

# DETERMINAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN SEKTOR HULU DAN HILIR AGROINDUSTRI YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2010 – 2013

**Wahyu Eko Setianingsih**

Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi, Universitas Muhammadiyah Jember  
[setianingsih@unmuhjember.ac.id](mailto:setianingsih@unmuhjember.ac.id)

## **ABSTRACT**

*This research has three objectives : first, analyzing the determinants that affect the company's capital structure in upstream sector, second analyzes the determinants that affect the company's capital structure in the downstream sector, and third analyzes the affect of differences in determinants of corporate capital structure of the upstream and downstream sectors. The research used purposive sampling method in which a sample company. Based on purposive sampling method, there are 30 companies that were visited during the study. The research data obtained from the BEI in the Indonesian Capital Market Directory. This research uses linier regression to answer the first and second objective, and use the Chow test to answer the third objective. Based on the 2010-2013 financial statetments, the results showed that the only variable that affects the NDTS of capital structure in the upstream sector. In the downstream sector of the variable ukur and risk that affect the capital structure. Chow test results indicate that there are differences in the influences of determinants of corporate capital structure upstream and downstream.*

**Key Words** : *Capital structure, Determinants of capital structure, Upstream, Downstream.*

## **PENDAHULUAN**

### **Latar Belakang**

Struktur modal merupakan komponen penting dalam suatu perusahaan. Jika perusahaan memerlukan modal untuk melakukan ekspansi atau pada saat perusahaan mengalami kesulitan keuangan, maka perusahaan harus membuat suatu komposisi struktur modal yang tepat agar investor percaya pada kinerja perusahaan. Penggunaan modal berkaitan dengan kinerja perusahaan, dalam hal ini berkaitan dengan factor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, kemudian menetapkan target struktur modal. Menurut Brigham & Houston (2006), struktur

modal sasaran adalah kombinasi antara hutang, saham preferen, dan saham ekuitas yang digunakan perusahaan untuk merencanakan mendapatkan modal

Teori tentang struktur modal banyak dikemukakan oleh peneliti dan terdapat di berbagai literature. Pada awalnya struktur modal dikemukakan oleh David Durand pada tahun 1952, yaitu pendekatan laba bersih (*Net Income Approach*) dan pendekatan laba operasional bersih (*Net Operating Income Approach*). Kemudian muncul teori struktur modal tradisional yang dikemukakan oleh Modigliani Miller. Seiring dengan perkembangan perekonomian, muncul berbagai teori struktur modal yang sesuai dengan kondisi perusahaan dan berbagai faktor yang mempengaruhinya. Teori struktur modal modern diantaranya teori *trade off*, *agency cost*, *pecking order theory*, *asymmetric theory*, dan *signaling effect*.

Penelitian tentang determinan struktur modal selanjutnya terus dikembangkan oleh peneliti, baik di dalam negeri maupun di luar negeri. Namun dari beberapa penelitian terdapat ketidakkonsistenan dengan penelitian sebelumnya. DeAngelo dan Masulis (1980) menyatakan bahwa *non debt tax shields* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, namun hal ini bertentangan dengan hasil penelitian Harris dan Raviv (1990) dan Hatfield, Cheng, dan Davidson (1994). Titman dan Wessel (1988) menggunakan indikator nilai agunan aktiva, *non debt tax shields*, pertumbuhan, keunikan, klasifikasi industri, ukuran (*size*), volatilitas, dan profitabilitas sebagai determinan struktur modal. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, agunan, *non debt tax shields*, keunikan, dan volatilitas pendapatan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini bertentangan dengan Kanwar (2007) dan Murhadi (2011) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian Titman dan Wessel (1988) juga bertentangan dengan Harris dan Raviv (1990), Paramu (2006), Kanwar (2007), Azazi (2008), Murhadi (2011), dan Stefannie dan Handayani (2011) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Pertumbuhan perusahaan pada penelitian Titman dan Wessel (1988) berpengaruh negatif terhadap struktur modal bertentangan

