

ISSN 2338 - 9729 (*print*)

ISSN 2598 - 8948 (*online*)

**Jurnal Bisnis
dan Manajemen**

*"Research, invent,
solve, and share"*

Volume 6, Nomor 1, Maret 2018

©Universitas Peradaban

Cetakan Pertama, 2018

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

All Rights Reserved

Published by:



UNIVERSITAS PERADABAN

Jalan Raya Pagojengan KM 3 Paguyangan, Brebes, Jawa Tengah 52276

No. Telp: (0289) 432032; No. Fax: (0289) 430003

Email: upbumiayu@gmail.com

Website: www.peradaban.ac.id

ISSN 2338 - 9729 (*print*)
ISSN 2598 - 8948 (*online*)

Jurnal Bisnis dan Manajemen

*"Research, invent,
solve, and share"*

Volume 6, Nomor 1, Maret 2018

DEWAN EDITOR (*Editorial Team*)

Ketua (*Editor-in-Chief*)

Cici Widowati, S.P., M.S.M (*Universitas Peradaban*)

Anggota (*Editorial Board Members*)

Andriyansah, S.E., M.M. (*Universitas Terbuka*)

Ismi Darmastuti, S.E., M.Si. (*Universitas Diponegoro*)

Mohammad Nur Utomo, S.E., M.Si. (*Universitas Borneo Tarakan*)

Sutarmin, S.Si., M.Si. (*Universitas Peradaban*)

Asisten Editor (*Editorial Assistant*)

Muhamad Nur Khozin, S.E. (*Universitas Peradaban*)

Penerbit (*Publisher*):

Universitas Peradaban

Jl. Raya Pagojengan KM 3 Paguyangan, Kab. Brebes, Jawa Tengah 52276

No. Telp: (0289) 432032; No. Fax: (0289) 430003

Alamat Redaksi (*Editorial Address*):

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Peradaban

Jl. Raya Pagojengan KM 3 Paguyangan, Kab. Brebes, Jawa Tengah 52276

No. Telp: (0289) 432032; No. Fax: (0289) 430003

Email: jbimaperadaban@gmail.com; jbima@peradaban.ac.id

Website: <http://journal.peradaban.ac.id/index.php/jbm>

JBIMA (Jurnal Bisnis dan Manajemen) merupakan jurnal ilmiah yang diterbitkan oleh Universitas Peradaban. Penerbitan JBIMA (Jurnal Bisnis dan Manajemen) dimaksudkan sebagai media penerbitan karya ilmiah baik berupa kajian ilmiah maupun hasil penelitian di bidang bisnis dan ilmu manajemen. Setiap naskah yang dikirimkan ke JBIMA (Jurnal Bisnis dan Manajemen) akan ditelaah oleh Mitra Bestari (*Reviewers*) yang bidangnya sesuai. Daftar nama Mitra Bestari akan dicantumkan di setiap terbitan. Penulis akan menerima 2 (dua) eksemplar cetak lepas (*off print*) setelah terbit. JBIMA (Jurnal Bisnis dan Manajemen) diterbitkan dua kali dalam satu tahun, yaitu pada bulan Maret dan September. Harga langganan JBIMA (Jurnal Bisnis dan Manajemen) adalah Rp 50.000,- per edisi, ditambah biaya kirim Rp30.000,- per eksemplar (Pulau Jawa) atau Rp 50.000,- per eksemplar (di luar Pulau Jawa). Berlangganan minimal 1 tahun atau untuk 2 kali terbitan. Kami memberikan kemudahan bagi para pembaca dalam mengakses karya ilmiah dalam bentuk *electronic file* artikel-artikel yang dimuat pada JBIMA (Jurnal Bisnis dan Manajemen) dengan cara mengakses artikel-artikel tersebut di Website JBIMA (Jurnal Bisnis dan Manajemen) (<http://journal.peradaban.ac.id/index.php/jbm>).

ISSN 2338 - 9729 (*print*)

ISSN 2598 - 8948 (*online*)

Jurnal Bisnis dan Manajemen

*"Research, invent,
solve, and share"*

Volume 6, Nomor 1, Maret 2018

UCAPAN TERIMA KASIH

Editorial JBIMA (Jurnal Bisnis dan Manajemen) menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada Mitra Bestari (*Reviewers*) yang telah menelaah naskah sesuai dengan bidangnya. Berikut ini adalah nama dan asal institusi Mitra Bestari yang telah melakukan telaah terhadap naskah yang masuk ke editorial JBIMA (Jurnal Bisnis dan Manajemen) Vol. 6, No. 1, Maret 2018.

Prof. Dr. Suliyanto, S.E., M.M.
Universitas Jenderal Soedirman

Dr. Sih Darmi Astuti
Universitas Dian Nuswantoro

Dr. Ade Irma Anggraeni, S.E., M.Si.
Universitas Jenderal Soedirman

Dr. Muslikh, M.E.
Universitas YARSI Jakarta

Rio Dhani Laksana, S.E., M.Sc.
Universitas Jenderal Soedirman

Konsep *Dynamic Capital Structure Adjustment Model* (DCSA) sebagai Penentu Pengambilan Keputusan Struktur Modal pada UMKM**Isnaeni Rokhayati ¹⁾**

¹⁾ Mahasiswa Program Doktor Ilmu Manajemen, Universitas Jenderal Soedirman
E-mail: isnaeni_akbar@yahoo.co.id

Abstract

This research seeks to test the dynamic capital structure model in Micro Small and Medium Enterprises (MSMEs) in Banyumas Regency. The data used are panel data from MSMEs in Banyumas Regency from 2015 to 2017. This research uses dynamic model, which is different from the static model because this dynamic model incorporates adjustment rate parameter on leverage. Adjustment speed to targeted leverage is characterized as an activity to balance leverage at the targeted level. In a dynamic perspective, the leverage observed at a time may not be the same as the targeted leverage. Leverage targeted by these MSMEs will be determined and estimated. This study uses prediction of debt ratio as optimal leverage or targeted leverage. Targeted leverage changes from time to time due to changes in internal and external factors of MSMEs. This targeted leverage depends on the characteristics of MSMEs and macroeconomic conditions. Company's financial performance can be known from the optimal use of the capital structure. Capital structure theory such as pecking order theory and trade-off theory is widely used to determine funding policy in its capital structure. The development of trade-off theory and pecking order theory is to solve the problem of the capital structure into a model of the dynamic capital structure. The purpose of this paper is to explain the existence of adjustment model to the time of continuous leverage usage in capital structure at MSMEs which is development of dynamical capital structure theory that is dynamic capital structure adjustment model (DCSA) a new concept to solve funding problem at MSMEs, and using characteristic variable company in the form of profitability, assets structure, size, growth and liquidity as determinant factor of optimal capital structure at MSMEs. Previous research has been done in large companies, and still little done to MSMEs, so this research will test the structure of capital structure at MSMEs. The descriptive statistic research will be conducted by regression analysis. The sampling method used purposive sampling technique where the object of research is MSME which has financial report in last three years, data in the form of primary data from financial report of MSMEs. With the new concept of dynamic capital structure adjustment model (DCSA) is expected to determine the optimal capital structure with the level of adjustment (speed of adjustment) on leverage targeted at MSMEs.

