

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PADA INDUSTRI *CONSUMER GOODS* YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2007-2011

Jemmi Halim Liem

Manajemen/Fakultas Bisnis dan Ekonomika
jemmi.liem@yahoo.com

Dr. Werner R. Murhadi, S.E., M.M.

Manajemen/Fakultas Bisnis dan Ekonomika
werner@staff.ubaya.ac.id

Bertha Silvia Sutejo, S.E., M.Si.

Manajemen/Fakultas Bisnis dan Ekonomika
bertha7381@yahoo.com

Abstract – Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor – faktor apa saja yang mempengaruhi struktur modal pada badan usaha industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007 – 2011. Teori yang terkait ialah *trade-off theory*, *pecking order theory*, dan *agency theory*. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif model Least Square (LS). Penelitian ini menggunakan objek penelitian berupa badan usaha industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007 – 2011. Jumlah objek penelitian yang digunakan adalah sebesar 29 badan usaha. Temuan penelitian ini yaitu variabel profitabilitas dan *non-debt tax shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Di lain sisi, variabel struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan dan variabel *growth* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal.

Kata kunci: struktur modal, profitabilitas, *growth*, ukuran perusahaan, struktur aktiva, *non-debt tax shield*

Abstract – *The aims of this research is to understand the factors affecting the capital structure for consumer goods enterprises enlisted in Indonesian Stock Exchange period 2007-2011. The related theories being used in this research are trade-off theory, pecking order theory, and agency theory. This research uses quantitative perspective with Least Square (LS). Objects used in this research are consumer goods enterprises enlisted in Indonesian Stock Exchange period 2007-2011. About 29 objects are investigated. After conducting this research, the writer found that profitability variable and non-debt tax shield variable has significant negative effects to the capital structure. On the other hand, Assets Structure have significant positive effects to the capital structure. Furthermore, firm's size has insignificant negative effects and growth variable has insignificant positive effects to the capital structure.*

Keywords: *capital structure, profitability, growth, size, assets structure, non-debt tax shield.*

PENDAHULUAN

Struktur modal selalu menjadi topik yang menarik untuk di kaji lebih lanjut. Menurut Murhadi (2011), struktur modal merupakan topik yang komplek dan salah satu faktor yang menentukan nilai perusahaan. Struktur modal itu penting bagi perusahaan karena jika struktur modal suatu perusahaan mengalami *error*, hal ini dapat menimbulkan biaya bagi perusahaan serta dapat mengakibatkan suatu perusahaan tidak efisien. Sedangkan struktur modal yang baik dapat meminimumkan biaya modal dan memaksimumkan nilai perusahaan yang mencerminkan harga saham suatu perusahaan serta kesejahteraan pemegang saham. Keputusan mengenai penggunaan utang atau ekuitas dalam pembiayaan investasi di pegang sepenuhnya oleh manager keuangan. Disini peran manajer keuangan sangat besar guna menemukan proporsi penggunaan dana investasi yang tepat bagi perusahaan. Hal ini untuk menentukan nilai dan meminimalkan risiko yang besar terkait penggunaan utang.

Riyanto (1995) dalam Nurrohm (2008) menyatakan struktur modal adalah pembelanjaan permanen yang mencerminkan pertimbangan atau perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasinya, maka dengan hanya melihat struktur modal perusahaan, investor dapat mengetahui keseimbangan antara risk dan return. Perusahaan dituntut untuk bijak dalam menentukan tingkat utang yang digunakan. Hal ini berkaitan juga dengan kewajiban yang harus mereka penuhi.

Selain menggunakan dana eksternal seperti utang perusahaan juga dapat menerbitkan saham untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Utang dan penerbitan saham termasuk dalam sumber dana eksternal. Perusahaan juga dapat menggunakan sumber dana internalnya, yaitu laba di tahan. Kedua jenis sumber dana tersebut memiliki kelemahan dan kelebihan. Penggunaan utang dapat meminimalkan biaya modal dan meningkatkan ROE bagi pemegang saham. Disisi lain, penggunaan utang yang tinggi dan penggunaan yang tidak bijak akan memunculkan biaya keagenan utang yang tinggi dan akhirnya merugikan pemegang saham. Penggunaan dana internal terbilang sangat baik karena perusahaan mengurangi ketergantungan dari pihak luar. Tetapi disisi lain jumlah

laba di tahan tidak terlalu besar, sehingga untuk kebutuhan dana yang sangat tinggi perusahaan cenderung harus menggunakan sumber dana eksternal.

