

Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia)

Dessy Handa Sari, Atim Djazuli, Siti Aisjah
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Abstract: *The study aimed at measuring and analyzing the effects of profitability, firm size, growth, asset structure and non debt tax shield to the capital structure and the impact to the firm value of food and beverage companies in the Indonesian Stock Exchange. It is expected the results of the research able to give contribution for study development about financial management, especially at the capital structure and firm value. Study population is the food and beverage companies that is listed in the Indonesian Stock Exchange 2005–2011, in data collection, the census method was used. The regression of two stage method was used to analyze the qualitative data. The study results are to find the influence between profitability, firm size and capital structure, but did not find influence between growth, asset structure and non debt tax shield to capital structure, and the influence capital structure and firm value.*

Keywords: *Profitability, firm size, growth, asset structure, non debt tax shield, capital structure and firm value*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mengukur dan menganalisis efek dari profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva dan *non debt tax shield* terhadap struktur modal dan dampaknya terhadap nilai perusahaan makanan dan minuman di Bursa Efek Indonesia. Diharapkan temuan penelitian dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan studi tentang manajemen keuangan, terutama pada struktur modal dan nilai perusahaan. Populasi penelitian adalah perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2005–2011, dalam pengumpulan data, metode sensus digunakan. Analisis two stage least square dilakukan untuk menganalisis data pada penelitian kuantitatif ini. Penelitian ini menghasilkan temuan adanya pengaruh antara profitabilitas, ukuran perusahaan dengan struktur modal, namun tidak ditemukan pengaruh pertumbuhan, struktur aktiva dan *non debt tax shield* terhadap struktur modal, dan ditemukan adanya pengaruh struktur modal dengan nilai perusahaan.

Kata Kunci: profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva, *non debt tax shield*, struktur modal, nilai perusahaan

Kebutuhan di sektor makanan dan minuman semakin meningkat dengan membaiknya pertumbuhan ekonomi. Salah satu faktor pendorong pertumbuhan konsumsi di Indonesia yaitu jumlah penduduk Indonesia yang semakin bertambah, sedangkan industri makanan dan minuman di Indonesia belum memberi-

kan kontribusi yang besar bagi pertumbuhan ekonomi, sehingga pada saat ini produk makanan dan minuman impor dari Cina banyak membanjiri pasar dalam negeri. Samartha dan Thariq (2012) menyatakan produksi makanan dan minuman yang dikuasai oleh rumah tangga dan usaha kecil belum berkembang dan tumbuh dengan baik karena keterbatasannya modal, sehingga menyebabkan peningkatan barang impor yang masuk ke Indonesia. Modal merupakan salah satu elemen penting dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan di samping sumber daya manusia, metode, mesin, dan material. Pemenuhan modal

Alamat Korespondensi:

Dessy Handa Sari, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya E-mail: desyhanda@yahoo.com

perusahaan dapat diperoleh baik dari dalam (internal) maupun dari luar (eksternal).

Struktur modal menurut Sheikh dan Wang (2011) menjelaskan tentang keputusan pendanaan perusahaan dalam menentukan bauran antara utang dan ekuitas, yang bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Setiap keputusan pendanaan mengharuskan manajer keuangan untuk dapat mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber-sumber dana yang dipilih yaitu bagaimana kombinasi optimal antara pendanaan utang dan modal sendiri (ekuitas). Menurut Weston dan Brigham (2004) struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham.