Keywords: *capital structure, dynamic capital structure, leverage, speed of adjustment, UMKM*

PENDAHULUAN

Struktur modal menurut Weston dan Copeland (1986) bahwa *capital structure or the capitalization of the firm is the permanent financing represented by long-term debt, preferred stock and shareholder's equity*. Sehingga dapat dimengerti bahwa struktur modal yang dimiliki merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari hutang jangka panjang (*long-term liabilities*) dan modal sendiri (*shareholder's equity*). Sebuah perusahaan yang bersifat *profit oriented* keputusan pencarian sumber pendanaan untuk memperkuat struktur modal menjadi keputusan penting yang harus dikaji secara mendalam serta berbagai dampak pengaruh yang mungkin terjadi dimasa yang akan datang (*future effect*) (Fahmi, 2014). Sehingga sangat penting bagi sebuah perusahaan untuk menentukan kebijakan *leverage* pada struktur modal yang optimal bagi perusahaan.

Penelitian empiris yang dilakukan Surwanti (2015) menjelaskan mengenai struktur modal bertujuan untuk mengidentifikasi model atau teori struktur modal yang dapat menjelaskan perilaku keputusan pendanaan perusahaan. Manajer keuangan perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan secara teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih karena masing-masing sumber pendanaan mempunyai konsekuensi finansial yang berbeda. Proporsi pendanaan sumber dana internal dan dana eksternal dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan dapat disebut struktur modal yang menjadi penting dalam manajemen keuangan perusahaan.

Penelitian terdahulu tentang struktur modal yang telah mapan menyajikan dua teori penting yaitu *trade-off theory* atau dapat disebut *balancing theory* dan *pecking order theory*. *Trade-off theory* (TOT) memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara *capital structure* dan nilai perusahaan terdapat suatu tingkat *leverage* (*debt ratio*) yang optimal. Oleh karena itu perusahaan akan selalu berusaha menyesuaikan tingkat *leverage* ke arah yang optimal. Jadi, tingkat *leverage* perusahaan bergerak terus dari waktu ke waktu ke arah suatu target yang ingin dicapai. Sayangnya target *leverage* ini tidak bisa diamati (*unobservable*) dalam praktik di perusahaan, yang dapat kita amati adalah arah dan kecepatan dari proses penyesuaian tersebut, sehingga untuk meneliti fenomena ini diperlukan metodologi dengan menggunakan model dinamis (Darminto, 2008).

Trade-off theory memprediksi bahwa perusahaan berusaha menyeimbangkan manfaat dan biaya dari hutang, sehingga perusahaan harus memilih *leverage* yang ditargetkan. Beberapa studi empiris menunjukkan pendanaan perusahaan menuju pada *leverage* yang ditargetkan dengan mengembangkan manfaat dan biaya dari hutang yang dibandingkan dengan ekuitas perusahaan. Beberapa penelitian menggunakan rasio hutang yang diobservasi sebagai proksi struktur modal yang optimal atau *leverage* yang ditargetkan (Titman & Wessels, 1998). Pengembangan *Trade-off Theory* dengan adanya perubahan secara terus menerus dari waktu ke waktu terhadap *leverage* yang diinginkan kemudian pada perkembangannya menjadi *dynamic trade-off theory* (Morelec *et al.*, 2012).

Pecking order theory mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan berusaha menerbitkan sekuritas pertama dari internal, retained earning, kemudian utang berisiko rendah dan

terakhir ekuitas (Myers, 1984). *Pecking order theory* memprediksi bahwa pendanaan utang eksternal didasarkan pada defisit pendanaan internal. Teori *pecking order* mempertimbangkan masalah asimetri informasi dimana pemegang saham dan manajer perusahaan mengetahui lebih banyak tentang nilai aktiva yang ada di perusahaan dan prospek pertumbuhan perusahaan dibandingkan dengan investor luar, keputusan pembiayaan perusahaan berdasarkan hirarki yaitu pendanaan internal lebih disukai dari pada pendanaan eksternal (Myers & Majluf, 1984).

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengembangan *Trade-off Theory* dengan adanya perubahan secara terus menerus terhadap *leverage* yang diinginkan kemudian menjadi *dynamic trade-off theory*. Morelec *et al.* (2012) menjelaskan bahwa struktur modal dinamis merupakan pengembangan dari model *trade-off* dinamis dengan melihat adanya dinamika rasio leverage dan menekankan adanya peran lembaga konflik dalam keputusan pendanaan perusahaan.

Dekade terakhir ini terdapat pengembangan teori keuangan modern, yaitu dikembangkannya model struktur modal dinamis (*dynamic capital structure model*). Penelitian model dinamis berbeda dengan model statis dimana model dinamis memasukan parameter *speed of adjustment* atau kecepatan penyesuaian. *Speed of adjustment* adalah kecapatan penyesuaian ke leverage yang ditargetkan. Selanjutnya teori struktur modal *trade-off* dinamis dikarakteristikkan sebagai suatu aktivitas menyeimbangkan struktur modal pada tingkat yang ditargetkan (Surwanti, 2015).

Penelitian dari Amjed (2016) hasilnya menunjukkan bahwa kecepatan penyesuaian terhadap target modal bervariasi antar industri dan dari waktu ke waktu. Kecepatan penyesuaian dipengaruhi oleh faktor spesifik makroekonomi dan perusahaan. Hasil juga menunjukkan bahwa inflasi volatile dan tingkat suku bunga yang lebih tinggi menghambat kecepatan penyesuaian. Juga ditemukan bahwa semakin dekat perusahaan terhadap struktur modal target mereka dengan penyesuaian yang cepat, maka kinerja keuangan akan semakin baik dan menunjukkan kecepatan penyesuaian memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan sektor korporasi di Pakistan (Amjed, 2016).

Studi yang dilakukan Memon *et al.* (2015) mengkaji keberadaan struktur modal sasaran dan memperkirakan kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal yang ditargetkan untuk perusahaan-perusahaan non keuangan dilakukan di Pakistan. Penelitian ini juga meneliti tingkat perusahaan dan faktor ekonomi makro menentukan struktur modal sasaran pada perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan panel dinamis pemodelan data dengan menggunakan model penyesuaian parsial. Perusahaan di Pakistan ditemukan bahwa untuk mengejar rasio utang sasaran dan membuat penyesuaian secara lengkap terhadap target leverage dalam waktu kurang dari dua tahun (Memon *et al.*, 2015).