Murhadi (2011) melakukan pengujian terhadap perbedaan penentuan struktur modal pada perusahaan yang ada pada sektor pertambangan di negara ASEAN. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 70 perusahaan yang ada dalam sektor pertambangan dengan kriteria sampel yang digunakan adalah perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan lengkap dan tersedia di database Osiris. Penelitian ini menggunakan 6 variabel, variabel dependen yang digunakan adalah utang, sedangkan variabel independennya adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, *asset tangibility*, pertumbuhan perusahaan dan *non-debt tax shield*. Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan antara *asset tangibility* dan ukuran perusahaan terhadap utang. Untuk *non-debt tax shield* hasilnya positif tidak signifikan, sedangkan profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap leverage.

Nurrohim (2008) melakukan pengujian terhadap faktor–faktor yang mempengaruhi struktur modal di perusahaan manufaktur yang terdaftar di Jakarta Stock Exchange pada tahun 2001–2005. Penelitian ini menggunakan 5 variabel, antara lain *capital structure* sebagai variabel dependen, sedangkan variabel independen yang digunakan antara lain profitabilitas, *fixed asset ratio*, kontrol kepemilikan, *assets structure*. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan antara profitabilitas terhadap struktur modal. *Assets structure* dan *fixed asset ratio* menunjukkan pengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan kontrol kepemilikan memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap struktur modal.

Sulistyowati (2009) melakukan pengujian terhadap faktor – faktor yang mempengaruhi struktur modal di perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2004–2007. Penelitian ini menggunakan 7 variabel, antara lain *leverage* sebagai variabel dependen. *Tangibility*, *profitability*, *growth*, *non-debt tax shields*, *cash holding*, *firm size* menjadi variabel independen. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan antara *tangibility*, *non-debt tax shields* dan *firm size* terhadap *leverage*. Untuk *growth*

dan *cash holding* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*, sedangkan *profitability* memiliki pengaruh negatif tidak signifikan.

Penelitian ini menggunakan objek berupa perusahaan industri *Consumer Goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dikarenakan oleh beberapa alasan yaitu, jumlah penjualan barang konsumsi yang relatif stabil dan tidak banyak dipengaruhi oleh situasi perekonomian negara. Hal ini disebabkan barang konsumsi termasuk barang kebutuhan sehari-hari atau kebutuhan primer. Oleh karena itu, dengan penjualan yang relatif stabil maka terdapat kecenderungan laba yang lebih besar dan perusahaan dapat lebih banyak membiayai proses operasionalnya dengan dana tersebut.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, *growth*, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan *non-debt tax shield* terhadap struktur modal pada perusahaan di industri *Consumer Goods* yang terdaftar di BEI selama periode 2007-2011. Dan penelitian ini menggunakan 29 perusahaan industri *Consumer Goods* yang mengeluarkan laporan keuangan setiap tahun dan diaudit, serta tidak dalam proses delisting dan desuspen. Hipotesisnya adalah:

1. $H_0 : \beta_1 \geq 0$, profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal
 $H_1 : \beta_1 < 0$, profitabilitas berpengaruh secara negatif signifikan terhadap struktur modal.
2. $H_0 : \beta_1 \geq 0$, *growth* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal
 $H_1 : \beta_1 < 0$, *growth* berpengaruh secara negatif signifikan terhadap struktur modal.
3. $H_0 : \beta_1 \leq 0$, ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.
 $H_1 : \beta_1 > 0$, ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap struktur modal.
4. $H_0 : \beta_1 \leq 0$, struktur aktiva tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.
 $H_1 : \beta_1 > 0$, struktur modal berpengaruh secara positif signifikan terhadap struktur modal.