Dalam teori struktur modal, Modigliani dan Miller (1963) menjelaskan bahwa perusahaan dengan utang akan memberikan manfaat karena bunga utang dapat mengurangi keuntungan kena pajak, sehingga pajak yang dibayarkan perusahaan menjadi lebih kecil (*tax deductible*). *Trade off theory*, menyatakan bahwa proporsi rasio struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan keuntungan penggunaan utang dengan biaya kebangkrutan dari utang perusahaan (Brealey, *et al.*, 2007). *Trade off theory* dalam struktur modal secara teoritis menyeimbangkan keuntungan pajak dari peminjaman untuk menutup biaya-biaya kesulitan keuangan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Myers (1984) dalam *pecking order theory* didasarkan pada masalah-masalah informasi asimetris. Myers (1984) memprediksi bahwa perusahaan-perusahaan akan lebih menyukai pendanaan internal untuk membiayai investasi. Jika akan menggunakan pendanaan eksternal, maka akan dipilih utang terlebih dahulu daripada ekuitas. Model ini menjelaskan bahwa banyak perusahaan memiliki kecenderungan untuk tidak mengeluarkan saham dan cenderung memegang cadangan kas yang besar. Hasil yang konsisten dengan *pecking order theory* membuktikan bahwa rasio utang berhubungan terbalik dengan laba, perusahaan yang mampu menghasilkan laba lebih memilih penggunaan dana internal (Titman, 1988, Deesomsak, *et al.*, 2004 dan Sheikh dan Wang, 2011).

Signalling theory (Ross, 1977) menyatakan bahwa manajer yang memiliki informasi yang lebih baik tentang perusahaan berupaya menyampaikan

informasi tersebut kepada calon investor. Adanya masalah asimetri informasi menyebabkan calon investor tidak percaya begitu saja terhadap informasi tersebut. Salah satu cara yang dilakukan oleh manajer untuk meyakinkan calon investor adalah dengan memberikan signal. Signal tersebut menjadi sarana bagi investor untuk membedakan kinerja perusahaan. investor akan memberikan nilai yang lebih tinggi kepada perusahaan yang memiliki utang yang lebih besar.

Menurut Brigham dan Houston (2011), faktor-faktor penentu struktur modal antara lain stabilitas penjualan atau ukuran perusahaan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman, dan lembaga penilai peringkat, keadaan pasar modal, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan. Oleh karena itu, perusahaan makanan dan minuman harus mempertimbangkan hal-hal yang mempengaruhi struktur modal terkait dengan risiko, biaya, dan sebagainya. Faktor-faktor tersebut antara lain profitabilitas, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, struktur aktiva, dan *Non debt tax shields*. Selain itu, mempertimbangkan keputusan struktur modal yang optimal agar dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian mengenai struktur modal dilakukan oleh Titman (1998), Deesomsak (2004), Abor (2008), Song (2005), Delcours (2006), Mas'ud (2008), Karadeniz *et al* (2009), Eriotis (2009), Sheikh dan Wang (2011), dan Yartey (2011). Penelitian mengenai nilai perusahaan dilakukan oleh Ratnawati (2001), Sudarma (2004), Djumahir (2005), Mas'ud (2008) dan Aisjah (2012). Dari uraian tersebut, penelitian ini untuk menguji kembali ketidakkonsistenan hasil antara variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva, dan *non debt tax shields*, terhadap struktur modal perusahaan, serta dampak struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Profitabilitas menurut Sheikh dan Wang (2011) dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan, Perusahaan yang menghasilkan laba lebih besar cenderung mempunyai laba ditahan lebih besar sehingga dapat memenuhi kebutuhan dananya untuk melakukan ekspansi dari sumber internal perusahaan. Semakin besar laba ditahan, semakin besar kebutuhan dananya dipenuhi dari dalam perusahaan (dana internal),

sehingga mengurangi penggunaan dana dari utang (dana eksternal) sesuai dengan *pecking order theory* (Myers, 1984). Profitabilitas diukur menggunakan proksi *Return On Assets* (ROA) dengan membandingkan *earning after tax* (EAT) terhadap total aktiva.

Menurut Deesomsak, *et al.* (2004) ukuran perusahaan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Perusahaan yang diukur menggunakan *In total asset* dari tahun ke tahun dapat menunjukkan peningkatan total aktiva pada masing-masing perusahaan. Perusahaan yang besar akan dengan mudah melakukan akses ke pasar modal sehingga lebih cepat untuk memperoleh dana. Semakin besar ukuran perusahaan menunjukkan bahwa semakin memiliki lebih banyak utang karena perusahaan besar lebih terdiversifikasi dan memiliki risiko *default* atau gagal bayar yang kecil.