Riset dari Sardo dan Serrasqueiro (2016) tentang bagaimana menganalisis keputusan struktur modal pada usaha kecil di portugis dengan menggunakan cara memprediksi *trade-off* teori dinamis, dengan kecepatan penyesuaian hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang untuk masing-masing target hutang. Hasil menunjukkan bahwa UMK menyesuaikan rasio hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang terhadap rasio hutang target masing-masing UMK menyajikan kecepatan penyesuaian yang tinggi terhadap rasio hutang jangka pendek target. Hasil yang

diperoleh untuk kecepatan penyesuaian hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang dalam konteks resesi menunjukkan bahwa untuk UMK biaya transaksi pasar sangat tinggi, sehingga memperlambat kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal sasaran (Sardo & Serrasqueiro, 2016)

Secara umum hasil penelitian dari Matemilola (2011) menunjukkan bukti empiris bahwa *trade-off theory* digunakan pada Negara-negara berkembang masih tetap aplikatif, meskipun secara institusional berbeda secara nyata dengan negara lain. Penelitian ini memberikan kontribusi sebagai berikut: (1) dapat menunjukkan satu kekurangan dari studi yang tersedia pada *trade-off theory* secara pengujian empiris dalam struktur modal., (2) studi ini mempelajari dan menggunakan model panel dinamis dengan tingkat penyesuaian (*adjustment*) yang rendah (Matemilola, 2011).

Hasil penelitian Saadah & Prijadi (2012) membuktikan fakta penting bahwa *trade-off theory* dan *market timing theory* signifikan menjelaskan perilaku struktur modal perusahaan di Indonesia. Temuan ini mendukung penelitian Huang & Ritter (2008) yang menunjukkan bahwa tidak hanya teori tunggal saja yang menjelaskan pola struktur modal baik secara *time series* maupun *cross section*. Hasil dari temuan ini mendukung Myers (2001) bahwa gabungan beberapa teori diperlukan untuk menjelaskan struktur modal. Penelitian empiris dari Zerebski & Dimovski (2012) membuktikan bahwa beberapa teori struktur modal bukanlah saling meniadakan melainkan bisa saling mendukung dimana hasil penelitian terbukti bahwa pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dapat dijelaskan oleh beberapa teori yaitu *trade-off theory*, *pecking order theory*, *signaling theory*, *agency theory*, dan *market timing theory*.

Kecepatan penyesuaian terhadap leverage yang ditargetkan memfokuskan pada biaya perubahan atau peralihan dari satu struktur modal ke struktur modal yang lain, dan biaya tersebut yang diasosiasikan sebagai biaya pada tingkat struktur modal tertentu (Heshmati, 2001). Perusahaan akan menyimpang dari *leverage* yang ditargetkan, dan kemudian secara bertahap akan kembali ke target *leverage* yang ditetapkan. Model penyesuaian dinamis terhadap struktur modal terkait dengan adanya biaya yang dikeluarkan untuk menyesuaikan kembali struktur modalnya. Karakteristik perilaku keuangan perusahaan yang dapat dikatakan sebagai penyesuaian jangka panjang pada target *leverage*. Kecepatan penyesuaian dapat dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan dan kecepatan penyesuaian bervariasi antar perusahaan serta antar waktu (Jalilvand & Haris, 1984).

Perdebatan perbedaan teori struktur modal yang tepat digunakan pada sebuah perusahaan akan menekankan pada suatu masalah yang berbeda, ini merupakan sebuah tantangan untuk membangun kesamaan dalam teori struktur modal. *Trade-off theory* adalah statis, akan tetapi perusahaan pada dunia nyata telah beroperasi selama bertahun-tahun dan dalam kondisi lingkungan yang dinamis berubah secara terus menerus, sehingga berkembanglah teori struktur modal yang digunakan pada kondisi yang dinamis tersebut yang dikenal sebagai *dynamic trade-off theory*.

Berdasarkan *review* yang telah dilakukan penelitian tentang struktur modal menggunakan pendekatan dinamis belum banyak dilakukan di Indonesia (Saadah & Rijadi, 2012; Surwanti, 2015), terutama yang dilakukan pada kasus UMKM. Oleh karena itu penelitian ini mencoba untuk menguji lebih lanjut struktur modal pada UMKM yang mendasarkan pada "*dynamic trade-off theory*". Berdasarkan *dynamic trade-off theory* struktur modal ditargetkan bervariasi sepanjang waktu. Rasio hutang yang ditargetkan akan berubah sepanjang waktu, maka estimasi *speed adjustment* dapat

menjadi bias, dan lebih lanjut menjadi rumit dalam menganalisa seberapa cepat struktur modal bergerak mencapai target struktur modalnya.

Studi tentang struktur modal yang memasukkan perilaku *dynamic adjustment* ke dalamnya yang berkembang saat ini, setidaknya mengandung dua kelemahan. Pertama, pada kemampuan modelnya dalam mendeteksi proses *adjustment* pada *actual leverage* apakah akan konvergen pada optimal leveragenya, kedua dalam hal penurunan atau pembentukan modelnya. Model-model yang ada, merupakan model ad-hoc dan tidak mempunyai fondasi yang bersifat teoritik (Saadah, 2010). Berdasarkan kelemahan yang ada, maka penelitian ini dilakukan mencoba untuk menguji struktur modal dengan *dynamic capital structure theory* yang memasukkan *speed of adjustment* pada target *leverage* pada UMKM yang ada di Indonesia.

Kemudahan akses dana bagi UMKM saat ini didukung program pemerintah yaitu program KUR. Perkembangan pemanfaatan fasilitas KUR bagi UMKM melalui Bank Umum menunjukkan peningkatan. Pada tahun 2012, total kredit melalui skema Kredit dengan Penjaminan Tertentu mencapai Rp 39,7 triliun, meningkat menjadi Rp 48,3 triliun pada tahun 2014. Penyaluran KUR bagi usaha Mikro, Kecil, dan Menengah tahun 2012 masing-masing sebesar 43 persen, 51 persen, dan 6 persen. Pada tahun 2014, program KUR dimanfaatkan oleh sektor usaha Mikro, Kecil, dan Menengah, masing-masing sebesar 56 persen, 40 persen, dan 4 persen. Program KUR berhasil meningkatkan akses UMKM terhadap fasilitas pembiayaan perbankan. Data Bank Indonesia yang dirilis BPS menunjukkan perkembangan kredit UMKM pada Bank Umum mengalami peningkatan. Pada tahun 2012, kredit sektor UMKM sebesar Rp 526,3 triliun, meningkat menjadi Rp 671,7 triliun pada tahun 2014. Penggunaan kredit bank tersebut sebagian besar, 73 persen, digunakan untuk tambahan modal kerja, sementara sisanya digunakan untuk kegiatan investasi (Abidin, 2015).

Dukungan fasilitas pembiayaan untuk UMKM ini memungkinkan adanya perubahan pada kondisi struktur modal UMKM tersebut, dimana terjadi perubahan pada tingkat penggunaan modal atau leverage pada struktur modal mereka. Kondisi tingkat leverage UMKM yang mengalami perubahan ini yang menjadi dasar untuk melakukan penelitian ini, yaitu untuk mengetahui struktur modal yang optimal pada UMKM dengan adanya perubahan yang dinamis pada tingkat *leverage* yang digunakan. Penelitian ini menggunakan pengembangan teori *trade-off* dinamis atau lebih dikenal dengan *dynamiac capital structure theory* dengan memasukan kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) pada *leverage* yang ditargetkan.

