

Analisis Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Kecil Menengah di Pasar Modal Indonesia

Gusni^a, Nugraha^b, Maya Sari^c

^a Universitas Widyatama/ Universitas Pendidikan Indonesia, Jurusan Manajemen. Indonesia. Email: gusni.tanjung@widyatama.ac.id/gusni.tanjung@upi.edu

^b Universitas Pendidikan Indonesia, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Jurusan Manajemen. Indonesia. Email: nugraha@upi.edu

^c Universitas Pendidikan Indonesia, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Jurusan Manajemen. Indonesia. Email: mayasari@upi.edu

ABSTRAK

Tujuan penelitian – Struktur modal masih menjadi isu yang kontroversial dan masih sering diperdebatkan dalam literatur keuangan perusahaan. Studi ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan kecil menengah yang tercatat dalam indeks papan pengembangan (DBX) di pasar modal Indonesia.

Desain/Metodologi/Pendekatan – Riset yang dilakukan ini merupakan jenis penelitian terapan (*applied research*) dengan pendekatan kuantitatif. Metode analisis data yang digunakan yaitu data panel terhadap 172 perusahaan yang menjadi sampel penelitian yang dipilih dengan teknik *purposive sampling*.

Temuan – Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan kecil menengah, kemudian non-debt tax shield memberikan efek positif pada struktur modal perusahaan kecil menengah. Sementara itu, growth opportunities, tangibility, dan risiko bisnis tidak memberikan pengaruh terhadap struktur modal perusahaan kecil menengah. Bukti pada umumnya menunjukkan relevansi *hipotesis pecking order* dalam menjelaskan faktor penentu struktur modal perusahaan kecil menengah.

Keterbatasan penelitian – Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan kecil menengah yang terdaftar di pasar modal Indonesia dengan jumlah sampel yang masih terbatas selama periode 2013 – 2017, dan hanya memakai lima variabel independen. Diharapkan kepada peneliti lainnya untuk menggunakan sampel yang lebih luas dan variabel independen yang lebih banyak sesuai dengan teori dan hasil penelitian terdahulu.

Originality/value – Penelitian ini menjelaskan tentang faktor penentu struktur modal pada perusahaan kecil dan menengah yang terdaftar dipasar modal Indonesia menggunakan variabel yang biasa digunakan untuk menjelaskan faktor penentu struktur modal pada perusahaan besar, sekaligus menjelaskan teori struktur modal yang sesuai untuk perusahaan kecil menengah. Riset tentang struktur modal perusahaan kecil menengah ini masih jarang diteliti di Indonesia.

Keywords : Struktur Modal, Faktor Penentu, Perusahaan Kecil Menengah, Pasar Modal

PENDAHULUAN

Keputusan dalam menetapkan struktur modal yang terbaik untuk perusahaan memiliki peranan penting, karena erat kaitannya dengan tingkat keuntungan dan kemungkinan rugi yang akan dihadapi oleh pemegang saham perusahaan (*shareholders*). Struktur modal menggambarkan kombinasi hutang dan ekuitas yang dimanfaatkan oleh perusahaan untuk membiayai aset (Titman & Wessels, 1988). Pada saat menetapkan struktur modalnya, perusahaan akan selalu dihadapkan pada pertanyaan yaitu bagaimana perusahaan menetapkan struktur modalnya? Dan faktor-faktor apa yang menjadi penentu pilihan struktur modal

perusahaan? Sejumlah teori berusaha untuk menjawab pertanyaan ini antara lain yaitu teori *trade-off* yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1963), mengedepankan peranan penting hutang yang dapat mengurangi pajak dari bunga dan menyarankan perusahaan untuk mempertimbangkan biaya dan manfaat dari penggunaan hutang dan ekuitas untuk memenuhi kebutuhan modal perusahaan serta menetapkan target rasio hutang dalam struktur modal perusahaan (Jalilvand and Harris, 1984; Mazur, 2007). Selanjutnya Jensen dan Meckling (1976) dengan *agency costnya* mengatakan bahwa perusahaan perlu menggunakan hutang dalam struktur modalnya untuk mengurangi *free cash flow* yang dapat mengurangi perselisihan kepentingan antara agen dan principal. Myers (1977) menyarankan perusahaan untuk memiliki struktur modal yang optimal yang mampu dicapai oleh perusahaan (Mazur, 2007). Pendapat berbeda disampaikan oleh Myers dan Majluf (1984) melalui teori *pecking order*, sebenarnya tidak ada target dalam struktur modal, perusahaan akan memilih modal secara berjenjang untuk membiayai kegiatan investasinya, mulai dari penggunaan dana internal, apabila tidak mencukupi akan menggunakan hutang yang rendah tingkat risikonya dan terakhir menggunakan modal dari pasar modal dengan menerbitkan saham baru (Chen & Strange (2006); Morri & Beretta (2008)). Meskipun demikian pemahaman terhadap faktor penentu keputusan struktur modal perusahaan masih sulit dipahami.

Keputusan struktur modal tidak hanya penting untuk perusahaan skala besar, namun juga perusahaan kecil dan menengah (*small medium enterprises*). Pembahasan tentang keputusan struktur modal perusahaan kecil dan menengah cukup banyak didunia ((Wijst dan Thurik (1993); Zingales (2000); Sogorb-Mira (2005); Bartholdy dan Mateus (2005); Psillaki dan Daskalakis (2009); Bhaird dan Lucey (2010), namun hasilnya masih beragam dan belum memadai. Hall, dkk. (2000) mencoba untuk menjelaskan faktor penentu struktur modal untuk perusahaan kecil dan menengah berdasarkan penelitian terdahulu dan mengatakan bahwa profitabilitas, pertumbuhan, struktur aset, ukuran dan umur perusahaan kemungkinan memiliki hubungan dengan struktur modal perusahaan. Sejumlah penelitian juga mencoba meneliti apakah terdapat perbedaan struktur modal untuk perusahaan yang berbeda, karena adanya perbedaan struktur aset dan tingkat pertumbuhan, namun hasilnya masih beragam (Hall, dkk. (2000); Bhaird dan Lucey (2010)). Hall, dkk. (2004) mencoba meneliti perbedaan struktur modal perusahaan kecil dan menengah di delapan negara yang berbeda dan hasilnya menunjukkan bahwa keputusan struktur modal berbeda terutama karena pengaruh perusahaan dari pada pengaruh negara. Perusahaan kecil menengah cukup berbeda dengan perusahaan besar, karena keterbatasan akses terhadap kredit dan pasar modal.