Pertumbuhan perusahaan menurut Sheikh dan Wang (2011) dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Perusahaan yang berada dalam masa pertumbuhan yang meningkat menunjukkan sumber pendanaan menggunakan utang. Akan tetapi dalam fenomena pertumbuhan penjualan perusahaan makanan dan minuman yang mengalami penurunan, sumber pendanaan perusahaan cenderung tetap menggunakan utang. Pertumbuhan perusahaan diukur menggunakan pertumbuhan penjualan terhadap total penjualan tahun sebelumnya.

Struktur aktiva menurut Delcours (2006) dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan *fixed asset* yang lebih besar dapat menggunakan utang yang lebih besar. Sebab, *fixed asset* yang besar dapat dijadikan agunan perusahaan terhadap kreditor sehingga kreditor memiliki tingkat keamanan apabila perusahaan mengalami gagal bayar atau *default*. Struktur aktiva diukur dengan *fixed asset* terhadap *total asset*.

Non debt tax shields (penghematan pajak sebagai akibat dari pembebanan depresiasi aktiva berwujud) menurut Abor (2008) dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Jika perusahaan memiliki *non debt tax shields* tinggi, maka perusahaan tidak perlu menggunakan utang yang tinggi. *Pecking order theory* (Myers, 1984), menyatakan bahwa perusahaan dengan *non debt tax shields* tinggi akan menurunkan tingkat utang perusahaan jika keuntungan (laba)

perusahaan meningkat. Hal ini karena sebagian keuntungan merupakan sumber dana internal. *Non debt tax shield* diukur dengan penyusutan terhadap total aktiva.

Struktur modal dapat menurunkan nilai perusahaan sesuai dengan penelitian Ratnawati (2001), Sudarma (2004), Bae, *et al.* (2007), Chatoch dan Olsen (2007), dan Aisjah (2012) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Menurut *trade Off theory* bertambahnya utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Akan tetapi, bertambahnya utang akan menurunkan nilai perusahaan karena ketidakmampuan perusahaan membayar bunga utang dan meningkatkan potensi kebangkrutan (*cost of financial distress*). *Signalling theory* memprediksi bahwa terdapat hubungan positif antara struktur modal dan nilai perusahaan (Ross, 1977). Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan proksi MBV yaitu harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Dari uraian diatas terdapat ketidakkonsistenan hasil antara struktur modal dengan nilai perusahaan pada beberapa penelitian terdahulu.

Berdasarkan pemikiran yang diuraikan pada bagian sebelumnya, maka model konseptual yang dikembangkan dalam penelitian ini ditunjukkan dalam Gambar 1.