Penelitian dari Heshmati (2001) tentang struktur modal secara umum adalah mempelajari *determinant*/penentu *leverage* optimal. Penelitian dilakukan pada usaha mikro kecil dan menengah di Swedia, dimana dalam peper ini menjelaskan (1) melakukan observasi terhadap penyesuaian dari *leverage* optimal, (2) analisa empiris adalah statis, (3) tingkat penyesuaian adalah tidak konstan. Paper ini menggunakan formula *dynamic adjustment* model. Identifikasi dari *determinant* dan estimasi level dari struktur modal optimal serta kecepatan penyesuaian mengikuti *determinant* yang fleksibel dan penyesuaian adalah efektif pada level struktur modal, dimana struktur modal yang di observasi melebihi target dan penyesuaian menuju level target sangat lambat (Heshmati, 2001).

Penelitian yang dilakukan oleh Surwanti (2015) mendasarkan pada teori modal *trade-off* dinamis menjadi menarik karena dengan pendekatan dinamis ini dikarakteristikan sebagai adanya aktivitas menyesuaikan *leverage* ke tingkat *leverage* yang ditargetkan dengan menggunakan variabel penentu struktur modal berupa

karakteristik perusahaan dan kondisi ekonomi makro. Sedangkan leverage yang ditargetkan bervariasi sepanjang waktu, *leverage* actual pada suatu waktu tidak sama dengan *leverage* yang ditargetkan. *Leverage* yang ditargetkan dispesifikasi dan diestimasi dengan mempertimbangkan biaya kebangkrutan, biaya keagenan dan biaya asimetri informasi dengan mendasarkan pada teori *trade-off* dan teori *pecking order* (Surwanti, 2015).

Penelitian Newman *et al.* (2010) menunjukkan bahwa variabel *firm size*, *profitability*, *asset structure* menghasilkan hasil yang berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Najjar (2011) dimana variabel yang digunakan sebagai determinan terhadap struktur modal yaitu *profitability*, *tangibility*, *liquidity* dan *firm size* berpengaruh terhadap struktur modal optimal. Sedangkan penelitian menggunakan tingkat *leverage* diobservasi sebagai proksi rasio *leverage* yang optimal (Titman & Wessels, 1988; Harris & Raviv, 1991; Hull, 2012; Hadiningsih, 2012; Ayed & Zouari, 2014) menggunakan variabel karakteristik perusahaan berupa *tangibility*, *liquidity*, *profitability*, *firm size*, *age*, *non debt tax shield*, *risk*, *growth*, *rentability*, *collateral*, *asset structure*, *retained earning*, dan *free cash flow* yang dapat mempengaruhi struktur modal optimal perusahaan (Hadiningsih, 2012; Cekrezi, 2013; Hull, 2014; Ayed & Zouari, 2014; Nugroho, 2014; Nejed, 2015; Matemilola, 2011; Memon *et al.*, 2015) menunjukkan hasil yang berbeda terhadap tingkat leverage yang optimal.

Penelitian dengan menggunakan variabel karakteristik perusahaan (seperti; *profitability*, *liquidity*, *growth*, *firm size*, *asset structure*, *opportunity*, *firm age*, *non debt shield*, *tax*, *tangibility*, *equity*, *earning*) sebagai faktor penentu struktur modal yang optimal telah banyak dilakukan. Namun demikian masih banyak menghasilkan temuan-temuan yang berbeda sehingga menimbulkan *gap* antara penelitian yang satu dengan penelitian yang lain.

Perbedaan hasil penelitian terdahulu yang merupakan riset *gap* dalam penelitian ini dengan menggunakan variabel karakteristik perusahaan sebagai variabel penentu struktur modal. Berikut ini dapat dilihat dalam tabel 3 review terhadap artikel yang menunjukkan perbedaan hasil pada karakteristik perusahaan sebagai faktor penentu struktur modal dan berbagai artikel terdahulu yang membahas tentang teori struktur modal yang menjadi acuan dalam paper ini. Hasil review terhadap penelitian terdahulu tentang berbagai karakteristik perusahaan sebagai faktor-faktor penentu struktur modal diatas dapat diperoleh riset *gap* dalam penelitian ini, yang merupakan perbedaan hasil penelitian terdahulu yaitu dari variabel *profitability*, *liquidity*, *asset structure*, *growth* dan *firm size*. Adapun riset *gap* dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1. Research Gap Faktor Penentu Struktur Modal dalam Penelitian

Profitability	<p>Positif : Loof (2004), Hadiningsih (2012), Nugroho (2014), Raude <i>et al.</i> (2015), Acarauci (2015), Matemilola (2011)</p> <p>Negatif : Sogorb-Mira (2005), Abror & Biekie (2009), Newman <i>et al.</i> (2010), Najjar (2011), Cekrezi (2013), Hull (2014), Ayed & Zouari (2014), Nejed (2015), Alipour <i>et al.</i> (2015), Matemilola (2011).</p>
---------------	--

Tabel 1. Research Gap Faktor Penentu Struktur Modal dalam Penelitian (lanjutan)

Firm size	<p>Positif : Sogorb-Mira (2005), Abror & Biekie (2009), Newman <i>et al.</i> (2010), Najjar (2011), Cekrezi (2013), Hull (2014), Ayed & Zouari (2014), Acaravaci (2015), Yang <i>et al.</i> (2015), Matemilola (2011)</p> <p>Negatif : Ayed & Zouari (2014), Nugroho (2014), Nejed (2015), Alipour <i>et al.</i> (2015), Basu (2015), Memon <i>et al.</i> (2015).</p>
Asset Structure	<p>Positif : Sogorb-Mira (2005), Abror & Biekie (2009), Najjar (2011), Hadiningsih (2012), Cekrezi (2013), Ayed & Zouari (2014), Basu (2015), Acaravaci (2015), Memon <i>et al.</i> (2015)</p> <p>Negatif : Newman (2010), Alipour (2015)</p>
Liquidity	<p>Positif : Najjar (2011), Basu (2015), Ayed & Zouari (2014)</p> <p>Negatif : Cekrezi (2013), Hull (2014), Nejed <i>et al.</i> (2015), Alipour (2015), Yang <i>et al.</i> (2015)</p>
Growth	<p>Positif : Sogorb-Mira (2005), Abror & Biekie (2009), Ayed & Zouari (2014), Nugroho (2014), Basu (2015), Raude <i>et al.</i> (2015), Acaravaci (2015), Matemilola (2011)</p> <p>Negatif : Lpoez-Grasia & Sogorb-Mira (2008), Hadiningsih (2012), Nejed <i>et al.</i> (2015), Alipour <i>et al.</i> (2015).</p>

Hasil review serta mapping yang telah dilakukan menunjukkan gap yang terjadi yaitu perbedaan hasil dari karakteristik perusahaan yang merupakan variabel penentu struktur modal yang merupakan faktor karakteristik perusahaan yaitu *profitability*, *asset structure*, *firm size*, *liquidity*, dan *growth*. Determinan struktur modal dapat berupa faktor karakteristik perusahaan yang dapat memberikan dampak bagi biaya penyesuaian (Surwanti, 2015). Penentuan variabel independent sebagai variabel penentu struktur modal dibatasi hanya lima variabel saja yaitu *profitability*, *asset structure*, *firm size*, *liquidity*, dan *growth* karena variabel tersebut merupakan faktor atau indikator yang sangat penting yang bisa menunjukkan kondisi financial perusahaan serta menunjukkan kinerja perusahaan (Indrajaya *et al.*, 2015).