dengan hasil penelitian Azazi (2008), Sulistyowati (2008), dan Stefannie dan Handayani (2011). Frank dan Goyal (2003), Azazi (2008), dan Sulistyowati (2008) menyatakan bahwa *collateral* berhubungan positif terhadap struktur modal. Hal ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Titman dan Wessel (1988). Risiko bisnis pada penelitian Azazi (2008) dan Stefannie dan Handayani (2011) berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian Paramu (2006) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Struktur modal pada berbagai jenis perusahaan banyak diteliti oleh berbagai kalangan, baik di dalam negeri maupun luar negeri. Begitu pula dengan struktur modal sector hulu dan hilir pada bidang agroindustri. Menurut Zaharuddin (2008;26) industri hulu merupakan industri yang memproses nilai tambah suatu produk yang berasal dari sumber awalnya, dimana produk yang dihasilkan sebagian atau seluruhnya merupakan bahan baku untuk diproses lebih lanjut pada industri *intermediate*. Sedangkan industri hilir merupakan suatu industri pengolahan/pabrikasi/perakitan yang memproduksi bahan baku menjadi produk akhir atau produk yang sebagian atau seluruhnya dipergunakan oleh konsumen akhir (pemakai). Berdasarkan karakteristiknya, terdapat perbedaan antara industri hulu dan hilir. Industri sektor hulu cenderung padat modal dan menggunakan peralatan yang canggih, sehingga lebih banyak membutuhkan modal. Sedangkan industri sektor hilir cenderung padat karya yang membutuhkan lebih banyak tenaga kerja. Perbedaan ini membuat perusahaan berbeda dalam memenuhi kebutuhan pendanaannya yang harus memperlihatkan determinan struktur modal. Industri hulu mempunyai profitabilitas, pertumbuhan, ukuran perusahaan, pelindung pajak bukan hutang, dan *collateral* yang lebih tinggi dibanding industri hilir. Namun industri hulu mempunyai risiko bisnis yang lebih rendah dibanding industri hilir. Determinan struktur modal ini mempunyai pengaruh yang berbeda pada tiap sektor yang berujung pada perbedaan keputusan pendanaan yang dilakukan manajer pada tiap sektor. Sumber pendanaan yang digunakan dalam hal ini berasal dari dalam atau dari luar perusahaan.

Penelitian tentang determinan struktur modal telah banyak dilakukan oleh para ahli dengan menggunakan berbagai teori struktur modal. Teori yang telah dicetuskan oleh para ahli merupakan pandangan konseptual tentang struktur modal. Tiap determinan yang digunakan dalam penelitian dengan menggunakan teori yang berbeda. Pengaruh yang berbeda ini membuat keputusan pendanaan perusahaan juga berbeda. Adanya *gap research* pada berbagai penelitian dengan menggunakan beberapa determinan struktur modal yang hasilnya bervariasi membuat penelitian ini menarik untuk diangkat. Banyaknya penelitian tentang determinan struktur modal yang dilakukan menunjukkan pengaruh yang berbeda terhadap struktur modal perusahaan tiap perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada tahun 2010-2013 untuk mengetahui bagaimana struktur modal industri hulu dan hilir bidang agroindustri dalam menghadapi krisis global yang dampaknya masih terasa sampai sekarang.

### **Rumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah :

- a. Faktor-faktor (determinan) apa yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan pada sektor hulu?
- b. Faktor-faktor (determinan) apa yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan pada sektor hilir?
- c. Apakah ada perbedaan pengaruh determinan terhadap struktur modal perusahaan sektor hulu dan sektor hilir?

### **Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat untuk berbagai pihak, yaitu :

- a. Bagi peneliti dan akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan kajian atau bahan referensi bagi penelitian selanjutnya, khususnya penelitian tentang struktur modal serta dapat memberikan kontribusi positif pada perkembangan ilmu manajemen keuangan.

