

KARAKTERISTIK PERUSAHAAN DAN STRUKTUR MODAL USAHA KECIL DAN MENENGAH DI INDONESIA: ANALISIS DATA PANEL

Rachmaniar Myrianda Dwiputri^{1*}, Najmudin²

Universitas Jenderal Soedirman
rachmaniarmd@unkris.ac.id

*Rachmaniar Myrianda Dwiputri

ARTICLE INFO

ABSTRACT

Article history

Received 2021-02-26

Revised 2021-03-15

Accepted

Keywords

Size

Tangible Asset

Current Ratio

Return On Asset

Growth

Capital Structure

The purpose of this paper is to determine the firm's characteristics and capital structure of SMEs registered in Indonesia. This study use panel data analysis for twenty-five firms over three years (2016-2018). The samples of this study were 25 Indonesian SMEs registered in the Pefindo25 index. The capital structure determinants are expressed as a function of size, tangible assets, current ratio, return on asset, and growth. This study used a pooled fixed effect to estimate the relationship between the variables. The result shows that the capital structure of registered SMEs in Indonesia is negatively affected by size, current ratio, return on asset, and growth. Registered SMEs in Indonesia have a capital structure that is in line with POT predictions.

This is an open-access article under the [CC-BY-SA](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/) license.



1. Pendahuluan

Usaha kecil dan menengah (UKM) berperan penting pada perekonomian Indonesia, salah satunya adalah pemerataan pertumbuhan ekonomi. UKM berkontribusi sangat signifikan dalam hal penyerapan tenaga kerja dan produk domestik bruto (Kristiyanti, 2012). Oleh sebab itu, banyak program yang mendukung perkembangan UKM, salah satunya adalah program pembiayaan UKM baik dari pemerintah maupun perbankan. Namun, UKM masih menghadapi berbagai kendala dalam mengakses pembiayaan tersebut (Anggraeni *et al.*, 2013; Saskara dan Putra, 2013). Salah satu kendala yang dihadapi UKM adalah tidak memiliki laporan keuangan yang terstruktur dan transparan yang menyebabkan kreditur kesulitan untuk mendapatkan informasi mengenai kondisi keuangan UKM. Selain itu, keterbatasan aset sebagai jaminan, lemahnya manajemen keuangan, ketidakpastian usaha di masa depan, serta kurangnya *track record* seringkali menjadi alasan pihak perbankan enggan memberikan kredit kepada UKM (Margaretha dan Khairunisa, 2016; Murti *et al.*, 2018).

Masalah pendanaan bagi UKM merupakan hal yang penting, hal tersebut disebabkan oleh adanya berkaitan dengan kepentingan banyak pihak. Perusahaan cenderung akan mencari tambahan dana dari sumber eksternal jika sumber internalnya tidak mencukupi, namun hal tersebut berkaitan dengan struktur modal. Pengambilan keputusan struktur modal perlu dilakukan perusahaan, menyeimbangkan antara dana internal dan dana yang berasal dari pihak lain agar perusahaan bisa mendapatkan struktur modal yang optimal untuk membiayai kegiatan operasional. Semakin besar rasio struktur modal, maka menunjukkan semakin besarnya hutang jangka panjang, hal ini akan mengakibatkan beban bunga yang harus dibayarkan juga semakin besar (Kesuma, 2009).

Perusahaan memiliki dua sumber pendanaan, yaitu internal dan eksternal. Sumber pendanaan internal berasal dari kegiatan perusahaan dapat berupa modal yang diberikan oleh pemilik perusahaan dan laba ditahan. Sedangkan sumber pendanaan eksternal berupa ekuitas dalam bentuk saham maupun hutang yang diperoleh dari pihak lain. Sumber dana internal relatif lebih mudah didapatkan oleh perusahaan, namun tidak semua kegiatan perusahaan dapat dibiayai hanya dengan menggunakan dana ini. Sehingga, perusahaan harus mencari sumber pendanaan lain, yang didapatkan dari pihak eksternal.