Hasil review penelitian terdahulu dari kajian teori struktur modal yang digunakan baik dalam perusahaan besar maupun pada UMKM, sehingga dapat dijelaskan dalam penelitian ini menggunakan proksi sebagai penentu struktur modal optimal yaitu; Sebagai variabel terkait (*dependend variable*) adalah tingkat *leverage* yaitu total hutang (Newman, 2011; Najjar, 2011; Cekrezi, 2013; Ayed & Zouari, 2014; Nejed *et al.*, 2015; Yang *et al.*, 2015). Konsep penelitian ini menggunakan faktor karakteristik perusahaan sebagai variabel bebas (yaitu sebagai *independent variable*) yang dapat menentukan struktur modal yang optimal pada UMKM dimana variabel bebas ini merupakan faktor yang sangat penting yang bisa menunjukkan kondisi keuangan serta kinerja perusahaan.

Adapun variabel bebas tersebut ditentukan sebagai berikut:

1. Profitabilitas (*profitability*), diukur dengan perbandingan antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan total asset. Proxy ini banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya seperti dalam penelitian Yang *et al.*(2015), cekrezi (2013), Ayed & Zouari (2014), Nejed *et al.*(2015), Matemilola(2015), Memon *et al.*(2015).

2. Pertumbuhan (*growth*), diukur dengan perubahan tingkat penjualan tahun t dibandingkan dengan penjualan tahun $t-1$. Proxy ini digunakan dalam penelitian sebelumnya seperti Titman & Wessels (1988), Forte *et al.* (2013), Yang *et al.* (2015), Cekrezi (2013), Ayed & Zouari (2014), Nejed *et al.* (2015), Matemilola (2015), Memon *et al.* (2015).
3. Ukuran perusahaan (*size*), proxy ini diukur dengan logaritma natural dari total asset (Ln dari total asset) seperti yang digunakan dalam penelitian Abror & Biekpe (2009), Titman & Wessels (1988), Yang *et al.* (2015), Cekrezi (2001), Ayed & Zouari (2014), Nejed *et al.* (2015), Matemilola (2015), Memon *et al.* (2015).
4. Struktur aktiva (*asset structure*), proxy ini diukur dengan fixed asset dengan total asset seperti yang digunakan dalam penelitian Abror & Biekpe (2009), Titman & Wessels (1988), Yang *et al.* (2015), Cekrezi (2001), Ayed & Zouari (2014), Nejed *et al.* (2015), Matemilola (2015), Memon *et al.* (2015), Wang (2011).
5. Likuiditas (*liquidity*), diukur dengan *current ratio* yaitu perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar, proxy ini sudah banyak digunakan dalam penelitian seperti Wang *et al.* (2011), Su (2001), Abror & Biekpe (2009), Titman & Wessels (1988), Yang *et al.* (2015), Cekrezi (2001), Ayed & Zouari (2014), Nejed *et al.* (2015), Matemilola (2015), Memon *et al.* (2015).

Kondisi UMKM yang ada di Indonesia mempunyai karakteristik yang berbeda dengan UMKM yang ada di luar negeri. Menurut Lembaga Pengembangan Perbankan Indonesia, BI (2015) menjelaskan beberapa karakteristik UMKM yang ada di Indonesia, antara lain; (1) *standar* kualitas yang beragam, (2) bahan baku dan jenis produk yang terbatas, (3) sumber daya manusia memiliki pengalaman dan pengetahuan yang beragam, (4) mampu bertahan dalam kondisi krisis ekonomi, (5) memiliki tingkat fleksibilitas yang tinggi, (6) mendorong pertumbuhan ekonomi, (7) mewujudkan stabilitas nasional (LPPI BI, 2015). Sedangkan menurut Holatova & Brezinova (2013) menjelaskan tentang enam (6) karakteristik UMKM yang ada di luar negeri antara lain: (1) *Quality*, (2) *covering of market*, (3) *survival*, (4) *development*, (5) *stability*, (6) *profit* (Holatova & Brezinova, 2013).

Karakteristik UMKM yang ada di Indonesia dari penjelasan di atas memiliki beberapa kesamaan dengan UMKM yang ada di luar negeri diantaranya kualitas, stabilitas dan dapat bertahan hidup (*survive*). Kesamaan karakteristik tersebut menunjukkan bahwa penelitian ini dapat menggunakan konsep teori struktur modal yang digunakan dalam perusahaan, dan akan diterapkan untuk kasus UMKM yang ada di Indonesia.

Fenomena yang sangat menarik adalah bahwa penelitian yang telah banyak dilakukan sebagian besar menggunakan sampel perusahaan yang sudah listing dan juga berskala besar. Sementara penelitian pada perusahaan berskala kecil masih jarang dilakukan sehingga berdasarkan hal tersebut penelitian ini menggunakan sampel perusahaan kecil (UMKM) dengan tujuan untuk membuktikan apakah ada perbedaan hasil yang diperoleh mengenai teori yang diterapkan dalam pengambilan keputusan struktur modal perusahaan. Penelitian ini melibatkan para pelaku atau pemilik UMKM yang menjalankan segala kegiatan dan operasional perusahaan yaitu kegiatan pencarian modal, penggunaan modal serta investasi. Kegiatan pendanaan perusahaan berkaitan dengan adanya tingkat hutang tertentu yang digunakan dalam perusahaan atau sering dikenal dengan *Leverage* yaitu merupakan kombinasi penggunaan tingkat hutang perusahaan baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang, pemenuhan

kebutuhan akan pendanaan perusahaan sering disebut sebagai struktur modal. Berdasarkan review pada tabel 3 menunjukkan perbedaan karakteristik perusahaan yang dapat menentukan struktur modal, adapun faktor-faktor karakteristik perusahaan yang mempengaruhi struktur modal yang digunakan dalam penelitian ini yaitu tingkat *profitability, growth, liquidity, asset structure dan firm size*. Sehingga dikembangkan hipotesis pertama dalam penelitian apakah UMKM melakukan kondisi penyesuaian terhadap leverage.

H1 : UMKM di Indonesia melakukan penyesuaian terhadap Leverage yang ditargetkan.

Perkembangan UMKM saat ini sangat pesat terbukti disemua lini usaha dan bisnis dikuasai oleh unit usaha kecil dan menengah. Usaha kecil menengah sangat membantu meningkatkan kesejahteraan masyarakat dan sebagai penggerak kegiatan ekonomi kerakyatan yang mendorong ekonomi nasional Indonesia. Kontribusi UMKM sebanyak 99,9% terhadap unit usaha, sedangkan kontribusi penyerapan terhadap tenaga kerja sebesar 97,16% dari total tenaga kerja di Indonesia, serta kontribusi PDB Indonesia sebesar 145,5 milyar rupiah dipenuhi oleh pendapatan dari UMKM (Sumber BI, 2016). Bukti ini menunjukkan bahwa keberadaan UMKM sangat penting bagi perekonomian Negara.