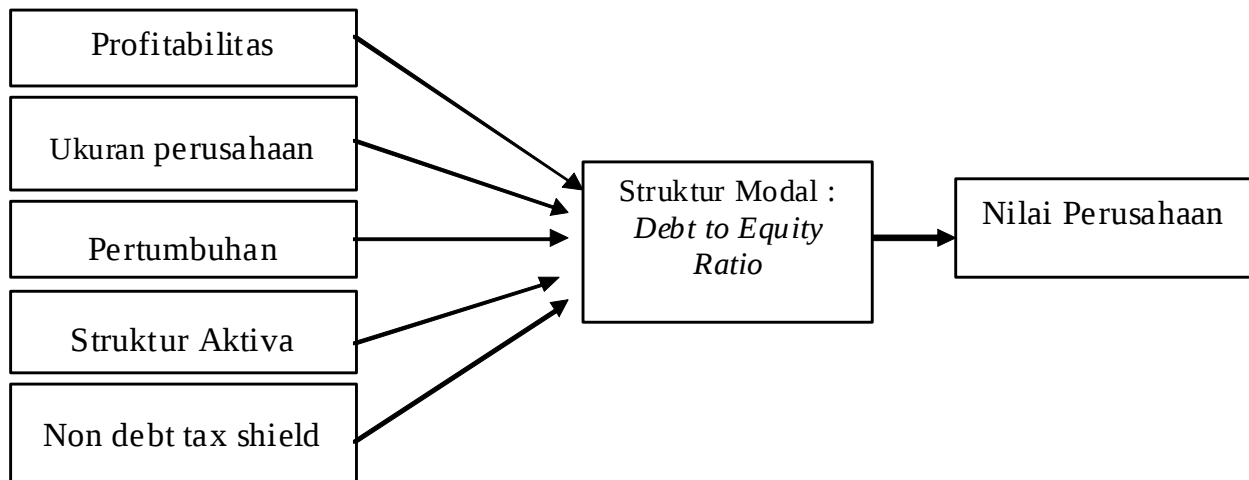
Hipotesis Penelitian

- H₁ : Profitabilitas yang meningkat akan menurunkan struktur modal
- H₂ : Besarnya Ukuran perusahaan akan meningkatkan struktur modal
- H₃ : Pertumbuhan yang meningkat akan meningkatkan struktur modal
- H₄ : Struktur Aktiva yang meningkat akan meningkatkan struktur modal
- H₅ : *Non debt tax shield* yang meningkat akan menurunkan struktur modal
- H₆ : struktur modal yang meningkat akan menurunkan nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif (positivis), pendekatan



Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian

positivis merupakan pendekatan berfikir yang memiliki ciri-ciri sebagai berikut ini: (1) mementingkan kedudukan teori dalam mementingkan kedudukan teori dalam membangun pikir dan hipotesis. (2) memfokuskan pada jawaban mengenai ada tidaknya hubungan antar variabel. (3) menggunakan data dan alat analisis kuantitatif. (4) hasilnya untuk membuat generalisasi (deduktif). Dengan pendekatan positivis ini diperlukan data numerik yang dianalisis menggunakan statistik untuk menguji sejumlah hipotesis.

Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 12 perusahaan yang memenuhi syarat sebagai anggota populasi. Data yang diambil adalah data panel yang menggabungkan data runtut waktu (*times series*) selama 5 tahun dan data *cross section* dari 12 perusahaan.

Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh di Bursa Efek Indonesia berupa laporan keuangan. Data laporan keuangan yang digunakan adalah neraca dan laporan laba rugi yang berakhir pada 31 Desember. Laporan keuangan ini bersumber dari Indonesia Capital Market Directory/ICMD 2005 sampai 2011.

Metode Analisis Data

Berdasarkan kerangka konseptual yang telah dijelaskan sebelumnya, maka penelitian ini menggunakan metode analisis data regresi 2 tahap (*two stage least square*). Taraf nyata akan pengujian hipotesis yang digunakan adalah $\alpha = 5\%$, proses perhitungan dilakukan dengan pendekatan regresi berganda menggunakan software SPSS

Hasil Uji Asumsi Klasik

Asumsi Normalitas

Uji normalitas adalah sebuah uji untuk melihat apakah variabel yang diteliti dan galat model dari persamaan regresi yang terbentuk mengikuti sebaran normal atau tidak. Nilai signifikansi *Residual OLS* (*e1*) adalah 0,507 dan *Residual 2SLS* (*e2*) adalah 0,085 yang lebih besar dari alpha 5%, maka hipotesis H_0 diterima yaitu variabel yang diamati mengikuti sebaran normal dan dapat dikatakan bahwa asumsi normalitas telah terpenuhi. (Data normal)

Asumsi Multikolinieritas

Pengertian dari asumsi ini adalah bahwa setiap variabel bebas (prediktor) hanya berpengaruh pada variabel respon, dan bukan pada variabel bebas lainnya. Nilai VIF ROA 1,253; Size 1,230; Growth 1,082; Struktur Aktiva 1,422 dan *Non debt tax shield* 1,442 lebih kecil dari 10, maka tidak ada hubungan linier antar variabel. (Tidak terjadi multikolinearitas)

Asumsi Heterokedastisitas

Pengertian dari asumsi ini adalah bahwa ragam (*variance*) dari variabel pengganggu adalah sama. Hasilnya titik-titik yang terdapat dalam *scatter plot* menyebar secara acak dan tidak membentuk pola tertentu. (Tidak terdapat heterokedastisitas)