Dalam *Pecking Order Theory* (POT), Myers dan Majluf (1984) mengemukakan bahwa sumber pendanaan utama dari suatu perusahaan adalah dana internal. Apabila perusahaan masih membutuhkan dana, maka perusahaan akan menggunakan hutang sebagai alternatif pembiayaan, dan sebagai alternatif terakhir perusahaan akan menerbitkan saham baru. Permasalahan yang terjadi ketika perusahaan menambah proporsi hutangnya adalah munculnya risiko beban tetap, namun di sisi lain beban tetap ini akan memberikan manfaat pada perusahaan berupa pengurangan pajak. Hal ini menimbulkan *trade-off* antara risiko dan manfaat hutang dalam pembiayaan dapat dijelaskan dengan *Trade Off Theory* (TOT). TOT mengemukakan bahwa struktur modal yang optimal dapat tercapai dengan cara menyeimbangkan manfaat pajak yang didapat dari hutang (Bradley *et al.*, 1984; Brennan dan Schwartz, 1978; DeAngelo dan Masulis, 1980).

Struktur modal menggambarkan perbandingan antara ekuitas dan hutang yang digunakan dalam membiayai kegiatan perusahaan. Struktur modal didefinisikan sebagai suatu cara yang digunakan perusahaan dalam rangka membiayai aset perusahaan dengan mengkombinasikan ekuitas dan hutang (Titman dan Wessels, 1988). Keputusan struktur modal perusahaan akan berdampak pada posisi keuangan (Al-Najjar dan Hussainey, 2011), sehingga pemilihan sumber pendanaan ini harus dilakukan secara cermat, baik digunakan dalam rangka kegiatan operasional maupun kegiatan ekspansi perusahaan. Kesalahan yang terjadi pada struktur modal akan mengakibatkan *financial distress* dan adanya proporsi hutang yang terlalu besar, memungkinkan terjadinya kebangkrutan (Ahmed dan Wang, 2011; Chadha dan Sharma, 2015a).

Penelitian sebelumnya mengenai struktur modal lebih difokuskan kepada perusahaan-perusahaan besar. Sedangkan penelitian mengenai struktur modal UKM lebih banyak dilakukan di negara-negara maju (Cassar dan Holmes, 2003; Hall *et al.*, 2004; Li *et al.*, 2019). Penelitian mengenai struktur modal UKM di negara berkembang, khususnya di Indonesia belum banyak dilakukan. Berdasarkan pemaparan tersebut, maka penelitian ini bermaksud untuk melihat faktor yang mempengaruhi struktur modal UKM di Indonesia. Indeks Pefindo25 dipilih karena menggambarkan perusahaan UKM yang telah terdaftar di Indonesia.

2. Review Literatur dan Hipotesis

2.1. Landasan Teori

Pengambilan keputusan keuangan dalam jangka panjang merupakan dasar dari konsep struktur modal. Pengambilan keputusan ini didasarkan pada dua hal yaitu *selling stock* (ekuitas) dan meminjam uang (hutang) kepada pihak lain. Cara dalam menentukan bagaimana mengkombinasikan antara ekuitas dan hutang, dikenal sebagai struktur modal. Pemilihan struktur modal dalam suatu perusahaan merupakan keputusan yang sangat penting, karena ketika proporsi hutang perusahaan tinggi pada saat mendanai operasional perusahaan, maka potensi risiko yang mungkin muncul pun meningkat.

Teori untuk menjelaskan struktur modal, diantaranya adalah POT dan TOT. Kedua teori ini telah banyak digunakan pada penelitian sebelumnya untuk menjelaskan struktur modal UKM. POT muncul dengan didasari oleh adanya informasi asimetris yang terjadi antara manajer dan investor. Di dalam POT terdapat jenjang pendanaan yang lebih berfokus pada pendanaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal. POT menyatakan bahwa perusahaan pertama kali akan menggunakan dana internal seperti

laba ditahan untuk membiayai perusahaannya. Jika masih memerlukan tambahan dana, maka perusahaan akan berhutang dan sebagai usaha terakhir adalah *new stock issues*. POT juga menyatakan bahwa struktur modal tidak memiliki rasio yang optimal. Teori kedua dalam penelitian ini adalah TOT, pengoptimalan struktur modal dapat dicapai dengan cara menyeimbangkan manfaat pajak dari hutang (Bradley *et al.*, 1984; DeAngelo dan Masulis, 1980). Penelitian ini menggunakan proksi rasio total hutang terhadap aset untuk menjelaskan struktur modal.