Berdasarkan data dari Kementrian Koperasi dan Usaha Kecil dan Menengah, jumlah UMKM di Indonesia tahun 2013 berjumlah 57.895.721 unit (99,99%), menyumbang untuk PDB sebesar 1.536.918,8 Milyar (57,56%) dan menyerap tenaga kerja sebanyak 114.144.082 orang (96,99%) (Data Usaha Mikro, Kecil, Menengah (UMKM) dan Usaha Besar (UB) tahun 2012-2013, 2013). Data di atas menunjukkan bahwa sektor bisnis khususnya UMKM sangat vital dan berperan sangat besar bagi pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Usaha Mikro dan Kecil di Indonesia memberikan kontribusi penting bagi pertumbuhan ekonomi dan penciptaan lapangan kerja. 98% perusahaan di Indonesia merupakan usaha mikro dan kecil namun mampu menyumbang 57% Pendapatan Domestik Bruto (PDB) dan menyerap 60 persen tenaga kerja. Namun demikian, usaha mikro dan kecil sering menghadapi kendala diantaranya kurangnya informasi maupun akses untuk memperoleh kredit/pembiayaan, sehingga membatasi pertumbuhan dan peluang investasi mereka (Sumber; Komite kebijakan KUR, 2016).

Undang-undang No. 20 tahun 2008 tentang Usaha Mikro Kecil dan Menengah, pasal 7 dan 8 mengamanatkan kepada Pemerintah dan Pemerintah Daerah untuk menumbuhkan iklim usaha dengan menetapkan peraturan perundang-undangan dan kebijakan yang meliputi aspek diantaranya terkait pendanaan. Peraturan Presiden Republik Indonesia No. 98 tahun 2014 tentang perizinan UMK dalam pasal 2 menyebutkan bahwa tujuan pengaturan Ijin Usaha Mikro Kecil (IUMK) bagi pelaku UMK adalah untuk mendapatkan kemudahan dalam akses dana pembiayaan ke lembaga keuangan bank dan non bank.

Kebijakan pendanaan tersebut ditujukan untuk memperluas sumber pendanaan dan memfasilitasi UMKM pada kredit bank/non bank, memperbanyak lembaga pembiayaan dan memperluas jaringannya, memberikan kemudahan dalam memperoleh pendanaan, dan membantu UMKM mendapatkan pembiayaan dan jasa/produk keuangan lainnya dengan jaminan pemerintah. Sejalan dengan amanat UU No. 20 tersebut untuk membantu mengatasi kurangnya akses UMKM untuk memperoleh kredit/pembiayaan, pemerintah meluncurkan Kredit Usaha Rakyat (KUR) pada tahun

2007. Dalam kurun waktu 2007 – 2014, realisasi penyaluran KUR melampaui target yang ditetapkan pemerintah (Sumber: Komite Kebijakan KUR, 2016).

KUR Tahun 2007 – 2014 diklaim sebagai program pembiayaan bagi UMKM yang paling berhasil karena dengan kucuran anggaran Pemerintah sebesar Rp. 16,7 triliun, yaitu Rp. 11,7 triliun untuk PMN dan Rp. 5,02 triliun untuk Imbal Jasa Penjaminan (IJP), telah berhasil memancing dana bank sebesar Rp 178,85 triliun untuk disalurkan kepada UMKM dengan NPL rata-rata sebesar 3,3%. Indikator keberhasilan lainnya yaitu program KUR telah berhasil menyerap tenaga kerja sebanyak 20.344.639 orang (Sumber: Komite Kebijakan KUR, 2016).

Tahun 2015, pemerintah menargetkan penyaluran KUR sebesar Rp30 triliun. Nota Keuangan dalam APBN 2015 menyebutkan alokasi anggaran program KUR bertujuan mendorong kontribusi sektor UMKM terhadap penyerapan tenaga kerja, meningkatkan kontribusi dalam pembentukan Produk Domestik Bruto (PDB), pertumbuhan ekspor non migas, dan pertumbuhan investasi. Selanjutnya, kebijakan fiskal melalui pemberian subsidi bunga kredit program kepada UMKM ditujukan untuk meningkatkan daya saing produksi dan akses permodalan UMKM. Sektor UMKM menjadi salah satu pilar perekonomian nasional dan berperan sebagai penopang perekonomian nasional. Program KUR berkontribusi terhadap peningkatan kapasitas usaha dan penyerapan tenaga kerja. Data BPS tahun 2006 menyebutkan jumlah tenaga kerja UMKM tercatat sebesar 87,9 juta orang. Pada tahun 2012, jumlah tersebut meningkat sebesar 22,5 persen atau sebanyak 107,7 juta orang. Oleh karena itu, paket kebijakan pemerintah sangat relevan ditujukan untuk pemberdayaan sektor Usaha Mikro Kecil Menengah/UMKM (Abidin, 2015). Pengembangan hipotesis ketiga dalam penelitian menunjukkan bahwa variabel karakteristik perusahaan semakin tinggi akan menyebabkan semakin rendahnya tingkat *leverage* perusahaan.

H2 : Semakin tinggi tingkat profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan, asset struktur dan ukuran perusahaan akan semakin rendah tingkat kecepatan penyesuaian ke leverage yang ditargetkan.

Penelitian tentang struktur modal telah mengalami pergeseran dari pendekatan statis ke dinamis. Pergeseran ini dilambangkan dengan verifikasi usaha adanya *leverage* yang optimal dan bagaimana perusahaan akan menyesuaikan diri terhadap perubahan variabel yang mempengaruhi *leverage*. Model dinamis berusaha mengetahui adanya *leverage* optimal dan bagaimana perusahaan menyesuaikan struktur modalnya dengan optimal, dan melihat adanya proses penyesuaian dinamis. Kecepatan penyesuaian akan berbeda antar industri (Saadah & Prijadi, 2012).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Surwanti (2015) menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia tidak berada pada *leverage* yang ditargetkan. Dihasilkan kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal yang ditargetkan hanya sebesar 47,47% yang menunjukkan bahwa penyesuaian ke *leverage* yang ditargetkan tidak mencukupi atau *leverage* perusahaan masih di bawah *leverage* yang ditargetkan (Surwanti, 2015). Ini menunjukkan bahwa kondisi struktur modal perusahaan masih perlu dilakukan penyesuaian terhadap *leverage* yang ditargetkan agar mencapai *leverage* optimal. Sehingga masih perlu dilakukan penelitian struktur modal dengan penerapan teori serta model dinamis dengan tingkat penyesuaian (*adjustment*) terhadap *leverage* yang ditargetkan terutama pada UMKM.

