678).LIQD + \\
 & (-0,539059).PROFIT + (-0,020427).SIZE +
 \end{aligned}$$

$$(-0,019520).TANG + 0,224362.RISK$$

Persamaan Regresi pada tabel 1 menunjukkan bahwa *Capital Structure* sebagai variabel dependen, sedangkan *Growth*, *Liquidity (LIQD)*, *Profitability (PROFIT)*, *Size*, *Tangibility (TANG)*, dan *Risk* merupakan variabel independen. Persamaan ini memiliki nilai konstanta sebesar 1,208867. Hal ini menunjukkan bahwa ketika variabel independen pada masing-masing model regresi bernilai 0, maka nilai *Capital Structure* akan naik sebesar 1,208867.

Variabel *Growth* memiliki nilai koefisien sebesar 0,055718. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara perubahan variabel *Growth* dengan perubahan *Capital Structure*. Apabila terjadi peningkatan sebesar 1 satuan variabel *Growth*, maka variabel *Capital Structure* akan bergerak searah sebesar 0,055718 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

Variabel *Liquidity* memiliki nilai koefisien sebesar -0,020427. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara perubahan variabel *Liquidity* dengan perubahan *Capital Structure*. Hal ini menandakan apabila terjadi peningkatan 1 satuan variabel *Liquidity*, maka variabel *Capital Structure* akan turun sebesar 0,020427 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

Variabel *Profitability* memiliki nilai koefisien sebesar -0,539059 terhadap variabel *Capital Structure*. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara perubahan variabel *Profitability* dengan perubahan

Capital Structure. Apabila terjadi peningkatan 1 satuan variabel *Profitability*, maka variabel *Capital Structure* akan turun sebesar 0,539059 dengan asumsi bahwa variabel lainnya tetap.

Variabel *Size* memiliki nilai koefisien sebesar -0,020427 terhadap variabel *Capital Structure*. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara perubahan variabel *Size* dengan perubahan *Capital Structure*. Apabila terjadi peningkatan 1 satuan variabel *Size*, maka variabel *Capital Structure* akan turun sebesar -0,020427 dengan asumsi bahwa variabel lainnya tetap.

Variabel *Tangibility* memiliki nilai koefisien sebesar -0,019520 terhadap variabel *Capital Structure*. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara perubahan variabel *Tangibility* dengan perubahan *Capital Structure*. Apabila terjadi peningkatan 1 satuan variabel *Tangibility*, maka variabel *Capital Structure* akan turun sebesar -0,019520 dengan asumsi bahwa variabel lainnya tetap.

Variabel *Risk* memiliki nilai koefisien sebesar 0,224362. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara perubahan variabel *Growth* dengan perubahan *Capital Structure*. Apabila terjadi peningkatan sebesar 1 satuan variabel *Risk*, maka variabel *Capital Structure* akan bergerak searah sebesar 0,224362 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

Nilai dari koefisien determinasi dan *adjusted R²* digunakan dalam menjelaskan seberapa besar varians variabel independen-independennya

terhadap variabel dependennya. Namun R^2 memiliki beberapa kekurangan, yaitu nilainya akan semakin tinggi apabila jumlah variabel independen yang disertakan dalam proses pengujian semakin banyak. Untuk mencegah hal tersebut, digunakan nilai *Adjusted R²*, dimana nilainya akan bertambah apabila variabel independen yang ditambahkan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Di dalam tabel 4.6 nilai dari R^2 adalah 0,935528 dan *Adjusted R²* sebesar 0,922634. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel dependen yang merupakan *Capital Structure* dapat dijelaskan dengan baik (*goodness of fit*) oleh variabel independennya yaitu *Growth, Liquidity, Profitability, Size, Tangibility, dan Risk*.

KONKLUSI DAN REKOMENDASI

Berdasarkan hasil penelitian, maka dapat disimpulkan bahwa 1) *Growth* dan *Risk* berpengaruh positif signifikan terhadap *Capital Structure*; 2) *Liquidity* dan *Profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Capital Structure*; 3) *Tangibility* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *Capital Structure*; dan 4) *Growth, Liquidity, Profitability, Tangibility, dan Risk* secara bersama-sama mampu mempengaruhi *Capital Structure* BUMN Publik di Bursa Efek Indonesia.

Dari hasil penelitian ini dapat memberikan beberapa rekomendasi diantaranya 1) Menjadi acuan bagi pemerintah dalam menentukan struktur

modal BUMN dikarenakan BUMN memiliki peran penting dalam kehidupan masyarakat Indonesia, serta berperan dalam pertumbuhan di pasar saham; 2) Peningkatan kualitas sumber daya manusia merupakan hal yang perlu diperhatikan karena kualitas SDM akan mempengaruhi kinerja BUMN.