- b. Bagi manajer perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan seberapa besar hutang yang akan digunakan oleh perusahaan dengan melihat determinan yang mempengaruhi struktur modal perusahaan.

## **METODE PENELITIAN**

### **Populasi dan Sampel Penelitian**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor hulu dan hilir bidang agroindustri yang listed di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2013. Jumlah populasi dalam penelitian ini sebanyak 38 perusahaan. Adapun metode pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan kriteria bahwa perusahaan menerbitkan laporan keuangan lengkap pada periode penelitian.

### **Jenis dan Sumber Data**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa laporan keuangan. Data yang dikumpulkan berupa laporan keuangan tahunan dan harga saham penutupan. Data tersebut berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam Indonesian *Capital Market Directory* (ICMD) periode 2010-2013.

### **Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel**

Berdasarkan pokok permasalahan yang akan diuji, maka definisi operasional variabel dalam penelitian ini adalah :

a. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diprosikan oleh hutang (*debt*). Hutang yang digunakan dalam penelitian ini adalah hutang jangka panjang. Hutang dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$\text{Debt}_{it} = \frac{\text{Total Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Aktiva}}$$

b. Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah beberapa determinan struktur modal yang telah diuji oleh beberapa penelitian sebelumnya, antara lain :

1. Perlindungan pajak selain hutang (*non debt tax shields*)

*Non debt tax shields* dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$\text{NDTS}_{it} = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Total Assets}}$$

## 2. Profitabilitas

Pengukuran profitabilitas dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$\text{Profitabilitas}_{it} = \frac{\text{Earning Before Tax + Depresiasi}}{\text{Total Assets}}$$

## 3. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$\text{Ukur}_{it} = \text{Ln Total Assets}$$

## 4. Risiko bisnis

Risiko bisnis dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$\text{Risk}_{it} = \sqrt{\frac{(\text{Profitabilitas} - \text{Profitabilitas rata-rata})^2}{\text{Total Assets}}}$$

## 5. Growth

*Growth opportunities* dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$\text{Growth}_{it} = \frac{\text{Market Value of Stocks}}{\text{Book Value of Stocks}}$$

## 6. Collateral

*Collateral* dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

$$\text{Collateral}_{it} = \frac{\text{Net Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$$

## Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Sebelum melakukan regresi linier berganda terlebih dahulu dilakukan uji normalitas data untuk mengetahui apakah data yang akan diuji sudah normal atau tidak. Secara umum model regresi linier berganda pada penelitian ini terbagi menjadi dua model, seperti yang tertera pada tabel berikut :

$$\text{Debt}_{it} = a + b_1\text{NDTS}_{it} + b_2\text{Profitabilitas}_{it} + b_3\text{ukur}_{it} + b_4\text{risk}_{it} + b_5\text{growth}_{it} + b_6\text{coll}_{it} + e_{it}$$

Setelah dilakukan regresi linier berganda, maka dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui apakah model yang digunakan dalam penelitian ini tidak boleh melanggar asumsi dalam metode regresi linier berganda. agar diperoleh data yang valid dari adanya

penyimpangan. Uji F dan uji t diaplikasikan pada model regresi untuk mengkaji pengaruh signifikan variabel independen baik secara simultan maupun parsial. Uji asumsi klasik juga dilakukan pada model regresi sektor hulu dan hilir untuk memastikan kedua model regresi tersebut bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*). Untuk mengidentifikasi perbedaan pengaruh sektor hulu dan hilir, dilakukan Uji Chow. Langkah-langkah dalam melakukan uji Chow antara lain sebagai berikut (Ghozali:2001) :