2.2. Hipotesis

2.2.1. *Size* Berpengaruh Positif terhadap Struktur Modal

Sejumlah penelitian mengatakan bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi *leverage*, dimana perusahaan yang lebih besar akan memiliki rasio *leverage* yang lebih tinggi dikarenakan akses yang lebih mudah ke pasar modal, begitupun sebaliknya (Ferri dan Jones, 1979; González dan González, 2012). Sesuai dengan karakteristik yang dimiliki oleh UKM, ukuran perusahaan yang tergolong kecil menyebabkan UKM sering menemui hambatan untuk mengakses sumber pendanaan eksternal. TOT memprediksi hubungan positif antara ukuran perusahaan dan *leverage*, karena ukuran diasumsikan sebagai proksi untuk volatilitas pendapatan dan perusahaan yang lebih besar umumnya lebih terdiversifikasi dan menunjukkan lebih sedikit volatilitas (Fama dan French, 2002). Penghasilan yang tidak stabil dapat mengurangi biaya kebangkrutan secara tidak langsung sehingga perusahaan dapat mengambil lebih banyak hutang. POT juga memprediksi hubungan positif antara ukuran perusahaan dan *leverage* dikarenakan lebih banyak diversifikasi dan pendapatan yang tidak stabil dapat mengurangi masalah informasi asimetris. Penelitian sebelumnya menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dan struktur modal (Cassar dan Holmes, 2003; Fama dan French, 2002; Hall *et al.*, 2004; Sogorb-Mira, 2005). Berdasarkan penjelasan di atas, peneliti mengajukan hipotesis pertama:

H₁: *Size* Berpengaruh Positif terhadap Struktur Modal.

2.2.2. *Tangible Asset* Berpengaruh Positif terhadap Struktur Modal

Struktur aset merupakan faktor kedua yang menentukan struktur modal, sehingga aset berwujud diharapkan memiliki korelasi positif dengan hutang. Hal ini disebabkan aset berwujud dapat digunakan sebagai jaminan meminjam hutang. Sehingga TOT memprediksi adanya hubungan positif antara jaminan dengan *leverage*. Jaminan dapat mengurangi permasalahan yang ditimbulkan dari asimetri informasi sehingga POT juga memprediksi adanya hubungan positif antara jaminan dengan *leverage*. Beberapa penelitian empiris mendukung adanya hubungan antara aset berwujud dengan *leverage* (Hall *et al.*, 2004; Sogorb-Mira, 2005). Berdasarkan penjelasan di atas, peneliti mengajukan hipotesis kedua:

H₂: *Tangible Asset* Berpengaruh Positif terhadap Struktur Modal.

2.2.3. *Current Ratio* Berpengaruh Negatif terhadap Struktur Modal

TOT menyatakan bahwa perusahaan pada umumnya dibiayai oleh ekuitas dan hutang sehingga perusahaan perlu mengoptimalkan struktur modal. Myers dan Majluf (1984) menjelaskan bahwa pengoptimalan struktur modal ini ditentukan oleh proporsi antara biaya hutang dan manfaat hutang (pengurangan pajak). Sedangkan POT melihat perusahaan sebaiknya menggunakan sumber pendanaan internal berupa laba ditahan, jika dana tersebut tidak mencukupi, maka akan memilih hutang. Kedua teori ini memperlihatkan bahwa likuiditas dapat mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan. Likuiditas menggambarkan struktur aset perusahaan, perusahaan yang tidak likuid memiliki keterbatasan dalam mengakses hutang. Hal ini disebabkan karena

adanya kekhawatiran akan biaya kebangkrutan yang tinggi. *Current Ratio* (CR) digunakan sebagai proksi untuk likuiditas. Berdasarkan penjelasan di atas, peneliti mengajukan hipotesis ketiga:

H₃: *Current Ratio* Berpengaruh Negatif terhadap Struktur Modal.

