

---

## ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN LQ 45 PASCA KRISIS GLOBAL

Selly Andriyani, Sri Yuliati

Program Studi Akuntansi Politeknik Pratama Mulia

Surakarta 57149 telp. (0271)712637

E-mail: sellyandriyani770@gmail.com

### Abstrak

*Struktur modal optimal atau leverage telah diperdebatkan dalam literatur. Namun, tidak ada satu pun teori yang dapat menjelaskan struktur modal yang optimal pada kondisi yang umum. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, dan pertumbuhan terhadap struktur modal perusahaan LQ 45 pasca krisis global. Data yang dikumpulkan terdiri dari 13 perusahaan LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel diseleksi berdasarkan metode purposive sampling. Data selama 2 tahun dikumpulkan dan kemudian dianalisis menggunakan metode regresi linier berganda dan uji t. Hasil regresi adalah sebagai berikut  $Y = 0,989 - 0,984X_1 - 0,173X_2 - 0,351X_3 + 0,009 X_4$  dan uji t menunjukkan bahwa profitabilitas, likuiditas, dan struktur aktiva mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap rasio leverage sementara pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap rasio leverage.*

*Kata kunci: struktur modal, LQ 45, krisis global, profitabilitas*

### Abstract

*Optimal capital structure or leverage has been debated in the literatures. However, there is no theory which can explain optimal leverage in general condition. The purpose of this research is to find out the influence of profitability, liquidity, asset structure and growth on the LQ 45 companies leverage after global crisis. The data are collected from 13 companies LQ 45 that are listed in Indonesian Capital Stock Exchange. The sample are selected based on purposive sampling method. The two years data are pooled and then are analyzed by multiple linear regression and t test. Regression result is  $Y = 0989 - 0,984X_1 - 0,173X_2 - 0,351X_3 + 0,009X_4$  and the t test show that profitability, liquidity and asset structure are significant negative effect to leverage ratio while growth is not affect to leverage ratio.*

*Key words: capital structure, LQ 45, global crisis,profitability*

## 1. Pendahuluan

Akuntansi menyatakan persamaan bahwa  $Assets = Liabilities + Owner's Equity$ . Persamaan akuntansi ini menjelaskan perusahaan memiliki asset yang terdiri dari dua sumber yaitu sumber dana internal dan eksternal dalam menjalankan operasinya.

Komposisi sumber dana internal dan eksternal akan membentuk struktur modal. Manajer keuangan harus mengambil keputusan struktur modal untuk memenuhi kebutuhan dana dengan mempertimbangkan biaya dan sifat dari sumber dana yang dipilih dikarenakan adanya perbedaan konsekuensi finansial dari masing-masing sumber dana tersebut, sehingga struktur modal menjadi sangat penting dalam perusahaan (Christianti, 2008).

Kebijakan struktur modal melibatkan *trade off* antara tingkat pengembalian dan risiko. Pertambahan utang akan memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan namun meningkatkan risiko yang ditanggung pemegang saham. Risiko yang semakin meningkat dengan penambahan utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi semakin besar tingkat pengembalian yang diharapkan akan membuat harga saham naik. Oleh karena itu, struktur modal optimal harus berada pada titik keseimbangan antara tingkat pengembalian dan risiko yang dapat memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2001).

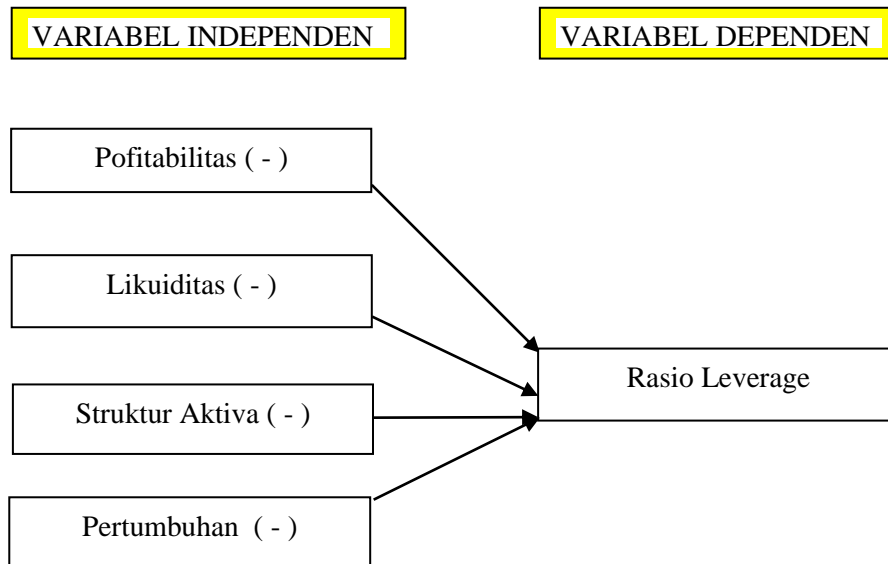
Struktur modal sangat penting bagi perusahaan karena berdampak langsung terhadap posisi keuangan, sehingga manajer keuangan harus mengetahui faktor apa saja yang mempengaruhi struktur modal dan bagaimana pengaruhnya agar dapat dicapai struktur modal optimal dalam rangka memakmurkan pemegang saham.