5. $H_0 : \beta_1 \geq 0$, *non-debt tax shield* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal
 $H_1 : \beta_1 < 0$, *non-debt tax shield* berpengaruh secara negatif signifikan terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Prosedur pengumpulan data

Prosedur pengumpulan data adalah sebagai berikut: (1) Menetapkan data yang diperlukan sesuai dengan variabel yang diukur dalam proses penelitian ini; (2) Mencari dan mengunduh data sekunder dari situs penyedia data IDX; (3) Mengolah data mentah yang diperoleh sesuai dengan kebutuhan analisis; (4) Membuat tabulasi data.

Metode Pengolahan data

Dalam penelitian ini, hipotesis diuji dengan menggunakan regresi linier berganda. Dalam rangka untuk mengidentifikasi gejala asumsi klasik dengan tujuan agar model regresi dapat menghasilkan penduga yang tidak bias (sahih). Pengujian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi uji data menggunakan uji normalitas (uji *Jarque-Berra*), uji multikolinearitas (koefisien korelasi), autokorelasi (Durbin-Watson), dan heteroskedastisitas (uji *White*). Setelah uji asumsi klasik telah selesai, penelitian dilanjutkan dengan analisis regresi dan uji hipotesis. Langkah pertama dalam menganalisis model regresi menentukan regresi yang digunakan dalam penelitian. Persamaan yang digunakan untuk pengujian hipotesis adalah:

$$DR = \alpha + \beta_1 ROA + \beta_2 GROWTH + \beta_3 TA + \beta_4 TANG + \beta_5 NDTS + e$$

Keterangan:

DR = *Debt Ratio* pada badan usaha *i* pada periode *t*

α = Konstanta (intercept)

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = Koefisien regresi

ROA = Profitabilitas pada badan usaha *i* pada periode *t*

- GROWTH = Tingkat pertumbuhan pada badan usaha i pada periode t
- TA = Ukuran perusahaan pada badan usaha i pada periode t
- TANG = *Tangibility* pada badan usaha i pada periode t
- NDTS = *Non-debt tax shield* pada badan usaha i pada periode t
- e* = Kesalahan (standar error)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Debt Ratio*. Definisi *Debt Ratio* adalah rasio keuangan yang mengindikasikan persentase aset perusahaan yang disediakan melalui utang. Variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini antara lain: profitabilitas, *growth*, ukuran perusahaan, struktur aktiva, *non-debt tax shield*

Peneliti mengharapkan bahwa koefisien masing-masing variabel independen signifikan pada tingkat 5%. Analisis regresi linier dengan menggunakan *Eviews 4.1 for windows* diperlukan untuk menjawab hipotesis dan analisis tambahan untuk mendapatkan nilai konstanta dan koefisien dari setiap variabel dalam regresi linier. Analisis regresi yang perlu dilakukan adalah F-test (untuk menguji dampak dari variabel independen terhadap variabel dependen secara bersamaan). Dan T-test (untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1
Persamaan Regresi Linier

Variabel	All Sample	
	Coefficient	t-Statistic
(Konstanta)	0.131263	0.871083
ROA	-0.276559*	-3.488177
GROWTH	0.090632	1.832151
TA	-0.003382	-0.285126
TANG	0.182361*	2.352163
NDTS	-4.406125*	-4.444775
Adjusted R-squared	0.2706	
F-statistic	10.31264	

Keterangan: *signifikan 5%

Variabel profitabilitas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hasil tersebut membuktikan bahwa hipotesis 1 diterima. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa jika variabel profitabilitas mengalami kenaikan maka menyebabkan penurunan terhadap variabel utang dan begitu pula sebaliknya. Didukung oleh penelitian Myers (1984) dalam Murhadi (2011) menyebutnya 'pecking order theory' yang menyatakan bahwa perusahaan lebih prefer menggunakan pendanaan internal yang bersumber dari laba ditahan, kemudian menerbitkan utang dan terakhir baru menerbitkan saham. Bevan dan Danbolt (2002) dalam Murhadi (2011) menyatakan bahwa semakin tinggi profit suatu perusahaan maka semakin besar dana internalnya sehingga penggunaan utang seharusnya akan berkurang. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Murhadi (2011) dan Nurrohimi (2008) yaitu variabel profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan maka akan berdampak semakin rendah tingkat utangnya karena telah memiliki dana internal yang cukup untuk mendanai investasinya.