Asumsi Autokorelasi

Asumsi non autokorelasi adalah sebuah pengujian untuk mengetahui apakah dalam model regresi yang digunakan terbebas dari masalah autokorelasi yaitu gangguan yang berasal dari waktu. Asumsi ini digunakan karena data yang digunakan pada penelitian ini dilakukan berulang terhadap waktu. Pada uji DW, nilai *dw* yang didapatkan sebesar 0,900, berada di antara -2 sampai 2. Dari hasil tersebut dapat diambil kesimpulan bahwa tidak terjadi autokorelasi dalam model regresi. (Tidak terjadi Autokorelasi)

HASIL

Obyek penelitian ini adalah perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Adapun data yang dikumpulkan dalam menunjang penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Koefisien determinasi total yang di peroleh $R^2 = 0,415$, artinya model hasil penelitian menjelaskan fenomena yang diselidiki sebesar 41,5%

PEMBAHASAN

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Profitabilitas yang meningkat akan menurunkan struktur modal perusahaan. Laba perusahaan setelah dibagikan kepada pemegang saham berupa dividen sisanya tetap dalam perusahaan sebagai laba ditahan. Perusahaan yang menghasilkan laba lebih besar

cenderung mempunyai laba ditahan lebih besar sehingga untuk melakukan ekspansi perusahaan dapat dengan mudah memenuhi kebutuhan dananya dari sumber internal. Semakin besar laba ditahan semakin besar pemenuhan dananya dari dalam perusahaan sehingga dapat mengurangi penggunaan dana dari hutang dan menurunkan struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Myers (1984), Abor (2008), Song (2005), Delcoure (2006), Karadeniz *et al* (2009) dan Sheikh dan Wang (2011) menyatakan bahwa, profitabilitas yang meningkat akan menurunkan struktur modal perusahaan,

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Ukuran perusahaan yang meningkat akan meningkatkan struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Deemsomsak, *et al.* (2004), Delcoure (2006), Zou dan Xiao (2006), Abor (2008) dan Sheikh dan Wang (2012) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang meningkat akan meningkatkan struktur modal. Hasil penelitian ini yang menunjukka bahwa ukuran perusahaan yang meningkat akan meningkatkan struktur modal perusahaan. Temuan ini berarti bahwa semakin besar perusahaan makanan dan minuman di Indonesia mempunyai kebijakan struktur modal dengan proporsi utang yang lebih besar. Perusahaan yang besar mudah melakukan akses ke pasar modal dan cepat untuk memperoleh dana.

Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan yang meningkat tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Ratnawati (2001), Delcoure (2006) dan Abor (2008).

Variabel bebas	Variabel terikat	t hitung	Signifikansi	Keterangan
ROA	DER	-3.259	.002	Berpengaruh
Size (<i>ln</i>)		3.327	.002	Berpengaruh
Growth		1.697	.096	Tidak Berpengaruh
StrukturAktiva		-.742	.461	Tidak Berpengaruh
NDTS	MBV	-.523	.603	Tidak Berpengaruh
DER		-3,097	.003	Berpengaruh

Namun tidak sesuai dengan temuan Eriotis (2009) dan Song (2005) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan yang meningkat akan meningkatkan struktur modal. Hasil penelitian ini dimana variabel pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal menunjukkan bahwa perusahaan makanan dan minuman di Indonesia dalam kebijakan pendanaan dari hutang tidak berdasarkan pertumbuhan penjualan perusahaan, melainkan hanya berdasarkan ukuran perusahaan. Secara teoritis semakin stabil tingkat penjualan yang berarti keuntungannya pun semakin stabil, maka besar kemungkinan perusahaan mampu memenuhi kewajiban tetapnya. Dengan demikian perusahaan bisa membelanjai kegiatannya dengan proporsi hutang yang lebih besar. Namun hasil penelitian menunjukkan lain, ternyata pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Pengaruh Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal Perusahaan