Riset ini dilakukan untuk mengetahui faktor-faktor penentu struktur modal perusahaan kecil dan menengah dengan menggunakan faktor-faktor penentu struktur modal perusahaan besar, sehingga dapat diketahui factor apa saja yang dapat diterapkan dalam keputusan struktur modal perusahaan kecil dan menengah. Faktor-faktor penentu struktur modal yang dipakai pada studi ini adalah likuiditas, *growth opportunities*, *tangibility*, *non-debt tax shield*, dan risiko bisnis sebagaimana digunakan oleh (Mazur (2007); Morri & Beretta (2008); Noulas & Genimakis (2011); Udomsirikul, dkk. (2011); Ray (2012); Anderson & Carverhill (2012); Fauzi, dkk. (2013); Mateev, Poutziouris & Ivanov (2013); Ukaegbu & Oino (2014); Thippayana (2014); Chakraborty (2015)).

Penelitian ini berbeda dengan penelitian lainnya karena menggunakan perusahaan kecil menengah yang terdaftar di Pasar Modal Indonesia yang masih jarang diteliti di Indonesia, selain itu juga menggunakan variabel yang biasa dipergunakan untuk menjelaskan faktor penentu struktur modal perusahaan secara umum, terutama perusahaan besar yang telah banyak diteliti oleh berbagai peneliti didunia. Namun hasilnya masih beragam dan masih sulit dipahami seperti *puzzle*, sehingga masih menarik untuk diteliti.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Likuiditas dan Struktur Modal

Likuiditas mempunyai keterkaitan yang erat pada keputusan struktur modal perusahaan. Tingkat likuiditas perusahaan yang tinggi akan membuat ekuitas lebih menarik jika dibandingkan dengan hutang, sehingga proporsi penggunaan hutang menjadi lebih rendah dalam struktur modal (Udomsirikul, dkk., 2011). Tingkat likuiditas perusahaan yang semakin tinggi akan menyebabkan pemanfaatan hutang dalam struktur modal semakin rendah (Frieder dan Martell, 2006). Pada saat mempertimbangkan sumber pendanaan eksternal, perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas tinggi lebih cenderung meningkatkan ekuitas ketimbang hutang (Lipson and Mortal, 2009). Menurut teori *pecking order*, perusahaan yang mempunyai likuiditas tinggi akan memanfaatkan uang *cash* yang tersedia sebagai sumber pendanaan internal yang akan mengurangi penggunaan pendanaan eksternal dalam struktur modal perusahaan (Mazur, 2007). Kondisi ini mengindikasikan bahwa likuiditas memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal. Myers and Rajan (1998), menemukan keterkaitan negatif antara likuiditas dengan struktur modal. Sementara itu, menurut teori *trade-off*, perusahaan harus memastikan likuiditas yang cukup dengan menerima hutang untuk memenuhi komitmen mereka yang mengindikasikan adanya hubungan positif antara likuiditas dengan rasio hutang/struktur modal (Alipour, dkk., 2015). Jensen (1986), perusahaan yang memiliki lebih banyak uang tunai, seharusnya mengajukan hutang baru guna mencegah manajer menggunakan uang perusahaan untuk kepentingannya sendiri.

Sejumlah hasil penelitian menunjukkan pengaruh negatif likuiditas terhadap struktur modal perusahaan (Myers dan Rajan (1998); Panno (2003); Eriotis, dkk. (2007); Sheikh & Wang (2011); Udomsirikul, dkk. (2011); Šarlija & Harc (2012); Ukaegbu & Oino (2014); Sharma & Paul (2015)). Hasil penelitian lainnya menunjukkan pengaruh positif likuiditas terhadap struktur modal, seperti riset yang dilakukan (Mateev, Poutziouris & Ivanov, 2013) menemukan bahwa perusahaan kecil dan menengah yang mempertahankan tingkat likuiditas yang tinggi akan bergantung terutama pada hutang jangka panjang untuk mendukung pertumbuhan perusahaan. Menurut penjelasan diatas, maka hipotesis pertama dalam riset ini sebagai berikut:

H₁: Likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal

Growth Opportunities dan Struktur Modal

Perusahaan yang berpotensi mengalami *growth opportunities* akan cenderung mempunyai proporsi hutang yang lebih rendah dalam struktur modalnya, karena *growth opportunities* yang tinggi dapat meningkatkan perilaku menyimpang dan menstimulasi perusahaan untuk melakukan tindakan berisiko (Myers, 1977). Jensen (1986) mengemukakan bahwa biaya agency dari *free cash flow* dapat dikurangi apabila perusahaan memiliki *growth opportunities* yang tinggi, sehingga tidak bergantung pada hutang. Lebih jauh dikemukakan bahwa *growth opportunities* yang tinggi akan menggerakkan perusahaan melakukan investasi pada proyek yang lebih berisiko yang dapat mengakibatkan peningkatan biaya hutang, karena berinvestasi pada proyek yang berisiko dapat meningkatkan masalah pergantian aset. Perusahaan yang mempunyai tingkat *growth opportunities* tinggi cenderung dikaitkan dengan tingkat risiko kebangkrutan yang lebih besar, sehingga memiliki rasio hutang yang rendah (Stulz, 1990). Hubungan yang bertolak belakang ini disebabkan oleh biaya keuangan yang lebih tinggi, konsisten dengan teori *static trade-off* yang mengatakan bahwa perusahaan yang mengharapkan pertumbuhan pada masa yang akan datang seharusnya dibiayai dengan ekuitas (Rajan dan Zingales, 1995).