2.2.4. *Return On Asset* Berpengaruh Negatif terhadap Struktur Modal

POT mengatakan bahwa terdapat asimetris informasi antara manajer perusahaan dan investor, sehingga perusahaan lebih memprioritaskan penggunaan dana internal. Hal ini dapat terjadi hanya jika perusahaan memiliki dana internal yang cukup untuk membiayai kegiatan perusahaan. TOT memandang suatu perusahaan yang menguntungkan jika memiliki biaya kebangkrutan yang rendah, sehingga akan menggunakan proporsi hutang dalam jumlah besar untuk mengurangi pajak perusahaan. Beberapa penelitian telah menemukan adanya hubungan antara profitabilitas dengan struktur modal (Chen *et al.*, 2014; Gómez *et al.*, 2014; Chadha dan Sharma, 2015b). Berdasarkan penjelasan di atas, peneliti mengajukan hipotesis keempat:

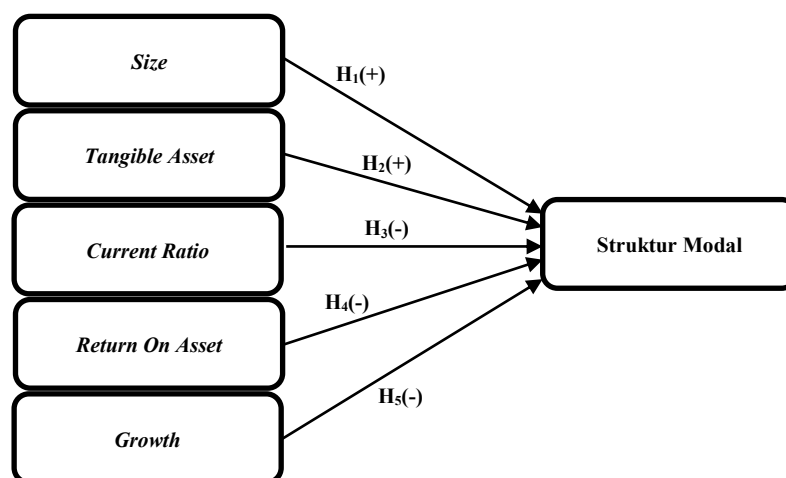
H₄: *Return On Asset* Berpengaruh Negatif terhadap Struktur Modal.

2.2.5. *Growth* Berpengaruh Negatif terhadap Struktur Modal

TOT memprediksi hubungan negatif antara peluang pertumbuhan dan *leverage*. Hutang jangka pendek dapat mengatasi masalah kekurangan investasi, oleh karena itu hutang secara positif dipengaruhi oleh peluang pertumbuhan. Menurut POT, peluang pertumbuhan dan *leverage* diharapkan memiliki hubungan yang positif. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan lebih mungkin untuk mengumpulkan dana baru dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan rendah. Peluang pertumbuhan untuk perusahaan yang lebih besar atau terdaftar publik diproksi dengan biaya penelitian dan pengembangan, *market to book ratio*, atau aset tidak berwujud (Fama dan French, 2002; Graham dan Harvey, 2001). Pertumbuhan dalam penelitian ini diproksi dengan pertumbuhan aset perusahaan. Studi tentang struktur modal UKM sebelumnya menemukan adanya hubungan pertumbuhan dengan *leverage*. Berdasarkan penjelasan di atas, peneliti mengajukan hipotesis kelima:

H₅: *Growth* Berpengaruh Secara Negatif terhadap Struktur Modal.

2.3. Model Penelitian



Gambar 1. Model Penelitian

3. Metode Penelitian

3.1. Deskripsi Sumber dan Variabel Data

Rentang data yang digunakan dalam penelitian ini dimulai dari tahun 2016 hingga 2018 untuk dua puluh lima perusahaan yang terindeks pada indeks Pefindo25 tahun 2019. Rentang data ini dipilih untuk mendapatkan data panel yang seimbang dalam model penelitian ini. Hal ini dikarenakan ada beberapa perusahaan yang belum menyajikan laporan keuangan tahun 2019 perusahaannya. Data yang digunakan pada penelitian ini merupakan data sekunder yang berasal dari laporan keuangan masing-masing perusahaan selama periode 2016 sampai dengan tahun 2018.