DAFTAR PUSTAKA

- Ardalan, Kavous, 2017, "Capital Structure Theory: Reconsidered", *Research in International Business and Finance*, 39(2): 696-710.
- Balakrishnan, Srinivasan, and Fox, Isaac, 1993 "Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure", *Strategic Management Journal*, 14(1): 3-16.
- Bhaduri, Saumitra N., 2010, "Determinants of Capital Structure Choice: A Study of The Indian Corporate Sector", *Applied Financial Economics*, 12(9): 655-665.
- Blischke, Wallace R., and Murthy, Prabhakar, 2004, "Warranty Cost Analysis", Marcell Decker Inc., New York.
- Booth, Laurence, Aivazian, Varouj, and Maksimovic, Vojislav 2001, "Capital Structures in Developing Countries", *The Journal of Finance*, 56(1): 87-130.
- Brealey, Myers M., 2008, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*, Edisi 5, Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F., dan Houston, Joel F., 2001, *Manajemen Keuangan*, terjemahan, Edisi 8, Jakarta: Erlangga.

- Brounen, Dirk, de Jong, Abe, and Kees, Koedijk, 2006, "Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence", *Journal Bank. Finance*, 30 (5): 1409–1442.
- Chen, Jean J., 2004, "Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies", *Journal of Business Research*, 57(1): 1341-1351.
- Christiawan, Yulius J., dan Tarigan, Josua, 2007, "Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 1(1): 1-8.
- Crnigoj, Matjaz, and Mramor, Dusan, 2009, "Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms", *Emerging Markets Finance Trade*, 45(1): 72–89.
- Emerging Economy Report, 2009.
<http://cks.in/portfolio-item/emerging-economy-report/>
- Fama, Eugene F., and French, Kenneth R., 2012, "Capital Structure Choices", *Critical Finance Review*, 1(1): 59-101.
- Faris, Muhammad, Abu M., 2011, "The Determinants of Capital Structure of Palestine-listed Companies", *J. Risk Finance*, 12(3): 226–241.
- Ferry, Michael G., and Jones, Wesley H., 1979, "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach", *Journal of Finance*, 34(3): 631-644.
- Florackis, Ozkan, 2004, "Agency Cost and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK firms", *Journal International of Managerial Finance*, 4(1): 37-59.
- Frank, Murray Z., and Goyal, Vidhan K., 2009, "Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?", *Munich Personal RePEc Archive*, 38(1): 1-37.

- Gitman, Lawrence J., 2006, *Principles of Managerial Finance 11th edition*, Boston: Pearson Education, Inc.
- Gujarati, Damodar N., dan Porter, Dawn, 2012, *Dasa-dasar Ekonometrika, Buku 2*, Jakarta: Salemba Empat.
- Hamada, Tomoko, 1998, "The Anthropology of Business Organization", *Anthropology of Work Review*, 18(2):1-6.
- Harris, Milton, and Raviv, Artur, 1991, "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance*, 46(1): 297-355.
- Harry, Su, 2016, *IPO saham BUMN*, <http://bisnis.liputan6.com/read/2437049/ipo-bumn-bantu-gairahkan-pasar-modal-ri>, Edisi Februari
- Hubbart, R. Glenn, 2009, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago: University of Chicago Press.
- Husnan, Suad, 2004, *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Holmes, Kim, 2011 *Index of Economic Freedom*
http://www.heritage.org/Index/pdf/2011/Index2011_Full.pdf
- IDX, 2017, *Data Perusahaan BUMN*
<http://www.idx.co.id/id-id/beranda/unduhdata/ringkasan.aspx>
- Imanta, Dea, 2011, "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kepemilikan Manajerial", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13(1): 67-80.
- Trading Economics, 2017, *Indonesia GDP*.
<https://tradingeconomics.com/indonesia/gdp>
- Ismiyanti, Fitri, dan Hanafi, Mamduh M. 2004, "Struktur Kepemilikan, Risiko dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 19(2): 176-196.

- Jain, Chandra Subhash, 2006, "Emerging Economies and The Transformation of International Business", *Edward Elgar Publishing*, 3(1): 384.
- Jensen, Michael C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *The American Economic Review*, 76(2): 323-329.
- Kartadinata, Abas, 2008, *Teori Akuntansi*, Edisi 2, Jakarta: PT. Gelora Aksara Pratama
- Kasmir, 2008, *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*, Edisi Revisi 2008, Jakarta: PT. Rajagrafindo Persada.
- Kesuma, Ali, 2009, "Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Public di Bursa Efek Indonesia", *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 11(1): 38-45.
- Kvint, Vladimir, 2009, *The Global Emerging Market: Strategic Management and Economics*, Oxford: Taylor and Francis.
- Mahadwartha, Anom P., dan Jogiyanto, Hartono, M., 2002, "Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen", *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi V*: 635-647.
- Mohammad, Mahmoud A., Perry, Larry G., and Rimbey, James N., 1998, "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis", *Financial Review*, 33(3): 85-98.
- Meckling, Wiliam H., and Jensen, Michael C., 1976, "Theory of the Firm: Manajerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(1): 305-360.