Pendapat berbeda dikemukakan oleh (Michaelas, dkk., 1999), perusahaan yang mempunyai tingkat *growth opportunities* tinggi cenderung akan menghabiskan uang internal yang lebih banyak, sehingga memerlukan uang tambahan yang berasal dari luar perusahaan. *Growth opportunities* cenderung memberi tekanan terhadap *retained earning* dan menggerakkan perusahaan untuk meminjam, sehingga rasio hutang dalam struktur modal perusahaan

meningkat. Huang dan Song (2002), perusahaan yang mempunyai *growth opportunities* tinggi cenderung lebih memanfaatkan hutang. Perusahaan dengan *growth opportunities* yang tinggi akan memerlukan pendanaan eksternal yang dapat mendorong peningkatan rasio hutang dalam struktur modal (Heshmati, 2001)

Sejumlah hasil penelitian menunjukkan hubungan negatif antara *growth opportunities* dengan struktur modal (Myers (1977); Titman & Wessels (1988); Rajan & Zingales (1995); Harris & Raviv (1992); Ghosh & Cai (2000); Booth, dkk. (2001); Padron, dkk., (2005); Gaud, dkk. (2005)). Penelitian lainnya menemukan adanya pengaruh positif *growth opportunities* dengan struktur modal (Wald (1999); Chen (2003); Nadeem dan Wang (2011); Noulas & Genimakis (2011); Ukaegbu & Oino (2012)). Mengacu pada penjelasan diatas, hipotesis kedua pada studi ini adalah:

H₂: *Growth opportunities* memberikan pengaruh negatif pada struktur modal.

Tangibility dan Struktur Modal

Perusahaan yang memiliki tingkat *tangibility* yang tinggi dapat meningkatkan rasio hutang dalam struktur modalnya, karena aset dapat dijadikan sebagai jaminan kepada pemberi pinjaman (Jensen & Meckling, 1976). Sebagian besar *tangibility* memiliki hubungan dengan tingkat rasio hutang yang lebih tinggi dengan catatan, nilai *tangible asset* lebih tinggi dari *intangible assets* apabila terjadi kebangkrutan. Semakin tinggi *tangible assets* perusahaan, maka akan semakin besar kemampuannya untuk mendapatkan hutang yang aman dan semakin sedikit informasi yang mengungkapkan tentang keuntungan perusahaan pada masa mendatang, oleh karena itu diprediksi *tangibility* memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal (Booth, dkk., 2001). *Tangible asset* berfungsi sebagai jaminan dalam hutang bank yang dapat mengurangi risiko pemberi pinjaman dan memungkinkan perusahaan untuk memiliki hutang yang lebih tinggi (Harris dan Raviv, 1991). Semakin besar tingkat *tangible asset*, maka akan semakin tinggi tingkat rasio hutang perusahaan didalam struktur modalnya.

Sejumlah penelitian menemukan pengaruh positif *tangibility* terhadap struktur modal (Long & Maltiz (1985); Friend & Lang (1988); Titman & Wessels (1988); Rajan dan Zingales (1995); Dessi dan Robertson (2003); Chen (2003), Faulkender dan Petersen (2006); Noulas & Genimakis (2011); Fauzi, dkk. (2013)) mendukung teori *trade-off* dan teori keagenan. Hasil penelitian berbeda dikemukakan oleh (Booth, dkk. (2001); Huang & Song (2002); Ali (2011); Ukaegbu & Oino (2012); Črnigoj & Mramor (2015); Alipour, dkk. (2015)) mengemukakan pengaruh negatif *tangibility* terhadap struktur modal. Merujuk pada uraian dan teori di atas, hipotesis ketiga dalam riset ini yaitu:

H₃: *Tangibility* memiliki hubungan positif dengan struktur modal

Non-debt Tax Shield dan Struktur Modal

Non-debt tax shield merupakan pengganti untuk benefit pajak dari pendanaan melalui utang, *firm* dengan tingkat *non-debt tax shield* yang tinggi memiliki level utang yang rendah dalam struktur modalnya (DeAngelo & Masulis, 1980). Perusahaan yang memiliki tingkat investasi yang rendah terkait dengan *tax shield* akan memanfaatkan utang yang lebih tinggi dalam struktur modalnya, sehingga *non-debt tax shield* merupakan pengganti untuk pajak terkait pemanfaatan hutang. Oleh karena itu *non-debt tax shield* memberikan pengaruh negatif pada struktur modal (Bauer, 2004). Bradley, dkk. (1984) mengemukakan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung lebih terdiversifikasi dan karenanya lebih sedikit kemungkinan untuk bangkrut, sehingga cenderung memanfaatkan utang untuk mendapatkan manfaat dari *tax shield*. Penggunaan utang akan mengurangi penghasilan kena pajak dan perusahaan lebih suka memiliki lebih banyak utang, karena akan meningkatkan jumlah uang tunai yang diperoleh. Keberadaan *non-debt tax shield* dapat mengurangi keuntungan optimal dari utang, karena *non-debt tax shield* yang tinggi akan menurunkan ketergantungan pada aspek pengurangan pajak

dari hutang yang menyebabkan terdapatnya hubungan negatif dengan rasio hutang dalam struktur modal perusahaan (Fauzi, dkk., 2013).