Struktur modal merupakan perbandingan antara penggunaan dana internal dan dana eksternal sehingga variabel struktur modal diproksikan dengan perbandingan antara total hutang atas total aset. Ukuran perusahaan (*size*) diukur menggunakan proksi log dari total aset. Aset berwujud (*tangible asset*) digunakan untuk menggambarkan struktur aset. Likuiditas diproksikan dengan *current ratio* dan profitabilitas diukur menggunakan *return on asset*. Proksi pertumbuhan (*growth*) digambarkan dengan laju pertumbuhan aset. Statistik deskriptif, nilai rata-rata, standar deviasi, dan koefisien dari masing-masing variabel disajikan pada tabel 1.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	Rata-Rata	Standar Deviasi	Min	Maks
Variabel Dependen				
Rasio Hutang	0,431	0,249	0,062	1,755
Karakteristik Perusahaan				
Size (Log)	28,671	0,986	23,460	30,153
Tangible Asset	0,295	0,242	0,001	0,868
Current Ratio	3,299	6,916	0,210	59,573
Return On Asset	0,137	0,132	-0,036	0,851
Growth	0,821	4,547	-0,310	39,348

3.2. Model Empiris

Penelitian ini menganalisa hubungan karakteristik perusahaan dengan struktur modal dengan persamaan *multivariate* yang digunakan untuk menguji hubungan antara karakteristik perusahaan dan struktur modal selama periode tahun 2016 sampai tahun 2018 sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dengan X_{it} merupakan matriks variabel penjelas (*size, tangible asset, current ratio, return on asset, dan growth*), i merupakan perusahaan dan t adalah periode tahun yang diamati. ε_{it} adalah *error* dan Y_{it} adalah rasio hutang yang menggambarkan variabel struktur modal.

Model diuji menggunakan analisis regresi data panel dengan memilih antara *fixed effect model* dan *random effect model*. Kedua metode ini digunakan karena mewakili metode alternatif dalam mengestimasi model panel statis penelitian. Metode *common effect* tidak digunakan dikarenakan metode ini tidak memperhitungkan heterogenitas dari sampel perusahaan. Untuk memilih metode yang paling sesuai dalam penelitian ini, maka perlu dibandingkan antara metode *fixed effect* dan metode *random effect*. Proses membandingkan kedua metode ini menggunakan uji *Hausman*. Uji *Hausman* menunjukkan bahwa metode *fixed effect* lebih sesuai digunakan dibandingkan dengan metode *random effect* pada model penelitian ini. Tabel 2 menunjukkan hasil metode pengujian sebagai berikut:

Tabel 2. Fixed Effects Panel Regression

Karakteristik Perusahaan	Rasio Hutang	
	Koefisien	Std. Error
<i>Size (Log)</i>	0,094	0,337
<i>Tangible Asset</i>	-0,003	0,002
<i>Current Ratio</i>	-0,006*	0,003
<i>Return On Asset</i>	-0,172*	0,222
<i>Growth</i>	-0,272*	0,027
<i>Adjusted R-Squares</i>	0,856*	

3.3. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan persamaan memiliki ketepatan dalam estimasi. Uji asumsi yang pertama melihat independensi antar set data panel yang diidentifikasi menggunakan uji *Pesaran*, dalam data set panel tidak ditemukan adanya korelasi *cross section* dalam residual model ini. Normalitas data diuji menggunakan *Jarque-Bera* yang menunjukkan bahwa normalitas data berada pada tingkat signifikansi sebesar lima persen. Nilai statistik *Durbin Watson* menunjukkan tidak terdapat autokorelasi pada data penelitian. Berdasarkan hal tersebut, maka data telah memenuhi uji asumsi klasik, sehingga data dapat diuji ke tahapan selanjutnya, persamaan regresi.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Pembahasan

Model penelitian ini diestimasi dengan dua metode yaitu *fixed effect* dan *random effect* yang mewakili dua metode alternatif dalam memperkirakan model panel statis. Kedua metode ini dipilih dikarenakan memperhitungkan heterogenitas perusahaan yang diamati, sedangkan metode *common effect* tidak. Setelah data diuji menggunakan kedua metode tersebut, maka dilakukan pemilihan metode yang paling sesuai untuk penelitian ini. Pemilihan antara metode *fixed effect* dan *random effect* dilakukan dengan melakukan uji *Hausman*. Uji *Hausman* menunjukkan bahwa metode *fixed effect* lebih sesuai dibandingkan metode *random effect* untuk model penelitian ini.