### Tujuan Penelitian

Penelitian ini mencoba menjelaskan bagaimana pengaruh profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva dan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan LQ 45 pasca krisis global.

### Kerangka Pemikiran

Model penelitian dari faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal tertuang dalam gambar berikut:



Gambar 1  
Kerangka Pemikiran

## Tinjauan Pustaka

### Struktur Modal

“Struktur modal merupakan percampuran berbagai jenis modal dan sumber modal yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasi perusahaannya” (Brealey and Myers , 2002).

Teori struktur modal modern dimulai sejak terbit tulisan Modigliani dan Miller, yang menjadi terobosan baru dalam manajemen keuangan modern. Proposisi yang diajukan mempunyai pendukung sangat banyak sampai sekarang. Proposisi ini menyatakan bahwa tidak relevannya keputusan *financing* memberikan implikasi yang penting, yaitu pada kondisi bagaimana keputusan tersebut tidak relevan, dan secara implisit menimbulkan pertanyaan pada kondisi bagaimana keputusan tersebut menjadi relevan (Harris dan Raviv, 1991).

Setelah melalui diskusi panjang, Modigliani dan Miller, akhirnya melonggarkan tentang pajak penghasilan. Apabila ada pajak, keputusan *financing* menjadi relevan karena penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Selama empat puluh tahun lebih, berbagai riset teoritis dan empiris telah banyak dilakukan dengan melepas beberapa asumsi dasar dari proposisi Modigliani dan Miller. Banyak riset memperkaya proposisi Modigliani dan Miller dengan memasukkan faktor pajak, *costs of financial distress*, *bankruptcy costs*, *agency costs*, dan *transaction costs* (Myers, 1984).

*Trade-off theory* (Myers, 1984), dalam mencari hubungan struktur modal dan nilai perusahaan terdapat satu tingkat *leverage* yang optimal. Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan sampai batas *leverage* optimal dan setelahnya akan menurunkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan penggunaan utang setelah *leverage* optimal akan menimbulkan biaya kebangkrutan yang lebih besar. Menurut teori ini, kebangkrutan perusahaan besar relatif kecil, sehingga lebih mudah berutang dibandingkan perusahaan kecil.

*Pecking order theory* merupakan bentuk pengembangan dari teori *Trade-off*, yang dikemukakan Myers dan Majluf (1984). Dalam teori ini, penentuan struktur modal optimal didasarkan pada keputusan pendanaan secara hierarki dari biaya modal termurah yaitu sumber dana internal (laba) sampai sumber dana eksternal (utang dan saham). Pada mulanya teori ini kurang mendapat dukungan teoritis dan empiris namun akhirnya lebih dikenal luas setelah argumen *information asymmetry*, keuntungan pajak, dan signifikannya biaya transaksi (Myers dan Majluf, 1984).

### Faktor-Faktor Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2001) berbagai faktor yang dipertimbangkan perusahaan ketika mengambil keputusan mengenai struktur modal adalah:

1. Profitabilitas.

Perusahaan dengan tingkat pengembalian tinggi atas investasi yang dilakukan akan mempunyai profitabilitas tinggi sehingga penggunaan utang relatif kecil karena kebutuhan perusahaan dibiayai dengan dana internal.

2. Struktur aktiva.

Perusahaan yang aktiva yang dapat digunakan sebagai jaminan kredit lebih banyak menggunakan utang. Aktiva multiguna biasanya digunakan perusahaan sebagai jaminan yang baik, sedangkan aktiva yang hanya digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan.