Sejumlah penelitian menemukan *non-debt tax shield* memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan (Chaplinsky & Niehaus, 1993; Wiwattanakantang, 1999; Wald, 1999; De Miguel dan Pindado, 2001; Huang & Song, 2002; Bauer, 2004; Huang & Song, 2006; Fauzi, 2013). Hasil penelitian berbeda dikemukakan oleh (Campbell & Jerzemowska, 2001; Lim, 2012) menemukan *non-debt tax shield* berpengaruh positif pada struktur modal. Hipotesis keempat pada studi ini berdasarkan teori diatas adalah:

H₄: *Non-debt tax shield* berhubungan negatif dengan struktur modal

Risiko Bisnis (*Business Risk*) dan Struktur Modal

Business risks adalah salah satu faktor utama penentu struktur modal perusahaan (Castanias (1983); Breatly & Myers (1988); Kale, dkk. (1991). Perusahaan yang terindikasi mempunyai risiko tinggi akan lebih baik menggunakan rasio hutang yang lebih rendah dalam struktur modalnya (Titman & Wessels, 1988). Penggunaan hutang yang tinggi bagi perusahaan yang mengalami risiko bisnis tinggi akan dapat menyebabkan perusahaan mengalami kebangkrutan, karena ketidakmampuan dalam membayar hutang. Potensi risiko gagal bayar terkait dengan volatilitas pendapatan tinggi akan menyebabkan manajer yang menghindari risiko tidak akan menggunakan hutang yang berlebihan dalam struktur modalnya (Mazur, 2007). Teori *Pecking order* mengemukakan, perusahaan dengan tingkat risiko bisnis yang tinggi telah mencoba mengakumulasi uang tunai selama tahun-tahun yang menguntungkan bagi perusahaan untuk kemudian digunakan menutupi kekurangan investasi pada masa yang akan datang (Myers & Majluf, 1984). Sejumlah riset menunjukkan pengaruh yang negatif antara risiko bisnis dengan struktur modal perusahaan (Baxter (1967); Carleton & Silberman (1977); Flath & Knoeber (1980); Bradley, dkk. (1984); Friend & Lang (1988); Nwachukwu & Mohammed (2012)). Penelitian lainnya tidak menemukan keterkaitan antara risiko bisnis dan struktur modal (Titman & Wessels, 1988). Berdasarkan uraian tersebut diatas, hipotesis kelima studi ini adalah:

H₅: *Business risk* memiliki pengaruh negatif pada struktur modal.

METODE PENELITIAN

Riset yang dilakukan ini merupakan jenis penelitian terapan (*applied research*) dengan pendekatan kuantitatif. Data yang dipakai pada penelitian ini merupakan data yang diambil dari website resmi pasar modal Indonesia. Jenis data yang dipakai yaitu data sekunder yang bersumber dari statistik idx, laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan. Penelitian ini juga menggunakan informasi tambahan yang diperlukan yang diperoleh dari artikel, jurnal, teks book dan lain sebagainya. Riset ini menggunakan kombinasi antara data *cross-section* dengan data *time-series* atau disebut juga dengan data panel. Untuk dapat mencapai tujuan penelitian, digunakan perusahaan kecil menengah yang tercatat pada Indeks Papan Pengembangan (DBX) dan yang tercatat di pasar modal Indonesia selama periode 2013 – 2017 dengan total populasi 256 perusahaan dan yang terpilih menjadi sampel yaitu 172 perusahaan karena telah memenuhi kriteria dengan teknik *purposive sampling*.

Semua variabel yang digunakan pada riset ini beserta pengukurannya dapat dilihat pada tabel 1 berikut ini:

Tabel 1. Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Variabel Penelitian	Simbol	Pengukuran
Variabel dependen		
Struktur Modal	CAS	<i>Total Liabilities/Total Asset</i>
Variabel Independen		
Likuiditas	LIQ	<i>Current Asset/Current Liabilities</i>
<i>Growth Opportunities</i>	GRW	<i>Aset Total_t – Aset Total_{t-1}/Aset Total_{t-1}</i>
Tangibility	TAN	<i>Aset Tetap/Aset Total</i>
Non-debt tax shield	NDTS	<i>Penyusutan/Aset Total</i>
Risiko Bisnis	RISK	<i>(ΔEBIT / EBIT)/(Δ Sales / Sales)</i>

Sumber: Mazur (2007); Ukaegbu & Oino (2012); Fauzi (2013) Ukaegbu & Oino (2012); Alipour, dkk. (2015)

Model regresi data panel yang digunakan dalam riset ini diadopsi dari model regresi yang telah diaplikasikan oleh Ukaegbu & Oino (2012) untuk menjawab hipotesis penelitian dengan persamaan regresi sebagai berikut:

$$CAS = a + \beta_1 LIQ + \beta_2 GRW + \beta_3 TAN + \beta_4 NDTS + \beta_5 RISK + e$$

dimana a merupakan konstanta, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ adalah parameter, dan CAS, LIQ, GRW, TAN, NDTS, dan RISK adalah variabel dependen dan independen yang dipakai pada penelitian ini dan sudah dideskripsikan pada tabel 1 diatas.

Pengujian regresi data panel dimulai dengan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji multikolinearitas dan uji heterokedastisitas. Tujuannya adalah untuk memastikan bahwa model persamaan regresi yang dibentuk memiliki akurasi dalam estimasi, tidak bias dan konsisten. Langkah selanjutnya adalah uji model yang terdiri dari uji F dan uji koefisien determinasi untuk mengetahui apakah model yang dibentuk sudah fix dan variabel independen yang dipakai pada riset ini mampu menafsirkan perubahan pada variabel dependen. Pengujian terakhir yang dilakukan adalah uji hipotesis (uji t) untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen yang dipakai pada penelitian ini memiliki pengaruh atau tidak terhadap variabel dependen dengan tingkat error 5%.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil penelitian

Hasil uji multikolinearitas menggambarkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas antar variabel bebas atau dapat dikatakan bahwa seluruh variabel bebas di dalam model regresi penelitian ini telah saling independen karena nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) < 10 (tabel 2). Hasil uji heterokedastisitas dengan menggunakan Breusch Pagan Godfrey (BPG) menunjukkan *P-value obs*R-square* sebesar $0,0000 < 0,05$ yang berarti terdapat masalah heterokedastisitas. Untuk mengatasi masalah heterokedastisitas dalam data panel yang disebabkan oleh komponen *cross section* dan *time series* secara bersamaan, maka digunakan *White's diagonal standard errors* pada saat melakukan proses pengolahan data panel (Nachrowi dan Usman, 2006).