Variabel *growth* mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini membuktikan bahwa hipotesis 2 ditolak. Hubungan positif ini menunjukkan bahwa jika variabel *growth* mengalami kenaikan maka menyebabkan kenaikan terhadap variabel utang dan begitu pula sebaliknya. Hal ini didukung dengan penelitian Um (2001) dalam Murhadi (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang sedang bertumbuh mendapatkan tekanan untuk membiayai kesempatan investasinya yang melebihi laba ditahan yang ada, sehingga sesuai 'pecking order' maka perusahaan lebih senang menggunakan utang daripada ekuitas. Berdasarkan pada teori informasi asimetris pada kasus perusahaan di Libya, maka terdapat hubungan positif antara pertumbuhan dengan utang perusahaan. Booth et al. (2001) dalam Murhadi (2011) menyatakan bahwa hubungan ini umumnya adalah positif di berbagai Negara yang menjadi sampel penelitian kecuali untuk Korea Selatan dan Pakistan. Sedangkan Pandey (2001) dalam Murhadi (2011) menemukan hubungan positif antara pertumbuhan dan utang baik utang jangka panjang maupun jangka pendek di Malaysia. Variabel *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap utang disebabkan karena

peningkatan aset tidak serta merta membuat utang perusahaan meningkat. Perusahaan yang memiliki aliran kas melimpah dapat menggunakan dana internalnya untuk melakukan pembelian aset tanpa harus menggunakan utang. Temuan ini tidak konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Murhadi (2011) dan Sulistyowati (2009) yang berpendapat bahwa ada hubungan negatif dan signifikan antara *growth* dan struktur modal.

Variabel ukuran perusahaan mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini membuktikan bahwa hipotesis 3 dapat ditolak. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa jika variabel ukuran perusahaan mengalami kenaikan maka akan menyebabkan penurunan terhadap variabel utang dan begitu pula sebaliknya. Titman dan Wessel (1988) dalam Hadianto (2007) menyatakan penerbitan ekuitas pada perusahaan kecil lebih banyak mengeluarkan biaya daripada perusahaan besar. Dengan kata lain, semakin besar ukuran perusahaan, biaya penerbitan ekuitas menjadi lebih murah. Pengaruh yang tidak signifikan disebabkan karena kenaikan ukuran perusahaan belum tentu akan menyebabkan kenaikan struktur modal. Kenaikan ukuran perusahaan yang diukur dengan menggunakan natural logaritma asset total sangat kecil setiap tahun tidak mempengaruhi kenaikan utang secara signifikan (lihat lampiran 2). Temuan ini tidak konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Murhadi (2011) dan Sulistyowati (2009) yang berpendapat bahwa ada hubungan positif antara ukuran perusahaan dan struktur modal. Akan tetapi konsisten dengan penelitian Nurrohm (2008) yang berpendapat bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan.

Variabel *tangibility* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini membuktikan bahwa hipotesis 4 diterima. Hubungan positif menunjukkan bahwa bila variabel *tangibility* mengalami kenaikan maka menyebabkan kenaikan terhadap variabel utang dan begitu pula sebaliknya. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya, yaitu oleh Wiwattanakantang (1999) di Thailand dalam Murhadi (2011) dan Um (2001) di Korea dalam Murhadi (2011) menemukan hasil terdapatnya hubungan positif antara aset nyata dan utang. Titman dan Wessels (1988) dalam Sulistyowati (2008) menyatakan bahwa semakin banyak *tangibility* yang dimiliki oleh perusahaan, maka semakin

banyak jaminan asset yang dapat digunakan untuk mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang. Hasil temuan ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Murhadi (2011) dan Sulistyowati (2009) yang menyatakan *tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Variabel *non-debt tax shield* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hasil tersebut membuktikan bahwa hipotesis 5 diterima. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa jika variabel *non-debt tax shield* mengalami kenaikan maka akan menyebabkan penurunan terhadap variabel utang dan begitu pula sebaliknya. Didukung oleh penelitian DeAngelo dan Masulis (1980) dalam Murhadi (2011) menunjukkan model struktur modal yang optimal sehubungan dengan adanya pajak baik personal maupun badan, dan *non-debt tax shield* (penghematan pajak dari akun non-utang). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengurangan pajak dari depresiasi akan mensubstitusikan manfaat pajak dari pendanaan secara kredit. Sehingga perusahaan dengan *non-debt tax shield* yang besar akan menggunakan sedikit utang. Temuan ini tidak konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Murhadi (2011) dan Sulistyowati (2009).