- a. Melakukan regresi dengan observasi total (sektor hulu dan hilir) dan mendapatkan nilai *Restricted residual sum of squares* atau RSSr (RSS3) dengan  $df = (n_1 + n_2 - k)$  dimana k adalah jumlah parameter yang diestimasi, dalam hal ini 2.
- b. Melakukan regresi dengan observasi sektor hulu dan dapatkan nilai RSS1 dengan  $df = (n_1 - k)$
- c. Melakukan regresi dengan observasi sektor hilir dan dapatkan nilai RSS2 dengan  $df = (n_2 - k)$
- d. Menjumlahkan nilai RSS1 dan RSS2 untuk mendapatkan *unreticted sum of squares* (RSSur)
- e. Menghitung nilai F test dengan rumus :
 
$$F = \frac{(RSSr - RSSur)/k}{(RSSur)/(n_1 + n_2 - 2k)}$$
- f. Nilai rasio F mengikuti distribusi F dengan k dan  $(n_1 + n_2 - 2k)$  sebagai df untuk penyebut maupun pembilang.
- g. Jika nilai F hitung  $>$  F tabel, hipotesis nol ditolak dan menyimpulkan bahwa model regresi sektor hulu dan model regresi sektor hilir memang memiliki pengaruh yang berbeda.

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

### **Hasil Analisis Regresi Linier Berganda**

Sebelum analisis regresi linier berganda dilakukan, uji normalitas data dengan menggunakan *Kolmogorof Smirnov Test* (K-S). Seluruh data, baik pada sektor hulu maupun hilir berdistribusi normal. Selanjutnya dilakukan regresi linier berganda, yang hasilnya ditunjukkan pada tabel berikut, pada halaman

berikut. Setelah dilakukan regresi linier berganda dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Semua data yang digunakan dalam model tidak melanggar asumsi dalam metode regresi linier berganda.

Angka  $R^2$  pada sektor hulu adalah 27,4%. Hal ini berarti hanya 27,4% dari variasi struktur modal pada sektor hulu dapat dijelaskan oleh determinannya. Sisanya, 72,6%, variasi struktur modal dipengaruhi oleh faktor lain diluar model ini. Angka koefisien korelasi dari model ini adalah 52,4% yang mengindikasikan bahwa hubungan yang cukup kuat antara determinan struktur modal dan variasi pada struktur modal pada sektor hulu.

Tabel Hasil Analisis Linier Berganda

Variabel	Sektor Hulu			Sektor Hilir		
	Keofisien	t	Sig	Koefisien	t	Sig
Konstanta	0.063	0.137	0.892	-2.097	-5.339	0.000
NDTS	0.697**	3.175	0.003	0.379	0.686	0.496
Profitabilitas	-0.063	-0.340	0.735	-0.371	-0.649	0.520
Ukur	0.004	0.251	0.803	0.085***	6.279	0.000
<i>Risk</i>	-2.80E-08	-1.212	0.231	-3.60E-07**	-3.404	0.001
<i>Growth</i>	-0.004	-0.936	0.354	-0.006	-0.900	0.373
<i>Collateral</i>	0.022	0.148	0.883	0.66	0.457	0.650

Sumber : Lampiran 10 (data diolah)

Keterangan : \*\*\*) Signifikan 0,01 \*\*\*) Signifikan 0.05 \*) Signifikan 0.10

$R^2$  hulu = 0.274,  $R^2$  hilir = 0.536

r hulu = 0.524, r hilir = 0.732

$F_{hitung}$  hulu = 3.084\* ,  $F_{hitung}$  hilir = 8.664\*\*\*

. Angka koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada sektor hilir yang ditunjukkan pada lampiran pada model regresi hilir adalah 53,6%. Hal ini berarti bahwa 53,6% dari variasi struktur modal pada sektor hilir dapat dijelaskan oleh determinannya. Sisanya, 46,4%, variasi struktur modal dipengaruhi oleh faktor lain di luar model ini. Angka koefisien korelasi dari model ini adalah 73,2% yang

mengindikasikan bahwa adanya hubungan yang kuat antara determinan struktur modal dan variasi pada struktur modal hilir.