Hasil uji model regresi dengan menggunakan uji chow, hausman dan *langrange multiplier* menunjukkan bahwa model *Random Effect* adalah yang paling cocok dengan penelitian ini karena menggunakan lebih banyak data *cross section* dari pada data *time series* ((Nachrowi dan Usman, 2006). Hasil uji regresi data panel dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini:

Tabel 2. Hasil Uji regresi data panel dan multikolinearitas

Variabel Independen	Koefisien Regresi	Multikolinearitas (VIF)
Likuiditas	-0.0003***	1.021
<i>Growth Opportunities</i>	-0.0002	1.037
<i>Tangibility</i>	-0.1363	1.042
<i>Non-debt Tax Shield</i>	0.6162**	1.027
Risiko Bisnis	-0.0000	1.032
Adjusted R ²	0.7681	
F-statistic	570.1590	
Prob F-statistic	0.0000	

*** signifikan pada 1%

Sumber: Laporan keuangan, data diolah

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa model regresi yang dibuat sudah fix yang terlihat dari nilai Prob F-statistik < 0.05, artinya terdapat hubungan linier antara variabel independen (likuiditas, *growth opportunities*, *tangibility*, *non-debt tax shield*, dan risiko bisnis) dengan variabel dependen (struktur modal). Uji koefisien determinasi menjelaskan bahwa kemampuan variabel bebas dalam menafsirkan perubahan pada variabel terikat sebesar 76.81% (nilai adjusted R²), sisanya sebesar 23.19% dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dipakai pada riset ini.

Hasil uji hipotesis (uji t) sebagaimana terlihat pada tabel 2 di atas menggambarkan bahwa variabel likuiditas memberikan pengaruh negatif dan *non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap struktur modal. Variabel lainnya yaitu *growth opportunities*, *tangibility* dan *business risk* tidak memberikan pengaruh pada struktur modal perusahaan kecil dan menengah pada Indeks Papan Pengembangan (DBX) yang terdaftar di pasar modal Indonesia.

Pembahasan

Likuiditas menggambarkan ketersediaan kas dan aset lancar lainnya yang dimiliki oleh perusahaan. Likuiditas yang tinggi akan membuat proporsi penggunaan hutang dalam perusahaan semakin menurun, karena aset lancar perusahaan dapat digunakan untuk menutupi kewajiban lancar perusahaan dan untuk kegiatan investasi yang akan menyebabkan turunnya penggunaan hutang perusahaan. Hasil uji hipotesis mengindikasikan bahwa likuiditas memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan kecil dan menengah yang tercatat pada Indeks Papan Pengembangan (DBX) pasar modal Indonesia selama periode 2013 – 2017. Hasil riset ini sesuai dengan teori *pecking order* yang mengemukakan bahwa likuiditas yang tinggi akan mendorong perusahaan untuk memanfaatkan dana *cash* yang tersedia sebagai sumber pendanaan internal yang tentunya akan mengurangi penggunaan dana yang berasal dari eksternal dalam struktur modal perusahaan (Myers & Majluf, 1984). Frieder dan Martell, 2006, juga mengatakan, likuiditas perusahaan yang semakin tinggi akan membuat pemanfaatan utang dalam struktur modal perusahaan semakin rendah.

Hasil studi ini sesuai dengan research yang dilakukan oleh (Myers & Rajan (1998); Panno (2003); Eriotis, dkk. (2007); Sheikh & Wang (2011); Udomsirikul, dkk. (2011); Šarlija & Harc (2012); Ukaegbu & Oino (2014); Sharma & Paul (2015)) yang mengemukakan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif pada struktur modal perusahaan. Penelitian ini tidak sesuai dengan studi sebelumnya (Mateev, Poutziouris & Ivanov, 2013) yang menemukan hubungan positif antara likuiditas dengan struktur modal perusahaan.

Perusahaan dengan tingkat *growth opportunities* yang tinggi cenderung memiliki *free cash flow* yang besar yang dapat dimanfaatkan untuk kegiatan investasi perusahaan dari pendanaan internal, sehingga dapat mengurangi ketergantungan perusahaan terhadap penggunaan hutang sebagaimana dikemukakan oleh (Jensen, 1986), biaya agency dari *free cash flow* dapat dikurangi apabila perusahaan memiliki *growth opportunities* yang tinggi, sehingga tidak bergantung pada hutang. Hasil pengujian hipotesis mengindikasikan bahwa *growth*

opportunities tidak mempunyai hubungan dengan struktur modal. Kondisi ini menggambarkan bahwa tinggi atau rendahnya *growth opportunities* tidak memberikan pengaruh terhadap perubahan struktur modal perusahaan. Perusahaan kecil dan menengah yang terdaftar di Pasar Modal Indonesia akan selalu berusaha memenuhi kebutuhan dananya meskipun *growth opportunities* perusahaan sedang tinggi atau rendah. Pada saat *growth opportunities* perusahaan tinggi, maka penggunaan hutang dalam struktur modal akan disesuaikan dengan kecukupan dana internal dan pada saat *growth opportunities* rendah, perusahaan harus berusaha untuk mendapatkan pendanaan eksternal baik berupa hutang bank, obligasi, maupun pasar modal untuk dapat memenuhi kebutuhan dana perusahaan, meskipun akses perusahaan kecil dan menengah lebih terbatas apabila dibandingkan dengan perusahaan besar. Hasil riset ini bertentangan dengan teori *trade-off*, *pecking order* dan *signalling*. Hasil studi ini tidak sesuai dengan sejumlah hasil riset terdahulu yang menemukan bahwa *growth opportunities* berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Myers,1977; Titman dan Wessels,1988; Rajan dan Zingales,1995; Harris dan Raviv,1992; Ghosh dan Cai,2000; Booth, dkk.,2001; Padron, dkk.,2005; Gaud, dkk.,2005).