Pemenuhan kebutuhan modal pada UMKM dapat diperoleh dari modal sendiri dan hutang, hutang berupa hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang. *Leverage* optimal dapat dicapai apabila tingkat kebutuhan *leverage* target terpenuhi. Kondisi *optimal* tersebut selalu mengalami perubahan komposisi *leverage* yang digunakan sehingga membutuhkan penyesuaian kembali terhadap *leverage* optimal tersebut. Model dinamis dalam struktur modal berusaha untuk mengetahui bagaimana pemenuhan kebutuhan *leverage* optimal dan melakukan penyesuaian kembali terhadap *leverage* yang optimal dari kondisi yang selalu berubah tersebut.

Ekonomi nasional Indonesia tidak terlepas dari adanya peran sektor usaha kecil mikro dan menengah yang menopang sebagian besar unit usaha masyarakat. Peran serta UMKM sangat menunjang kontribusi pendapatan nasional Indonesia yang semakin meningkat serta adanya penyerapan tenaga kerja yang besar. Pengelolaan kegiatan usaha di sektor UMKM perlu sekali ditangani dengan benar terutama masalah pendanaannya. Peraturan Presiden No. 98 tahun 2014 serta Program KUR dari pemerintah yang memberikan kemudahan dalam memperoleh akses dana bagi UMKM, ini memungkinkan UMKM dapat memperoleh penambahan modal dengan mudah. Penambahan modal ini akan mengakibatkan struktur modal UMKM berubah, sehingga tingkat *leverage* juga mengalami perubahan.

Pengembangan penelitian yang dilakukan oleh Memon et al.(2015) melakukan pengujian pengaruh karakteristik perusahaan berpengaruh secara parsial terhadap *leverage* yang ditargetkan dengan menggunakan model persamaan *partial speed of adjustment* (Memon, Rus & Ghazali, 2015). Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Matemilola et al. (2011) melakukan pengujian pengaruh karakteristik perusahaan berpengaruh secara simultan terhadap *leverage* yang ditargetkan dengan menggunakan model persamaan regresi berganda dengan penggunaan *leverage* dan adanya *simultan speed of adjustment* (Matemilola et al., 2011), sehingga memungkinkan dikembangkan hipotesis keempat.

H4 : profitability, asset structure, growth, liquidity, dan firm size berpengaruh secara parsial dan secara bersama-sama (simultan) terhadap leverage.

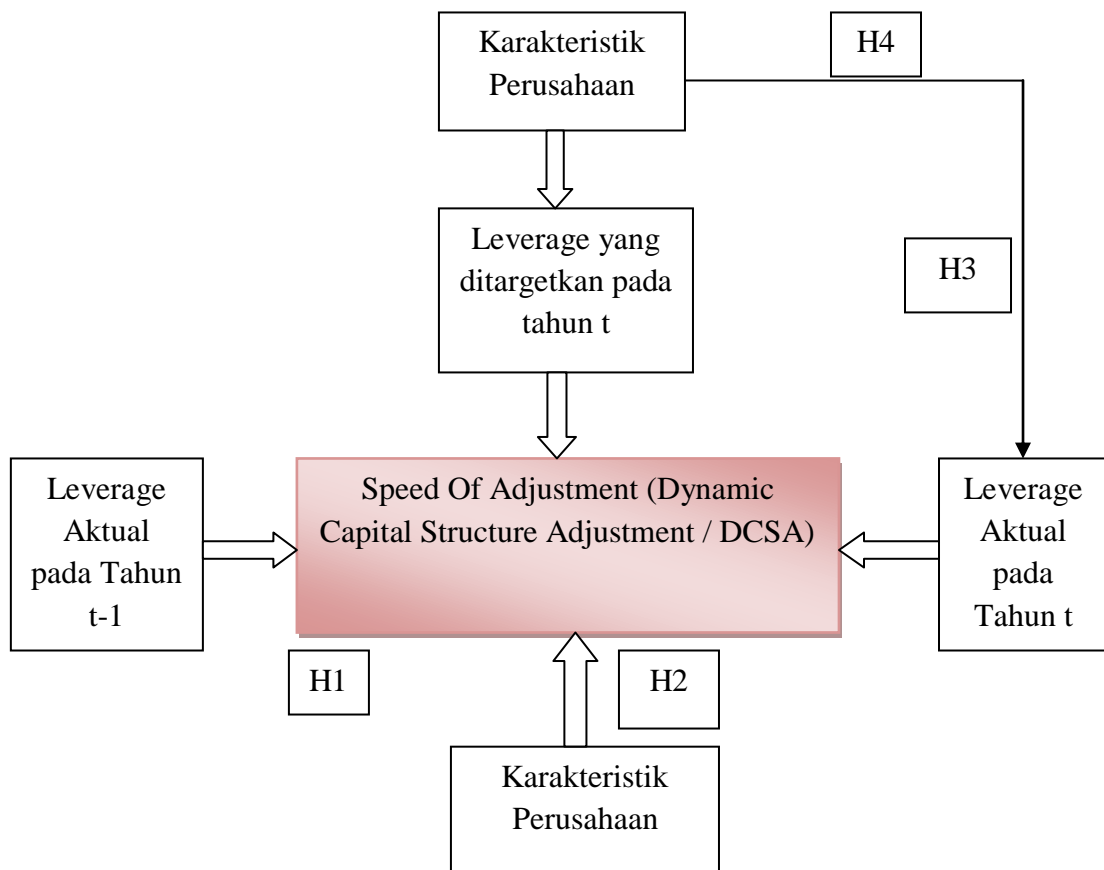
Tingkat *leverage* UMKM yang berubah secara dinamis memungkinkan struktur modal mereka juga berubah, ini memungkinkan akan dilakukannya penyesuaian kembali terhadap *leverage* optimal mereka. Teori yang tepat untuk kondisi struktur modal UMKM tersebut adalah *Dynamic trade-off theory* yang sering disebut sebagai *Dynamic capital structure theory*, sehingga untuk memecahkan masalah struktur modal UMKM Penelitian ini akan menggunakan *dynamic capital structure theory* dengan memasukan *speed of adjustment* untuk mengetahui struktur modal optimal UMKM.

Pengetahuan pengelolaan modal pada UMKM sangat minim sekali, sehingga kinerja UMKM tidak maksimal bahkan sering sekali mengalami kebangkrutan dalam usahanya. Penelitian ini akan berusaha menerapkan pengelolaan terhadap penggunaan target *leverage* yang optimal pada struktur modal UMKM dengan menerapkan model dinamis dengan tingkat penyesuaian pada *leverage*. Penelitian terhadap struktur modal dinamis telah banyak dilakukan pada perusahaan tetapi dalam penelitian ini akan diterapkan pada UMKM yang merupakan perbedaan dari penelitian yang sudah ada. Pengembangan konsep teori struktur modal dinamis pada penelitian ini akan diterapkan pada UMKM menggunakan teori struktur modal dinamis dengan *speed adjustment* yang

merupakan konsep kebaruan pada penelitian ini yaitu *Dynamic Capital Structure Adjustment Model (DCSA)* pada UMKM.