Struktur aktiva yang meningkat tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penambahan jumlah struktur aktiva maka tidak akan berpengaruh terhadap struktur modal. Temuan ini konsisten dengan penelitian Deemsomsak, *et al.* (2004) yang menyatakan bahwa struktur aktiva yang tinggi tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Tidak sesuai dengan teori keagenan dan *pecking order theory* yang menunjukkan bahwa dengan adanya struktur aktiva yang tinggi dapat digunakan sebagai pendanaan internal, karena dengan adanya aset tetap yang tinggi maka menurunkan tingkat hutang. Hasil analisis penelitian ini menunjukkan bahwa besarnya komposisi utang dalam struktur modal perusahaan makanan dan minuman di Indonesia tidak dipengaruhi oleh struktur aktiva, karena struktur aktiva tergantung pada teknologi, sedangkan struktur modal tergantung pada kebijakan perusahaan, sehingga tidak terhdapat keterkaitan antara struktur aktiva dengan struktur modal.

Pengaruh Non Debt Tax Shields terhadap Struktur Modal Perusahaan

Non debt tax shields yang meningkat tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini tidak didukung oleh penelitian Baer (2004). Dan mendukung penelitian Mas'ud (2008),

Penghematan pembayaran pajak penghasilan selain dari hutang yaitu pembebanan biaya depresiasi dalam laporan laba dan rugi, sehingga laba kena pajak menjadi lebih rendah. Biaya depresiasi merupakan biaya non tunai sebagai arus kas masuk dalam pendanaan internal perusahaan. Semakin besar depresiasi, semakin besar sumber dana internal dan semakin kecil kebutuhan dana eksternal seperti hutang. Keadaan tersebut mengindikasikan bahwa sumber dana internal yang berasal dari depresiasi tidak berpengaruh dalam pembiayaan perusahaan, sehingga perusahaan makanan dan minuman di Indonesia dalam menentukan kebijakan hutang tidak mempertimbangkan pengurang pajak selain hutang (*non debt tax shields*), sehingga variabel *non debt tax shields* tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal yang meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Ratnawati (2001), Sudarma (2004) dan Aisjah (2011) yang menunjukkan bahwa kenaikan penggunaan hutang dalam struktur modal akan menurunkan nilai perusahaan. Semakin besar struktur modal semakin rendah nilai perusahaan, sesuai dengan *trade off teory* Semakin besar penggunaan hutang, semakin besar pula *present value* penghematan pajak tetapi akan diimbangi kenaikan *present value* biaya kebangkrutan yang lebih besar, akibat adanya *financial distress* dan meningkatkan *agency cost*, sehingga nilai perusahaan akan menurun. (Weston Bringham, 2004). Hasil penelitian ini sesuai dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa (dengan asumsi titik target struktur modal belum optimal) peningkatan rasio hutang pada struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan. dengan demikian teori tersebut menjelaskan bahwa ketika struktur modal berada diatas target titik optimum maka setiap peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Pada perusahaan makanan dan minuman, meningkatnya laba perusahaan mendorong perusahaan lebih mengutamakan pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan, ukuran perusahaan yang besar

merupakan akses bagi perusahaan untuk mendapatkan kepercayaan investor menanamkan modalnya di perusahaan, dan mudah memperoleh pembiayaan yang berasal dari hutang jangka panjang. Pertumbuhan, struktur aktiva dan *non debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Struktur modal yang meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal merupakan faktor penentu nilai perusahaan. Semakin besar struktur modal semakin rendah nilai perusahaan, yang artinya semakin besar penggunaan hutang, nilai perusahaan akan menurun.

Saran

Penelitian selanjutnya sebaiknya dikembangkan dengan menggunakan sampel dari sektor industri yang lebih luas dan dapat meningkatkan jumlah sampel yang lebih besar dan memasukkan variabel makro ekonomi seperti inflasi dan kurs sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan struktur modal. Dengan demikian, diharapkan hasil penelitian berikutnya dapat dan melengkapi hasil penelitian ini.