Untuk dapat memenuhi kebutuhan dana perusahaan terutama yang berasal dari eksternal seperti hutang, perusahaan tentunya membutuhkan jaminan, agar pemberi pinjaman dapat memenuhi permintaan perusahaan. Aset tetap perusahaan merupakan jenis aset yang dapat dimanfaatkan oleh perusahaan sebagai jaminan. Semakin tinggi jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan, maka menggambarkan semakin besar jaminan yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat dimanfaatkan untuk memperoleh pinjaman dan memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan lebih banyak pinjaman. Hasil uji statistik mengindikasikan bahwa *tangibility* tidak memberikan pengaruh pada keputusan struktur modal perusahaan. Kondisi ini menjelaskan bahwa struktur aset tetap pada perusahaan kecil dan menengah tidak memiliki peran dalam keputusan struktur modal perusahaan. Perusahaan kecil dan menengah umumnya memiliki aset tetap yang jauh lebih sedikit dibandingkan dengan perusahaan besar yang mengakibatkan mereka terbatas dalam mendapatkan akses pendanaan dari bank. Hasil penelitian ini bertentangan dengan *trade-off theory* dan *agency theory* serta sejumlah penelitian terdahulu yang mengatakan bahwa *tangibility* memberikan pengaruh positif pada struktur modal (Long dan Maltiz, 1985; Friend dan Lang, 1988; Titman dan Wessel, 1988; Rajan dan Zingales, 1995; Dessi dan Robertson,2003; Chen, 2003, Faulkender dan Petersen, 2006; Noulas dan Genimakis, 2011; Fauzi, dkk., 2013).

Non-debt tax shield memiliki peranan sebagai pengganti untuk *tax benefit* dari pendanaan melalui utang. Keberadaan *non-debt tax shield* dapat mengurangi keuntungan optimal dari utang, karena *non-debt tax shield* yang tinggi akan menurunkan ketergantungan pada aspek pengurangan pajak dari hutang yang menyebabkan terdapatnya hubungan negatif dengan rasio hutang dalam struktur modal perusahaan. Perusahaan sudah menikmati manfaat pajak tanpa perlu lagi untuk menerbitkan hutang guna mendapatkan pengurangan pajak melalui bunga pinjaman. Hasil uji hipotesis menggambarkan bahwa *non-debt tax shield* memberikan pengaruh positif pada struktur modal. Kondisi ini menjelaskan bahwa semakin tinggi level *non-debt tax shield*, maka dapat menyebabkan semakin tinggi pemanfaatan utang dalam struktur modal perusahaan. Penggunaan utang pada perusahaan kecil dan menengah yang terus meningkat seiring dengan bertambahnya *non-debt tax shield* bisa terjadi karena perusahaan kecil dan menengah masih memerlukan lebih banyak aset berwujud, sehingga hutang masih merupakan metode yang disukai untuk membiayai aset berwujud perusahaan. Hasil studi ini sejalan dengan riset terdahulu (Campbell & Jerzemowska, 2001; Lim, 2012) yang mendapatkan adanya pengaruh positif *non-debt tax shield* pada struktur modal perusahaan. Temuan riset ini tidak sejalan dengan sejumlah penelitian terdahulu yang menemukan pengaruh negatif *non-debt tax shield* terhadap struktur modal (Chaplinsky & Niehaus, 1993; Wiwattanakantang, 1999; Wald, 1999; De Miguel dan Pindado, 2001; Huang dan Song, 2002; Bauer (2004); Huang dan Song, 2006; Fauzi, 2013).

Business risk telah menjadi salah satu faktor utama penentu keputusan struktur modal perusahaan karena sangat berkaitan dengan seberapa besar tingkat kegagalan bisnis perusahaan

yang dapat menyebabkan perusahaan mengalami kebangkrutan. Risiko bisnis yang tinggi seharusnya membuat perusahaan lebih hati-hati dalam penggunaan pendanaan dari eksternal terutama yang bersumber dari utang, karena dapat mengakibatkan perusahaan mengalami gagal bayar yang berdampak pada kebangkrutan. Tingkat risiko bisnis yang semakin meningkat akan membuat perusahaan semakin mengurangi penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan untuk menghindari perusahaan dari potensi kebangkrutan. Perusahaan yang berisiko umumnya kesulitan dalam mendapatkan dana, karena kurangnya kepercayaan kreditur dan juga investor terhadap perusahaan. Hasil uji hipotesis menggambarkan bahwa *business risk* tidak memberikan pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Kondisi ini mendeskripsikan bahwa risiko bisnis tidak mempunyai peranan dalam mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan kecil dan menengah. Akses pendanaan eksternal perusahaan kecil dan menengah lebih ditentukan oleh kepercayaan kreditur dan investor terhadap perusahaan, bukan karena tinggi atau rendahnya *risk* bisnis perusahaan. Hasil riset ini sesuai dengan penelitian (Titman & Wessels, 1988); Viviani, 2008; Cassar dan Holmes, 2003; Su, 2010; Ezeoha, 2011) yang tidak menemukan adanya hubungan antara risiko bisnis dengan struktur modal. Studi ini tidak sesuai dengan sejumlah hasil penelitian terdahulu yang mengatakan bahwa adanya hubungan negatif risiko bisnis dengan struktur modal (Baxter, 1967; Carleton & Silberman, 1977; Flath dan Knoeber, 1980; Bradley, dkk., 1984; Friend dan Lang, 1988; Nwachukwu dan Mohammed, 2012).