Berdasarkan hasil tersebut dapat dilihat bahwa sebagian besar variabel secara statistik menunjukkan hubungan yang signifikan, sehingga hipotesis pertama didukung dalam penelitian ini. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diketahui memiliki hubungan yang sangat signifikan dengan rasio total hutang. Ukuran perusahaan secara statistik menunjukkan bahwa memiliki hubungan positif terhadap struktur modal, sehingga dapat dikatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka perusahaan akan memiliki struktur modal yang lebih besar. Perusahaan yang semakin besar maka akan membutuhkan dana yang besar pula untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Hal ini menyebabkan perusahaan memilih alternatif berhutang kepada pihak lain. Hasil penelitian ini sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya (Fama dan French, 2002; Hall *et al.*, 2004; Sogorb-Mira, 2005).

Struktur aktiva yang digambarkan oleh aset berwujud, berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aktiva tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan rasio total hutang, sehingga hipotesis kedua penelitian ini ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ridloah (2010) yang menemukan bahwa struktur aktiva tidak memiliki pengaruh dengan struktur modal. Berdasarkan hal ini, maka dapat dikatakan bahwa struktur modal pada UKM tidak dipengaruhi oleh kepemilikan aset berwujud (*tangible asset*) perusahaan.

Pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa hipotesis ini didukung dalam penelitian. Hasil regresi menunjukkan bahwa likuiditas yang diprosikan oleh *Current Ratio* memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal. Likuiditas yang tinggi mencerminkan bahwa aktiva lancar yang dimiliki oleh perusahaan lebih besar dibandingkan dengan hutang lancar yang dimiliki. Semakin tinggi aktiva lancar, maka perusahaan dapat membayarkan kewajibannya tepat waktu yang menyebabkan turunnya struktur modal. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya mengenai adanya hubungan antara likuiditas dengan struktur modal (Eviani, 2016; Ghasemi dan Ab Razak, 2016).

Profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal, sehingga hipotesis keempat penelitian ini didukung. Tingkat profitabilitas dalam perusahaan mempengaruhi struktur modal dikarenakan profitabilitas mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki laba yang dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional, sehingga perusahaan akan mengurangi hutang. Hal ini sesuai dengan POT yang menyatakan bahwa perusahaan memilih menggunakan sumber pendanaan internal. Pertumbuhan aset pada penelitian ini memiliki hubungan yang signifikan terhadap struktur modal, sehingga hipotesis kelima didukung. Pertumbuhan aset menyebabkan semakin berkurangnya rasio hutang terhadap aset. Hal ini memberikan gambaran bahwa perusahaan lebih memilih meningkatkan investasinya dibandingkan dengan meningkatkan hutang.

5. Kesimpulan dan Saran

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh secara positif terhadap struktur modal. Likuiditas, profitabilitas, dan pertumbuhan memiliki pengaruh negatif terhadap komposisi struktur modal. Struktur aktiva yang diwakili oleh aset berwujud tidak mempengaruhi struktur modal UKM di dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan data panel untuk melihat karakteristik perusahaan terhadap struktur permodalan UKM yang terdaftar di Indonesia. Di sisi lain, hasil penelitian menunjukkan bahwa sebagian besar karakteristik perusahaan mempunyai struktur modal dan sesuai dengan prediksi POT. Hal ini tercermin dari fakta yang ada pada UKM Indonesia dan terlihat dari pinjaman yang lebih rendah dibandingkan aset.

5.2. Saran

Model dalam penelitian menghasilkan nilai *adjusted r-square* sebesar 0,856 yang membuktikan jika karakteristik perusahaan yang terdiri dari *size*, *tangible asset*, *current ratio*, *return on asset*, dan *growth* mampu menjelaskan struktur modal sebesar 85,6%. Hal tersebut memberikan celah bagi penelitian selanjutnya untuk menemukan variabel lain (14,4%) yang tidak diteliti dalam penelitian ini, namun dapat mempengaruhi komposisi struktur modal. Selain itu, penelitian ini tidak melakukan pemisahan hutang yaitu tidak membedakan hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek sehingga peneliti selanjutnya dapat menggali lebih dalam tentang struktur modal dengan membandingkan kedua rasio hutang tersebut.