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan uji F, diperoleh hasil bahwa variabel profitabilitas, *growth*, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan *non-debt tax shield* berpengaruh secara serempak dan signifikan terhadap struktur modal pada industri *Consumer Goods* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2011.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan melakukan uji t, didapatkan hasil bahwa variabel profitabilitas, *tangibility*, dan *non-debt tax shield* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada tingkat $\alpha=5\%$ pada industri *Consumer Goods* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2011. Sedangkan variabel *growth* dan ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal pada tingkat $\alpha=5\%$.

Berdasarkan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 27,06% menunjukkan variabel-variabel independen dalam penelitian ini yaitu

profitabilitas, *growth*, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan *non-debt tax shield* mampu menjelaskan struktur modal pada industri *Consumer Goods* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2011. Sementara sisanya sebesar 72,94% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar penelitian ini.

Berdasarkan penelitian ini, Badan usaha *Consumer Goods* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2011 perlu memperhatikan faktor – faktor profitabilitas, struktur aktiva dan *non-debt tax shield* dalam mengambil keputusan pendanaan berupa bauran ekuitas dan utang. Hal ini dikarenakan ketiga faktor tersebut berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Bagi investor yang akan berinvestasi pada badan usaha industri barang konsumsi dengan tingkat utang yang tinggi, maka sebaiknya mempertimbangkan faktor profitabilitas, struktur aktiva, dan *non-debt tax shield* yang dimiliki oleh badan usaha tersebut.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan antara lain: pertama, nilai koefisien determinasi yang rendah penelitian ini menunjukkan bahwa masih banyak variabel lain yang mempengaruhi struktur modal seperti *liquidity*, *capital expenditure*, *dividen*, dan struktur kepemilikan. Kedua, peneliti lain diharapkan dapat menggunakan sampel yang lebih besar, seperti semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sehingga dapat mencerminkan reaksi pasar modal secara keseluruhan. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya diharapkan untuk menambah variabel-variabel kinerja keuangan maupun variabel makro ekonomi diluar variabel penelitian ini yang mungkin mempengaruhi struktur modal. Selain itu, penelitian selanjutnya diharapkan memperluas obyek penelitian dengan menggunakan seluruh industri yang terdaftar di BEI serta memperpanjang periode penelitian agar hasil penelitian menjadi lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Deesomsak, R., Paudyal, K., dan Pescetto, G., 2004, The Determinants of Capital Structure: Evidence from The Asia Pacific Region, *Journal of Multi Financial Management*, Volume 14: 387-405.
- Gitman, L.J., 2006, *Principles of Managerial Finance*, 4th Edition, Addison-Wesley, Pearson Education Inc.

- Gujarati, D. N., 2004, *Basic Economics*, 4th Edition, McGraw Hill International.
- Lakshmi, K., 2001, Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from Indian Firms, *Working Paper*, VIT Business School.
- Mazur, K., 2007, The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies, *International Atlantic Economic Society*, Volume 13: 495-514.
- Megginson, W.L., 1997, *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley.
- Murhadi, W.R., 2011, Determinan Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, UK Petra, Terakreditasi DIKTI, September 2011.
- Nurrohim, H., 2008, Pengaruh Profitabilitas, Fixed Asset Ratio, Kontrol Kepemilikan dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia, *Kajian Bisnis dan Manajemen*, Volume 10: 11-18.
- Sulistyowati, W.A., 2009, *Penentuan Kebijakan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*, http://eprints.undip.ac.id/8145/1/Wiwit_Apit.pdf.
- Utami, S.E., 2009, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur, *FENOMENA*, Vol. 7, No. 1, hal. 39-47, Universitas Mercubuana.
- , 2011, *Pedoman Penulisan Skripsi Jurusan Manajemen*, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya.

www.idx.co.id

www.wernermurhadi.wordpress.com