KESIMPULAN

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan kecil dan menengah yang tercatat di Indeks Papan Pengembangan (DBX) pasar modal Indonesia. Hasil riset menggambarkan bahwa variabel likuiditas memberikan pengaruh negatif pada struktur modal perusahaan dan *non-debt tax shield* mempunyai hubungan yang positif dengan struktur modal perusahaan. Variabel lainnya yaitu *growth opportunities*, *tangibility* dan *business risk* tidak memberikan pengaruh pada struktur modal perusahaan. Kondisi ini menggambarkan bahwa tidak semua variabel yang dijadikan sebagai faktor penentu struktur modal perusahaan besar sesuai untuk diterapkan pada perusahaan kecil dan menengah. Dalam penelitian ini hanya likuiditas dan *non-debt tax shield* yang memberikan pengaruh cukup kuat secara statistik terhadap perubahan keputusan struktur modal perusahaan. Secara keseluruhan hasil riset ini lebih sesuai dengan teori *pecking order* yang dipublikasikan oleh Myers dan Majluf (1984) dari pada teori *trade-off* Modigliani dan Miller (1963). Perusahaan kecil dan menengah merupakan perusahaan yang belum stabil yang masih perlu untuk mengoptimalkan penggunaan dana internalnya dibandingkan dengan lebih banyak menggunakan dana eksternal untuk menjaga bisnis perusahaan tetap bisa berjalan dan terus bertumbuh serta terhindar dari potensi kebangkrutan.

KETERBATASAN DAN FUTURE RESEARCH

Riset ini masih mempunyai sejumlah keterbatasan yang mungkin akan memberikan pengaruh terhadap hasil studi. Pertama, riset ini hanya memakai perusahaan kecil menengah yang terdaftar di pasar modal Indonesia dengan jumlah sampel yang masih terbatas selama periode 2013 – 2017. Kedua, studi ini masih menggunakan variabel independen yang masih terbatas, yaitu hanya lima variabel independen. Oleh karena itu disarankan kepada peneliti lainnya untuk menggunakan sampel yang lebih luas dan variabel independen yang lebih banyak sesuai dengan teori dan penelitian terdahulu

REFERENSI

- Ali, A., A. (2011). Determinants of capital structure of Jordanian mining and extraction industries. Empirical evidence. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 29(29), pp.156–164.

- Alipour, M., Mohammadi, M., F., S., & Derakhshan, H. (2015). *International Journal of Law and Management*, 57(1), pp.53–83.
- Anderson, R., W., & Carverhill, A. (2012). Corporate Liquidity and Capital Structure. *The Review of Financial Studies*, 25(3), pp.797–837.
- Bartholdy, J., & Mateus, C. (2005). Debt and taxes: Evidence from bank-financed small and medium-sized firms. *12th annual conference of the multinational finance society, Athens, Greece*.
- Bauer, P. (2004). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*, 54, pp.2–21.
- Baxter, N. (1967). Leverage, risk of ruin and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 22, 395–403.
- Bhaird, Ciarán mac an, & Lucey, B. 2010. Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, 35, pp.357–375.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 56(1), pp.87–130.
- Bradley, M., Jarrel, G., A., & Kim, E., H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 39(3), pp.857–880.
- Brealy, R. and Myers, S. (1988). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York.
- Campbell, K., & Jerzemowska, M. (2001). Capital Structure Decisions Made by Companies in a Transitional Economy. In D. Zarzecki (Ed.). *Financial management, objectives – organisation – tools*, pp.51–76.
- Carleton, W., T., & Silberman, I., H. (1977). Joint determination of rate of return and capital structure: An econometric analysis. *The Journal of Finance*, 32(3), pp.811–821.
- Castanias, R. (1983). Bankruptcy risk and optimal capital structure. *The Journal of Finance*, 38(5), pp.1617–1635.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting and Finance*, 43(2), pp.123–147.
- Chakraborty, I. (2015). The Effect of Business Risk on Capital Structure of Indian Corporate Firms: Business Groups vs. Stand-alone Firms. *Global Economic Review: Perspectives on East Asian Economies and Industries*, 44(2), pp.237–268.
- Chen, J., & Strange, R. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructring* 38, pp.11–35.
- Chen, J., J. (2003). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(1), pp.1341–1351.
- Chaplinsky, S., & Niehaus, G. (1993). Do inside ownership and leverage share common determinants? *Quarterly Journal of Business and Economics*, 32(4), pp.51– 65.
- Črnigoj, M., & Mramor, D. (2015). Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 45(1), pp.72–89.
- De Angelo, H., & Masulis R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), pp.3–29.
- De Miguel, A. & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7(1), pp.77–99.
- Dessi, R., & Robertson, D. (2003). Debt, incentives and performance: Evidence from UK panel data. *The Economic Journal*, 113,(490), pp.903–919.
- Eriotis, N., Vasiliou, D. & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), pp.321–331.
- Ezeoha, A., E. (2011). Firm versus industry financing structures in Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, 2(1), pp.42–55.
- Faulkender, M. & Petersen, M.A. (2006). Does the source of capital affect capital structure?. *The Review of Financial Studies*, 19(1), pp.45–79.
- Fauzi, F., Basyith, A., & Idris, M. (2013). The Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of New Zealand-Listed Firms. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), pp.1–21.

- Flath, D. & Knoeber, C. (1980). Taxes, failure costs and optimal industry capital structure: An empirical test. *The Journal of Finance*, 35(1), pp.99–117.
- Frieder, L., & Martell, R. (2006). On capital structure and the liquidity of a firm's stock. *Working paper*, Purdue University.
- Friend, I., & Lang, L., H., P. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, 43, pp.271– 281.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*, 11, pp.51–69.
- Ghosh, A., & Cai, F. (2000). The determinants of capital structure. *American Business Review*, 18, pp.129–132.
- Hall, G., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2000). Industry effects on the determinants of unquoted SMEs' capital structure. *International Journal of the Economics of Business*, 7, pp.297–312.
- Hall, G., Hutchinson, P., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structure of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(5), pp.711–728.
- Harris, M., & Raviv, A. (1992). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 39, pp.127–145.
- Heshmati, A. (2001). The dynamics of capital structure: evidence from Swedish micro and small firms, SSE/EFI. *Working Paper Series in Economics and Finance No. 440*, Department of Economic Statistics, Stockholm School of Economics, Stockholm.
- Huang, S., G. & Song, F., M. (2002). Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy. *Working paper 1042*.
- Huang, S., G. & Song, F., M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17, pp.14– 36.
- Jalilvand A., & Harris R. (1984). Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study. *Journal of Finance*, 39(1), pp.127– 45.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, pp.323–329.
- Kale, J., R., Noe, T., H., & Ramirez, G., G. (1991). The effect of business risk on corporate capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 46(5), pp.1693–1715.
- Lim, Thian Cheng. (2012). Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China. *International Journal of Economics and Finance*, 4(3), pp.191–203.
- Lipson, M., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*, 611–644.
- Long, M., & Maltiz, I. 1985. The investment-financing nexus: some empirical evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 3, pp.53–59.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53, pp.433 – 33.
- Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis. *Research in International Business and Finance*, 27, pp.28–51.
- Mazur K. (2007). The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies. *International Atlantic Economic Society* 13, pp.495 – 514. DOI 10.1007/s11294-007-9114-y.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12, pp.113–130.
- Morri, G., & Beretta, C. (2008). The capital structure determinants of REITs. Is it a peculiar industry?. *Journal of European Real Estate Research*, 1(1), pp.6–57.
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, pp.147–175.