3. Tingkat pertumbuhan

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat lebih mengandalkan modal eksternal sementara biaya emisi saham biasanya lebih besar daripada biaya penerbitan surat utang. Hal inilah yang mendorong perusahaan untuk mengandalkan utang. Namun pada saat yang sama, perusahaan

yang tumbuh pesat sering menghadapi ketidakpastian lebih besar, yang mengakibatkan berkurangnya keinginan untuk menggunakan utang.

4. Stabilitas penjualan.

Perusahaan dengan penjualan stabil dapat memperoleh utang lebih banyak dan menanggung beban tetap lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

5. Leverage operasi.

Perusahaan dengan leverage operasi lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar utang karena akan mempunyai risiko bisnis yang lebih kecil.

Menurut Riyanto (2001) struktur modal perusahaan akan dipengaruhi oleh:

1. Tingkat bunga

Kebutuhan modal perusahaan sangat dipengaruhi tingkat suku bunga yang berlaku pada waktu itu. Tingkat bunga akan mempengaruhi pemilihan jenis modal apa yang akan ditarik, apakah perusahaan akan mengeluarkan saham ataukah obligasi.

2. Stabilitas *earnings*

Perusahaan yang mempunyai *earnings* stabil dapat memenuhi kewajiban finansialnya dari penggunaan modal asing. Sebaliknya perusahaan yang *earningsnya* tidak stabil dan *unpredictable* akan menanggung risiko tidak dapat membayar bunga.

3. Susunan aktiva

Perusahaan manufaktur yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya dari modal sendiri, sedangkan modal asing hanya sebagai pelengkap. Sementara perusahaan yang aktiva bersifat aktiva lancar akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya dari utang jangka pendek.

4. Kadar risiko aktiva

Kadar risiko aktiva dalam perusahaan tidak sama. Semakin panjang waktu penggunaan aktiva, semakin besar risikonya. Dengan kemajuan teknologi serta ilmu pengetahuan yang tiada henti, dalam artian ekonomis dapat mempercepat tidak digunakannya suatu aktiva, meskipun dalam artian teknis masih dapat digunakan.

5. Besarnya jumlah modal yang dibutuhkan

Apabila jumlah modal yang dibutuhkan besar, maka perusahaan mengeluarkan beberapa golongan sekuritas secara bersama-sama, sedangkan perusahaan yang membutuhkan modal kecil cukup mengeluarkan satu golongan sekuritas saja.

### Penelitian Struktur Modal

Pengujian Santi (2003) menyatakan bahwa terdapat pengaruh variabel yang diuji terhadap leverage perusahaan baik rasio total utang, utang jangka panjang dan utang jangka pendek secara *market value* ataupun *book value*.

Tin (2004) menyatakan bahwa struktur aktiva, tingkat pertumbuhan penjualan dan profitabilitas secara bersama-sama berpengaruh terhadap struktur modal.

Penelitian Tong dan Green (2004) di China menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif signifikan antara leverage dan profitability, positif signifikan antara *current leverage* dan *past dividends*.

Penelitian *Determinasi Capital Structure* yang dilakukan Indrawati dan Suhendro (2006) pada perusahaan manufaktur di BEJ periode 2000-2004 dengan menggunakan lima variabel independen untuk 49 perusahaan sampel menemukan bahwa hanya *size* yang berpengaruh positif signifikan

terhadap struktur modal sedangkan *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal namun variabel lainnya tidak berpengaruh signifikan.

Yau *et al.*, (2008) dengan sampel penelitian perusahaan yang terdaftar pada *Malaysian Market* tahun 1999-2005 menunjukkan *tangibility* dan *size* berhubungan positif dengan rasio utang sedangkan *market-to-book ratio* tidak signifikan dan *profitability* berhubungan negatif terhadap rasio utang.

Penelitian Mehmet dan Eda (2008) terhadap perusahaan yang *listed* di *Istanbul Stock Exchange Market* untuk periode 1993-2007 dengan menggunakan metode analisis panel data menunjukkan hasil bahwa terdapat hubungan negatif antara rasio leverage dengan *total asset profitability*, *current rate* dan *sales amount*.