Uji F pada model regresi linier berganda pada sektor hulu menunjukkan bahwa secara simultan variabel determinan struktur modal berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Pada sektor hulu menunjukkan bahwa secara simultan variabel independen merupakan prediktor yang baik bagi keputusan struktur modal pada perusahaan-perusahaan di sektor hulu. Begitu pula pada sektor hilir menunjukkan bahwa secara simultan variabel determinan struktur modal berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa secara simultan variabel independen sudah dapat memprediksi keputusan struktur modal pada perusahaan-perusahaan di sektor hilir.

Hasil pengujian secara parsial untuk model regresi sektor hulu menunjukkan bahwa hanya variabel NDTs yang berpengaruh positif signifikan terhadap *debt*. Sedangkan variabel profitabilitas, *ukuran*, *risk*, *growth*, dan *collateral* secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap *debt*. Arah pengaruh positif menunjukkan meningkatnya *non debt tax shields* akan meningkatkan rasio hutang dan sebaliknya menurunnya *non debt tax shields* akan menurunkan rasio hutang.

Hasil pengujian secara parsial untuk model regresi sektor hilir menunjukkan bahwa variabel *ukuran* dan *risk* yang berpengaruh signifikan terhadap rasio hutang (*debt*). Sedangkan variabel NDTs, profitabilitas, *growth* dan *collateral* secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap *debt*. Arah pengaruh *ukuran* adalah positif, hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin besar pula perusahaan tersebut menggunakan *debt financing*. Hal ini sesuai dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan besar umumnya cenderung kecil kemungkinan untuk bangkrut sehingga lebih mudah mendapat pinjaman dibanding perusahaan kecil. Sedangkan arah pengaruh variabel *risk* adalah negatif. Artinya, semakin tinggi tingkat risiko bisnis suatu perusahaan, maka akan cenderung menurunkan rasio

hutang. Dengan demikian pengaruh risiko bisnis terhadap rasio hutang pada sektor hilir konsisten dengan teori yang ada, seperti *pecking order theory*.

### Hasil Uji Chow

Pada uji Chow, model regresi gabungan antara sektor hulu dan hilir diperlukan untuk menghitung  $RSS_i$  (*residual sum of squares*). Berikut ringkasan *Residual Sum of Square* pada masing-masing sektor.

Tabel Hasil Uji Chow

Sektor yang dibandingkan	Nilai RSS			F hitung	F tabel	Keputusan
	RSS hulu	RSS hilir	RSS gabungan			
Hulu dan Hilir	1,153	0,852	2,746	5,913	2,175	Pengaruh Berbeda

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa bahwa F hitung lebih besar daripada F tabel. Dari perhitungan tersebut dapat diketahui bahwa terdapat perbedaan pengaruh antara determinan struktur modal perusahaan sektor hulu dan hilir pada periode penelitian.

Perbedaan pengaruh determinan struktur modal perusahaan sektor hulu dan hilir dapat dilihat pada dua hal. *Pertama*, perbedaan tersebut dapat dilihat pada pengaruh determinan struktur modal secara simultan. Pada hasil penelitian tersebut terlihat bahwa pada sektor hulu, determinan struktur modal tidak berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Sedangkan pada sektor hilir, determinan struktur modal berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan. *Kedua*, perbedaan pengaruh tersebut dapat dilihat pada pengaruh determinan struktur modal secara parsial. Pada hasil penelitian terlihat bahwa beberapa determinan struktur modal memiliki pengaruh yang berbeda antara determinan yang satu dengan yang lain terhadap struktur modal. Artinya, pada sektor hulu hanya variabel *growth* yang berpengaruh terhadap struktur modal, sedangkan pada sektor hilir variabel *non debt tax shields*, profit, dan *risk* yang berpengaruh terhadap struktur modal. Arah pengaruh determinan struktur modal antara perusahaan sektor hulu dan hilir terhadap struktur modal banyak yang berbeda.