- Myers, S., C., & Rajan, R., G. (1998). The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), pp.733–771.
- Nachrowi, Djalal dan Hardius Usman. (2006). Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan, Jakarta: LPFE Universitas Indonesia.
- Nadeem, A., S., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure. An empirical study of firms in manufacturing industry in Pakistan. *Journal of managerial finance*, 37(2), pp.117–133.
- Nwachukwu, J., & Mohammed, D. (2012). Business Risk, Industry Affiliation, and Corporate Capital Structure: Evidence From Publicly Listed Nigerian Companies. *Journal of African Business*, 13(1), pp.5–15.
- Noulas, A., & Genimakis, G. (2011). The determinants of capital structure choice: evidence from Greek listed companies. *Applied Financial Economics*, 21(6), pp.379–387.
- Padron, Y. G., Apolinario, R. M. C., Santana, O. M., Conception, M., Martel, V., & Sales, L. J. (2005). Determinant factors of leverage: An empirical analysis of Spanish corporations. *Journal of Risk Finance*, 6(1), pp.60–68.
- Panno, A. (2003). An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience. *Applied Financial Economics*, 13, pp.97–112.
- Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific?. *Small Bus Econ*, 33, pp.319–333.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international Data. *Journal of Finance*, L(5), pp.1421–1460.
- Ray, Sarbapriya. (2012). Determinants of capital structure of aluminium industry in India: a post liberalisation period analysis. *Int. J. Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 8(4), pp.355–372.
- Šarlija, N., & Harc, M. (2012). The impact of liquidity on the capital structure: a case study of Croatian firms. *Business Systems Research*, 3(1), pp.30–36.
- Sharma, P., & Paul, S. (2015). Does Liquidity Determine Capital Structure? Evidence from India. *Global Business Review*, 16(1), pp.84–95.
- Sheikh, N.A. & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure an empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), pp.117–133.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from A 1994–1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*, 25(5), pp.447–457.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financial policies. *Journal of Financial Economics*, 26, pp.3–27.
- Su, L., D. (2010). Ownership structure, corporate diversification and capital structure evidence from China's publicly listed firms. *Management Decision*, 48(2), pp.314–339.
- Thippayana, P. (2014). Determinants of Capital Structure in Thailand. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 143, pp.1074–1077.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), pp.1–19.
- Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2011). Liquidity and capital structure: The case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*, 21, pp.106–117.
- Ukaegbu, B., & Oino, I. (2014). The determinants of capital structure. *African Journal of Economic and Management Studies*, 5(3), pp.341–368.
- Viviani, J. (2008). Capital structure determinants: an empirical study of French companies in the wine industry. *International Journal of Wine Business Research*, 20(2), pp.171–194.
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. *Journal of Financial Research*, 22, pp.161–187.
- Wijst, V., D., D., & Thurik, R. (1993). Determinants of small firm debt ratios: An analysis of retail panel data. *Small Business Economics*, 5, pp.55–65.
- Zingales, L. (2000). In search of new foundations. *The Journal of Finance*, 55, pp.1623–1653.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, pp.371–403.

TENTANG PENULIS

Deskripsikan mengenai penulis yang terdapat pada artikel ini.

Penulis pertama	Penulis kedua	Penulis ketiga
<p>Saya menyelesaikan pendidikan S2 pada Program Magister Manajemen, Universitas Gadjah Mada dengan konsentrasi manajemen keuangan. Saat ini saya sedang menjalani pendidikan S3 pada Program Doktor Manajemen, Universitas Pendidikan Indonesia dengan konsentrasi manajemen keuangan. Saya sedang mengembangkan penelitian saya ke Perilaku Keuangan sebagai bahan kajian yang masih memiliki banyak peluang untuk dikembangkan. Berbagai paper yang pernah saya tulis lebih banyak ke <i>corporate finance</i> dengan menggunakan perusahaan yang listing dipasar modal. Baru satu paper yang saya tulis bersama mahasiswa dan telah publish di jurnal scopus Q4 tentang perilaku investor.</p> <p>Email: gusni.tanjung@widyatama.ac.id/ gusni.tanjung@upi.edu</p>	<p>Saya adalah seorang Profesor dibidang Akuntansi dan Keuangan dan menjadi pengajar pada Program Doktor Manajemen, Universitas Pendidikan Indonesia. Saya telah melakukan berbagai penelitian dibidang Akuntansi dan Keuangan dan telah dipublikasikan pada berbagai jurnal, baik nasional maupun internasional. Saat ini saya sedang mengembangkan penelitian pada perilaku investor.</p> <p>Email: nugraha@upi.edu</p>	<p>Saya adalah seorang Doktor manajemen keuangan dan menjadi pengajar pada Program Doktor Manajemen, Universitas Pendidikan Indonesia. Saya telah menulis berbagai paper dengan bidang kajian keuangan dan telah di seminarkan pada berbagai seminar nasional dan internasional dan telah dipublikasikan pada berbagai jurnal nasional dan internasional. Saat ini saya mencoba mengembangkan penelitian ke bidang kajian <i>investor behavior</i></p> <p>Email: mayasari@upi.edu</p>