- Megginson, William L., 2008, *Corporate Finance*, Singapore: Cengage Learning
- Melani, Agustina, 2016, *IPO BUMN Bantu Gairahkan Pasar Modal RI*, <http://bisnis.liputan6.com/read/2437049/ipo-bumn-bantu-gairahkan-pasar-modal-ri>, edisi 16 Februari.
- Modigliani, Franco, and Miller, Merton H., 1963. "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *Am. Econ. Rev.*, 48 (3): 261–297.
- Morgan Stanley Capital International, 2014, *MSCI Market Classification Framework*, www.msci.com/documents/1296102/1330218/, edisi Juni.
- Munawir, S., 2001, *Analisa Laporan Keuangan*, Yogyakarta: Liberty.
- Myers, Stewart C., 2001, "Capital Structure", *Journal of Economic Perspectives*, 15(2): 81-102
- Nuringsih, Kartika, 2004, "Kepemilikan Manajerial dan Konflik Keagenan: Analisis Simultan antara Kepemilikan Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen", *Jurnal Manajemen*, 8(2): 124-142.
- Nurlaili, 2016, *4 Peran BUMN dalam Perekonomian Indonesia*, <http://dosenekonomi.com/ilmu-ekonomi/publik/peran-bumn>
- Prabansari, Yuke, dan Kusuma, Hadri, 2005, "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public di Bursa Efek Jakarta", *Kajian Bisnis dan Manajemen Edisi Khusus on Finance*, 1-15.
- Putri, Imanda F., dan Nasir, Muhammad, 2006, "Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan", *Simposium Nasional IX*: 1-25.

- Rajan, Raghuram G., and Zingales, Luigi, 1995, "What do we know About Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal Of Finance*, 50(5): 1421-1460.
- Riyanto, Bambang, 2005, *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*, Yogyakarta: BPFE.
- Republik Indonesia, 2003, Undang-Undang No. 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara, Jakarta: Sekretariat Negara.
- Reuters, 2017, *Emerging Market Debt to GDP*
http://www.business-standard.com/article/reuters/emerging-market-debt-to-gdp-declines-for-first-time-since-2011-jpmorgan-117101001415_1.html
- Saham Ok, 2016, *Daftar Perusahaan BUMN Publik di BEI*
<https://www.sahamok.com/emiten/bumn-publik-bei/>
- Sbeti, Wafaa M., and Imad, Moosa, 2012, "Firm-specific Factors as Determinants of Capital Structure in the Absence of Taxes", *Applied Financial Economics*, 22(3): 209-213.
- Scott, James H., 1977, "Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Structure", *Journal of Finance*, 33(1): 1-20.
- Singarimbun, Masri, dan Effendi, Sofian, 2011, *Metode Penelitian Survei*, Jakarta: LP3ES.
- Sugiyama, A Gima, 2013, *Manajemen Aset Pariwisata: Pelayanan Berkualitas Agar Wisatawan Puas dan Loyal*, Bandung: Guardaya Intimarta.
- Titman, Sheridan, and Wessels, Roberto, 1998, "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, 43(1): 1-19.
- Vidyantie, Deasy N., and Handayani, Ratih, 2006, "The Analysis of the Effect of Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Investor,

Business Risk, Firm Size, and Earning Volatility to Managerial Ownership Based on Agency Theory Perspective", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 8(2): 19-33.

Vo, Xuan Vinh, 2016, "Determinants of Capital Structure in Emerging Markets: Evidence From Vietnam", *Research in International Business and Finance*, 40(1): 105-113.

Wahidahwati, 2002, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5(1): 1-16.

Wedari, Linda K., 2007, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kecenderungan Penerimaan Opini Audit *Going Concern*", *JAAI*, 11(2): 141-158

Weston, J. Fred, dan Copeland, Thomas E., 2001, *Manajemen Keuangan*, Jakarta: Binarupa Aksara.

World Bank, 2012, *Atlas Method*, diunduh dari <http://ina.bnu.edu.cn/docs/20140606095459236642.pdf>, edisi 17 Desember.

World Bank, 2017, *GDP growth of Indonesia Annual (%)*
<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=ID>