## KESIMPULAN

Bedasarkan hasil analisis data dan pembahasan, beberapa kesimpulan dalam penelitian ini adalah :

1. Determinan yang berpengaruh terhadap struktur modal pada sektor hulu adalah *growth*. *Growth* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi *growth* akan menurunkan struktur modal dan sebaliknya apabila *growth* mengalami penurunan akan berakibat pada kenaikan struktur modal.
2. Determinan yang berpengaruh terhadap struktur modal pada sektor hilir adalah *non debt tax shields*, profit, dan risk. *Non debt tax shields* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Artinya, kenaikan *non debt tax shields* akan mengakibatkan kenaikan struktur modal dan penurunan *non debt tax shields* akan mengakibatkan penurunan struktur modal. Profit berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti kenaikan profit akan mengakibatkan penurunan struktur modal dan penurunan profit akan mengakibatkan kenaikan struktur modal. *Risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Artinya, apabila *risk* naik, maka struktur modal akan turun dan apabila *risk* turun, maka struktur modal akan naik.
3. Terdapat perbedaan pengaruh determinan terhadap struktur modal antara perusahaan sektor hulu dan sektor hilir. Hal ini bisa dilihat dari hasil uji parsial menunjukkan bahwa hanya variabel *non debt tax shields* yang berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal pada sektor hulu. Sedangkan pada sektor hilir, variabel *ukuran* dan *risk* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, *ukuran* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, dan *risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Setelah dilakukan uji Chow, terdapat perbedaan pengaruh determinan terhadap struktur modal antara sektor modal antara sektor hulu dan hilir.

## DAFTAR PUSTAKA

Anwar Azazi, 2008, "Determinan Struktur Modal Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta Sebelum Krisis Moneter Tahun 1993 -1996". *Jurnal Penelitian Universitas Tanjungpura Volume XI No. 3 Juli 2008*.

- Brigham, E.F dan J.F Houston. 2006, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Jakarta : Salemba Empat.
- Brigham, E.F dan J.F Weston. 1991, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Jakarta : Salemba Empat.
- DeAngelo, H dan R. Masulis. 1980, "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Finance Economics* 8, p. 3-29.
- Frank, M & V. Goyal. 2003. *Capital Structure Decision : Which Factors are Reliably Important?*, *Journal of Financial Economics* (On line), Available.
- Ghozali, Imam. 2001, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Semarang : Badan Penerbit Undip.
- Hadi Paramu. 2006, "Determinan Struktur Modal : Studi Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia". *Usahawan* No. 11 Th. XXXV November 2006, hal 48 -54.
- Harris, M dan A. Raviv. 1991, "The Theory of Capital Structure". *Journal of Finance*, Volume XLVI, p. 297 – 355.
- Hatfield, G.B, Louis T.W Cheng, dan Wallace N. Davidson. 1994, "The Determination of Optimal Capital Structure : The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value". *Journal of Financial and Strategic Decision*, Volume 7 Number 3, p. 1-14.
- Horne, James C.V, dan J.M Wachowicz, Jr. 1998, *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*, Buku Dua, Jakarta : Salemba Empat.
- Jensen, Michael C, dan William H. Meckling, 1976, "Theory of The Firms : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Moeljadi. 2006, *Manajemen Keuangan Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif*, Jilid 1, Malang : Banyumedia Publishing.
- Sahardi, Agus. 1994, *Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Yogyakarta : UPP AMP YKPN.
- Sjahrial, Dermawan. 2007, *Manajemen Keuangan*, Jakarta : Penerbit Mitra Wacana Media
- Titman, Sheridan, dan Robert Wessels. 1988, "The Determian of Capital Structure Choice". *The Journal of Finance*, Vol XLIII, No. 1, pp. 1 – 19.

Yuhartil. 2006, “Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Farmasi yang Telah Go Publik di Bursa Efek Jakarta”. *Buletin Penelitian* No. 09 Tahun 2006.

Zaharuddin, Harmaizar. 2008, *Menggali Potensi Wirausaha Studi Kelayakan Bisnis / Proyek*, Bekasi : CV. Dian Anugerah Prakasa.