Daftar Pustaka

- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2011). Revisiting The Capital-Structure Puzzle: UK Evidence. *Journal of Risk Finance*, 12(4), 329-338.
- Anggraeni, L., Puspitasari, H., El Ayyubi, S., & Wiliasih, R. (2013). Akses UMKM terhadap Pembiayaan Mikro Syariah dan Dampaknya terhadap Perkembangan Usaha: Kasus BMT Tadbiirul Ummah, Kabupaten Bogor. *Al-Muzara'ah*, 1(1), 56-67.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Brennan, M. J., & Schwartz, E. S. (1978). Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure. *The Journal of Business*, 51(1), 103-114.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital Structure And Financing of SME's: Australian Evidence. *Accounting and Finance*, 43(2), 123-147.
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015a). Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *Vision*, 19(4), 295-302.
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015b). Determinants Of Capital Structure: An Empirical Evaluation from India. *Journal of Advances in Management Research*, 12(1), 3-14.
- Chen, J., Jiang, C., & Lin, Y. (2014). What Determine Firms' Capital Structure in China?. *Managerial Finance*, 40(10), 1024-1039.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- Eviani, A. D. (2016). Pengaruh Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, *Dividend Payout Ratio*, Likuiditas dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal. *Jurnal Akuntansi dan Sistem Teknologi Informasi*, 11(2).
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Ferri, M. G., & Jones, W. H. (1979). Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach. *The Journal of Finance*, 34(3), 631-644.

- Ghasemi, M., & Ab Razak, N. H. (2016). The Impact of Liquidity on the Capital Structure: Evidence from Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 8(10), 130-139.
- Gómez, G., Mena Rivas, A., & Lizaraburu Bolaños, E. R. (2014). The determinants of capital structure in Peru. *Academia Revista Latinoamericana de Administracion*, 27(3), 341-354.
- González, V. M., & González, F. (2012). Firm Size and Capital Structure: Evidence Using Dynamic Panel Data. *Applied Economics*, 44(36), 4745-4754.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from The Field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants Of The Capital Structures Of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(5-6), 711-728.
- Kesuma, A. (2009). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya terhadap Harga Saham Perusahaan *Real Estate* yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Wirausaha (Journal of Management and Entrepreneurship)*, 11(1), 38-45.
- Kristiyanti, Mariana. (2012). Peran Strategis Usaha Kecil Menengah (UKM) dalam Pembangunan Nasional. *Majalan Ilmiah Informatika*, 3(1), 63-89.
- Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital Structure And Firm Performance In European SMEs: Does Credit Risk Make A Difference?. *Managerial Finance*, 45(5), 582-601.
- Margaretha, F., & Khairunisa, K. (2016). Pengaruh Struktur Modal dan Likuiditas Terhadap Profitabilitas pada Usaha Kecil dan Menengah di Indonesia. *Jurnal Manajemen Teknologi*, 11(2).
- Murti, A. K., Trisnadewi, A. A. E., Citraesmi, L. D., & Saputra, K. A. K. (2018). SAK ETAP, Kualitas Laporan Keuangan dan Jumlah Kredit yang Diterima UMKM. *Ekuitas: Jurnal Pendidikan Ekonomi*, 6(2), 52-61.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Ridloah, S. (2010). Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empirik pada Perusahaan Multifinansial. *JDM (Jurnal Dinamika Manajemen)*, 1(2).
- Saskara, I. N., & Putra, I. G. A. A. S. (2013). Efektivitas Dan Dampak Program Bantuan Kredit Usaha Rakyat (KUR) terhadap Pendapatan Dan Kesempatan Kerja Usaha Mikro Kecil Dan Menengah (UMKM) di Kota Denpasar. *E-Jurnal Ekonomi Pembangunan Universitas Udayana*, 2(10), 44638.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants Of Capital Structure: An Empirical Study Of Firms In Manufacturing Industry Of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 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), 447-457.

Titman, S., dan Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.