DAFTAR RUJUKAN

- Abor, J. 2005. The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms In Ghana. *Journal of Risk Finance*, Vol.6, Iss:5, pp. 438–445.
- Aisjah, S. 2012. *Strategi Diversifikasi Korporat dan Penciptaan Nilai Perusahaan*. Malang: UB Press.
- Bae, S.C., T.H. Kwong, dan J.W. Lee. 2007. Related And Unrelated Corporate Diversification And Firm Value: Evidence from Korean Business Groups, *Strategic Management Journal*.
- Bauer, P. 2004. Determinant of Capital Structure Empirical Evidence From The Czech Republic. *Journal of Economic and Finance* 54 pp.1–21
- Brealey, M., dan Marcus. 2007. *Fundamental of Corporate Finance*. Sabran, Bob. (Penerjemah). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jilid 1 Edisi kelima. Jakarta: PT Erlangga.
- Chatoth, P.K., dan M.D. Olsen. 2007. The Effect of Environment Risk, Corporate Strategy and Capital Structure on Firm Performance: An Empirical Investigation of Restaurant Firm. *International Journal of Hospitality Management* 26. pp. 502–516.
- Brigham, E.F., dan Houston, J.F. 2011. *Fundamentals Of Financial Management*, 10 ed. Yulianto. Ali A. (Penerjemah). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* Buku 2 Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Deemsomsak, R., Krishna, P., dan Giola, P. 2004. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pasific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14.
- Delcours, N. 2006. The Determinants of Capital Structure In Transitional Economies. *International Review of Economic And Finance*. Article in Press.
- Djumahir. 2005. *Pengaruh Variabel-variabel Tax Shield dan Non Tax Sdiel terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Go-Public di Bursa Efek Jakarta)*. Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Eriotis, N. 2007. How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An Empirical Study. *Journal of Managerial Finance*. Vol 33, no 5. Pp 321–331.
- Karadeniz, E., Serkan, Y.K., Mahmet, B., dan Yildirim, B. 2009. Determinants of Capital Structure Evidence From Turkish Lodging Companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, vol 21, no.5. pp 594–609.
- Mas’ud, M. 2008. Faktor-faktor Penentu Struktur Modal Serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Volume 7. Nomor 1.
- Modigliani, F., dan M.H. Miller. 1963. Corporate Income Taxes And The Cost Of Capital: A Correction, *American Economic Review*, June. Pp. 235–280.
- Myers, S.C. 1984. The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance* 39 (3) pp. 575–592.
- Ratnawati. 2001. *Analisis Perbedaan Struktur Modal dan Faktor Interen, Faktor Eksteren Perusahaan Industri PMA dan Perusahaan Industri PMDM di Bursa Efek Jakarta*, Disertasi, Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya.
- Ross, S.A. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*. 8 (1):23–40
- Samartha, D., dan Thariq, B. 2012. *Badan POM Sita Makanan dan Minuman Impor*. <http://news.liputan6.com/read/426215/badan-pom-sita-makanan-dan-minuman-impor>. Oktober 2012.
- Sheikh, N.A., dan Zongjun, W. 2011. Determinants of Capital Structure An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan. *Journal of Managerial Finance*. Vol. 37 No. 2, 2011. pp. 117–133.
- Song, Han-Suck. 2005. Capital Structure Determinants, An Empirical Study of Swedish Companies. *CESIS Electric Working Paper Series*. Paper No. 25 Januari 2005.
- Sudarma, M. 2004. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Industri yang Go Public di Bursa Efek Jakarta)*.

- Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Titman, S., dan Robert, W. 1998. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. Vol 42, pp 1–19.
- Weston, J.F., Eugene, F.B. 2004. *Essentials of Managerial Finance*, 9th ed. Sirait, Alfonsus. (Penerjemah). *Dasar-Dasar Mnajemen Keuangan Edisi 9 Jilid 2*. Jakarta: Erlangga.
- Yartey. 2011. Small Business in Sub Saharan Africa: The Case of Ghana, *Management Research Review* 34 (2) pp. 172–185.
- Zou, H., dan Jason, Z.X. 2006. The Financing Behaviour of Listed Chinese Firm, *The British Accounting Review*, 38. Pp. 239–258.