Hardanti dan Gunawan (2010) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Semakin tinggi keuntungan yang diperoleh perusahaan menjadikan kebutuhan dana khususnya dari investor baik dalam jangka pendek maupun panjangnya semakin kecil.

Sawitri dan Lestari (2015) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Peningkatan pertumbuhan penjualan akan mengakibatkan perusahaan perlu penambahan modal agar mendukung pengembangan perusahaan.

## Perumusan Hipotesis

### D. Profitabilitas

Profitabilitas akan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap rasio leverage dikarenakan semakin besar profitabilitas, maka perusahaan lebih menyukai sumber pendanaan internal dibandingkan utang

Ha1: Profitabilitas diduga mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap rasio leverage.

### DI. Likuiditas

Tingkat likuiditas yang tinggi akan mengurangi hutang perusahaan karena dana yang tersedia cukup untuk operasional perusahaan sehingga likuiditas berpengaruh negatif terhadap rasio leverage.

Ha2: Likuiditas diduga mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap rasio leverage.

### DII. Struktur Aktiva

Hasil penelitian Saeed (2007) menunjukkan bahwa perusahaan dengan nilai kolateral aset yang kecil akan lebih sering menghadapi problem asimetrik dan menggunakan pendanaan eksternal dalam bentuk utang jangka pendek.

Ha3: Struktur aktiva diduga berpengaruh negatif signifikan terhadap rasio leverage.

### DIII. Pertumbuhan Perusahaan

Myers (1977) dalam pengujian *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa *future growth* tinggi akan mengurangi penggunaan utang karena risiko *under investment* (Hutagaol, 2002). Rajan dan Zingales (1995) juga menyatakan adanya hubungan yang negatif antara *growth* dengan leverage.

Ha4: Pertumbuhan perusahaan diduga berpengaruh negatif signifikan terhadap rasio leverage.

## 2. Metodologi

### 2.1. Sampel Penelitian

Sampel penelitian merupakan perusahaan yang termasuk dalam industri LQ 45 pasca krisis global (periode 2010-2011) dengan data laporan keuangan lengkap serta dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Metode pengambilan sampel dilakukan dengan *purposive sampling* hingga diperoleh sampel sebanyak 13 perusahaan yaitu:

- d. Adaro Energy
- e. Astra Agro Lestari
- f. Astra International
- g. Bumi Resources
- h. Gudang Garam
- i. Holcim Indonesia
- j. Indo Tambangraya Megah
- k. Indofood Sukses Makmur
- l. Jasa Marga
- m. Medco Energi International
- n. Semen Gresik
- o. Unilever Indonesia
- p. United Tractor

### 2.2. Variabel Penelitian

- a. Variabel terikat (**Y**) yaitu rasio leverage yang diprosi: *total debt to total assets*
- b. Variabel bebas terdiri dari empat variabel yaitu:
  - Profitabilitas (**X<sub>1</sub>**) yaitu rasio laba bersih terhadap total aktiva
  - Likuiditas (**X<sub>2</sub>**) yaitu rasio aktiva lancar terhadap utang lancar.
  - Struktur Aktiva (**X<sub>3</sub>**) yaitu rasio antara aktiva tetap terhadap total aktiva.
  - Pertumbuhan Perusahaan (**X<sub>4</sub>**) yaitu rasio total aktiva ke-t terhadap total aktiva ke t-1.

### 2.3. Metode Analisis Data

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + \varepsilon \quad \{1\}$$

#### Keterangan :

- Y = Rasio leverage
- X<sub>1</sub> = Profitabilitas
- X<sub>2</sub> = Likuiditas
- X<sub>3</sub> = Struktur aktiva
- X<sub>4</sub> = Pertumbuhan perusahaan
- a = Konstanta / *Intercept*
- b<sub>1</sub>-b<sub>4</sub> = Koefisien variabel X<sub>1</sub>- X<sub>4</sub>
- ε = *Error* / variabel gangguan

## 2.4. Pengujian Hipotesis

Pengujian koefisien regresi untuk masing-masing variabel bebas yang berpengaruh negatif terhadap rasio leverage dengan menggunakan t-test.

a. Profitabilitas ( $X_1$ )

$H_0 : b_1 \geq 0$  tidak ada pengaruh negatif profitabilitas terhadap rasio leverage

$H_a : b_1 < 0$  ada pengaruh negatif profitabilitas terhadap rasio leverage

Jika t hitung < -t tabel, maka  $H_0$  ditolak.

b. Likuiditas ( $X_2$ )

$H_0 : b_2 \geq 0$  tidak ada pengaruh negatif likuiditas terhadap rasio leverage

$H_a : b_2 < 0$  ada pengaruh negatif likuiditas terhadap rasio leverage

Jika t hitung < -t tabel, maka  $H_0$  ditolak.

c. Struktur aktiva ( $X_3$ )

$H_0 : b_3 \geq 0$  tidak ada pengaruh negatif struktur aktiva terhadap rasio leverage

$H_a : b_3 < 0$  ada pengaruh negatif struktur aktiva terhadap rasio leverage

Jika t hitung < -t tabel, maka  $H_0$  ditolak.

d. Pertumbuhan perusahaan ( $X_4$ )

$H_0 : b_4 \geq 0$  tidak ada pengaruh negatif pertumbuhan perusahaan terhadap rasio leverage

$H_a : b_4 < 0$  ada pengaruh negatif pertumbuhan perusahaan terhadap rasio leverage

Jika t hitung < -t tabel, maka  $H_0$  ditolak.

## 3. Hasil dan Pembahasan

### 3.1. Hasil Regresi Berganda

$$Y = 0,989 - 0,984 X_1 - 0,173 X_2 - 0,351 X_3 + 0,009 X_4 \quad \{2\}$$

1. Konstanta sebesar **0,989** menyatakan bahwa jika tidak ada kenaikan nilai rasio keuangan, maka rasio leverage sebesar **0,989** rupiah.
- 2) Koefisien regresi - **0,984** menyatakan bahwa setiap kenaikan satu rupiah untuk nilai profitabilitas maka akan menurunkan rasio leverage sebesar **0,984** rupiah.
- 3) Koefisien regresi -**0,173** menyatakan bahwa setiap kenaikan satu rupiah untuk nilai likuiditas maka akan menurunkan rasio leverage sebesar **0,173** rupiah.
- 4) Koefisien regresi - **0,351** menyatakan bahwa setiap kenaikan satu rupiah untuk nilai struktur aktiva maka akan menurunkan rasio leverage sebesar **0,351** rupiah.
- 5) Koefisien regresi **0,009** menyatakan bahwa setiap kenaikan satu rupiah untuk nilai pertumbuhan maka akan meningkatkan rasio leverage sebesar **0,009** rupiah.

### 3.2. Hasil Uji Hipotesis (t test)

#### Profitabilitas ( $X_1$ )

Tabel 1

Variabel	Pengaruh Profitabilitas ( $X_1$ ) Terhadap Rasio Leverage (Y)			
	Coef. B	Std. Error	t	Sig.
Constant	0,989	0,215	4,608	0,000
Profitabilitas	-0,984	0,270	-0,509	0,002

Sumber: Data sekunder diolah

Nilai t hitung sebesar -0,509 dengan tingkat signifikansi 0,002 berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima. Maknanya variabel profitabilitas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap rasio leverage. Hasil ini sesuai dengan temuan penelitian Tong and Green (2004), Tin (2004), Yau *et al.*, (2008) dan Mahmed dan Eda(2008) serta Hardanti dan Gunawan (2010).

### Likuiditas ( $X_2$ )

Tabel 2

Pengaruh Likuiditas ( $X_2$ ) Terhadap Rasio Leverage (Y)				
Variabel	Coef. B	Std. Error	t	Sig.
Constant	0,989	0,215	4,608	0,000
Likuiditas	-0,173	0,048	-3,595	0,002

Sumber: Data sekunder diolah

Nilai t hitung sebesar -3,595 dengan signifikansi 0,002. Hal ini berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima, sehingga variabel likuiditas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap rasio leverage. Hasil penelitian ini sejalan dengan pernyataan Mehmet dan Eda (2008).

### Struktur Aktiva ( $X_3$ )

Tabel 3

Pengaruh Struktur Aktiva ( $X_3$ ) Terhadap Rasio Leverage (Y)				
Variabel	Coef. B	Std. Error	t	Sig.
Constant	0,989	0,215	4,608	0,000
Struktur Aktiva	-0,351	0,138	-2,547	0,019

Sumber: Data sekunder diolah

Nilai t hitung sebesar -2,547 dengan tingkat signifikansi 0,019 berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima. Hasil penelitian ini sama dengan temuan Saeed (2007) yang menyatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif signifikan terhadap rasio leverage.

### Pertumbuhan Perusahaan ( $X_4$ )

Tabel 4

Pengaruh Pertumbuhan ( $X_4$ ) Terhadap Rasio Leverage (Y)				
Variabel	Coef. B	Std. Error	t	Sig.
Constant	0,989	0,215	4,608	0,000
Pertumbuhan	0,009	0,168	0,051	0,960

Sumber: Data sekunder diolah

Nilai t hitung sebesar 0,051 dengan tingkat signifikansi 0,960. Hal ini berarti  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak atau dengan kata lain variabel pertumbuhan perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio leverage. Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Rajan-Zingales (1995) yang menyatakan ada hubungan negatif antara *growth* dan leverage.

#### 4. Kesimpulan dan Saran

##### Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, maka dapat diambil kesimpulan bahwa profitabilitas, likuiditas dan struktur aktiva mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap rasio leverage sedangkan pertumbuhan mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap rasio leverage perusahaan LQ 45 pasca krisis global..

##### Saran

Sebaiknya untuk penelitian lanjutan menggunakan lebih banyak variabel independen agar diperoleh hasil yang lebih komprehensif. Selain itu rasio leverage yang digunakan sebagai variabel dependen sebaiknya meliputi utang jangka pendek dan utang jangka panjang.

##### Daftar Pustaka

- Brealey Richard A. dan Myers Stewart C., 2002, *“Principles of Corporate Finance”*, 6<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill Companies, Inc. New York.
- Brigham, Eugene F. dan Houston Joel F., 2001, *“Manajemen Keuangan”*, Edisi VIII, Erlangga, Jakarta.
- Christianti Ari., 2008, “Pengujian Pecking Order Theory (POT): Pengaruh Leverage terhadap Pendanaan Surplus dan Defisit pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia“, *The 2<sup>nd</sup> National Conference UKWMS*, Surabaya.
- Hardanti, S. dan B. Gunawan., 2010, Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko, dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi dan Investasi* 11(2): 148-165.
- Harris, M. and A. Raviv., 1991, “The Theory of Capital Structure“, *Journal of Finance* 46, pp. 297-356.
- Hutagaol Roma Uli., 2002, *Tesis: “Pengujian Teori Pecking Order dan Teori Static Trade-Off terhadap Struktur Modal Emiten di Bursa Efek Jakarta”*, Magister Manajemen Universitas Indonesia, Jakarta.
- Indrawati Titik dan Suhendro., 2006, “Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2004“, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 3, No. 1, Hlm. 77-105.
- Mehmet SEN dan Eda ORUC., 2008, “Testing of Pecking Order Theory in ISE (Istanbul Stock Exchange Market)“, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 21, pp 19-25.
- Myers S. C. dan N. S. Majluf., 1984, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have“, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- Rajan, R. G. dan L. Zingales., 1995, “What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data“, *Journal of Finance* 50, No. 5, pp. 1421-1460.
- Riyanto Bambang., 2001, *“Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan”*, Edisi Keempat, BPFE-UGM, Yogyakarta.

- 
- Saeed A., 2007, *Thesis: "The Determinants of Capital Structure in Energy Sector"*, Blekinge Institute of Technology School of Management, Business administration, pp. 1-43.
- Santi Fitri., 2003, "Determinant of Indonesia Firm's Capital Structure Panel Data analysis", *Jurnal Ekonomi & Bisnis Indonesia*, Vol. 18, No. 3, Hlm. 243-260.
- Sawitri, N. P. Y. R dan P. V. Lestari., 2015, Pengaruh Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen* 4(5): 1238-1251.
- Tin Se., 2004, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Multiple Regression Model", *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, Mei 2004, Vol. 3, No. 2, hlm 30-43.
- Tong G. dan Green C. J., 2004, "Pecking Order or Trade-off Hypothesis? Evidence on The Capital Structure of Chinese Companies", *Taylor and Francis Journal*, Vol. 37, No. 19, pp. 1-14s
- Yau J., Lau E. dan Liwan A., 2008, "Do Malaysia Firms Practice The Pecking Order Theory in Their Capital Structure?", *Proceeding of The MFA Conference 2008*, pp. 244-253.