- H3 :
- a. Faktor Profitabilitas berpengaruh negative terhadap leverage perusahaan.
 - b. Faktor Growth berpengaruh positif terhadap leverage perusahaan.
 - c. Faktor firm size berpengaruh positif terhadap leverage perusahaan.
 - d. Faktor struktur asset berpengaruh positif terhadap leverage perusahaan.
 - e. Faktor likuiditas berpengaruh positif terhadap leverage perusahaan.

Dalam penelitian ini dilakukan pengembangan konsep dari teori struktur modal yang ada yaitu *MM theory*, *trade-off theory*, *pecking order theory* serta *dynamic capital structure theory* dengan adanya konsep penyesuaian terhadap penggunaan hutang (*leverage*) pada UMKM, sehingga akan dihasilkan *conceptual mapping* konsep *dynamic capital structure adjustment model (DCSA)* yang merupakan konsep kebaruan (*novelty*) pada penelitian ini. Di bawah ini dapat digambarkan model penelitian dan hipotesis yang dikembangkan pada penelitian ini pada gambar, sebagai berikut :



Gambar 1. Model Penelitian yang Dikembangkan dalam Penelitian
 Sumber : Dikembangkan dalam penelitian

METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan pada Usaha Mikro Kecil Menengah (UMKM), dengan kriteria usaha menengah di Kabupaten Banyumas. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data primer selama tiga tahun dari tahun 2015 sampai 2017 dari laporan keuangan usaha menengah. Data juga diambil dari laporan keuangan UMKM antara lain berupa; (1) hutang jangka panjang, (2) hutang jangka pendek, (3) total hutang, (4) hutang lancar, (5) total aktiva, (6) penjualan, (7) aktiva tetap, (8) tingkat keuntungan sebelum bunga dan pajak (EBIT), (9) aktiva lancar, (10) total aktiva tetap.

Populasi dan sampel dalam penelitian ini adalah Usaha Mikro Kecil dan Menengah (UMKM) di Kabupaten Banyumas tiga tahun terakhir yaitu dari tahun 2015 sampai 2017. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut; (1) merupakan UMKM tahun 2015 – 2017, (2) UMKM yang selalu membuat laporan keuangan secara berturut-turut selama tahun 2015 -2017, (3) merupakan usaha mikro kecil dan menengah yang memiliki modal eksternal (kredit perbankan) pada tahun 2015-2017, (4) jumlah modal eksternal (kredit) minimal Rp. 50.000.000,00

HASIL DAN ANALISIS

Pembahasan

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel penelitian

1. Dependent Variabel

Penelitian ini menggunakan tingkat *leverage* sebagai dependent variabel. Proksi untuk tingkat *leverage* yaitu total hutang (Newman (2011); Najjar (2011); Cekrezi (2013); Ayed & Zouari (2014); Nejed *et al.*(2015); Yang *et al.*,(2015)

Leverage merupakan kombinasi penggunaan tingkat hutang perusahaan antara hutang jangka pendek dengan hutang jangka panjang.

$$\text{Total hutang} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total aset}}$$

2. Independent Variabel

Independent variabel pada penelitian ini merupakan karakteristik perusahaan meliputi variabel profitabilitas, struktur aktiva, tingkat pertumbuhan, ukuran perusahaan dan likuiditas. Masing-masing variabel independent dijelaskan sebagai berikut;

Independen variabel yang pertama yaitu Profitabilitas (*profitability*), diukur dengan perbandingan antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan total asset. Proxy ini banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya seperti dalam Yang *et al.*(2015), Cekrezi (2013), Ayed & Zouari (2014), Nejed *et al.*(2015), Matemilola (2011), Memon *et al.*(2015).

Rumus :

$$\text{Profitability} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Asset}}$$

Independen Variabel yang kedua adalah Struktur aktiva (*asset structure*), proxy ini diukur dengan fixed asset dengan total asset seperti yang digunakan dalam penelitian Abror & Biekpe (2009), Titman & Wessels (1988), Yang *et al.* (2015), Cekrezi (2001), Ayed & Zouari (2014), Nejed *et al.* (2015), Matemilola (2011), Memon *et al.* (2015).

Rumus =

$$\text{Aset structure} = \frac{\text{fixed asset}}{\text{total aset}}$$

Independen Variabel yang ketiga adalah Pertumbuhan (*growth*), diukur dengan perubahan tingkat penjualan tahun t dibandingkan dengan penjualan tahun t-1. Proxy ini digunakan dalam penelitian sebelumnya seperti Titman & Wessels (1988), Forte *et al.* (2013), Yang *et al.* (2015), Cekrezi (2013), Ayed & Zouari (2014), Nejed *et al.* (2015), Matemilola (2011), Memon *et al.* (2015).

Rumus =

$$\text{Growth} = \frac{\text{penjualan tahun } t}{\text{penjualan tahun } t-1}$$

Independen Variabel yang keempat adalah Ukuran perusahaan (*size*), proxy ini diukur dengan logaritma natural dari total asset (Ln dari total asset) seperti yang digunakan dalam penelitian Abror & Biekpe (2009), Titman & Wessels (1988), Yang *et al.* (2015), Cekrezi (2001), Ayed & Zouari (2014), Nejed *et al.* (2015), Matemilola (2011), Memon *et al.* (2015).

Rumus =

$$\text{Firm size} = \text{Ln dari total aset}$$

Independen Variabel yang kelima adalah Likuiditas (*liquidity*), diukur dengan *current ratio* yaitu perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar, proxy ini sudah banyak digunakan dalam penelitian seperti Abror & Biekpe (2009), Titman & Wessels (1988), Yang *et al.* (2015), Cekrezi (2001), Ayed & Zouari (2014), Nejed *et al.* (2015), Matemilola (2011), Memon *et al.* (2015).

Rumus =

$$\text{Liquidity} = \frac{\text{aktiva lancar}}{\text{hutang lancar}}$$

3. Pengukuran Variabel Penelitian

Guna menguji faktor yang menentukan struktur modal pada perusahaan guna mengestimasi *leverage* yang ditargetkan menggunakan variabel terkait yaitu *leverage* dan variabel bebasnya variabel karakteristik perusahaan yang meliputi *Profitability*, *Liquidity*, *Asset structure*, *Growth* dan *Firm size*.

Berikut ini dapat dilihat pada tabel 2 rangkuman pengukuran variabel struktur modal dan variabel yang mempengaruhi struktur modal guna mengestimasi *leverage* yang ditargetkan.

Tabel 2. Pengukuran Variabel Struktur Modal dan Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Guna Mengestimasi *Leverage* yang Ditargetkan

Leverage	Pengukuran leverage dapat diukur dengan perbandingan dari total hutang dengan total aktiva (TH/TA). Hutang adalah kewajiban yang menimbulkan beban bunga.
Profitability	Basic Earning Power = (EBIT / TA)
Growth	(Penjualan tahun t) / (Penjualan taun t-1)
Firm size	Log Total Aktiva
Liquidity	Current Ratio = (Aktiva Lancar / Hutang Lancar)
Assets structure	(Fixed Asset / Total Asset)

Teknik Analisis Data

Teknik Analisis Pada Pengujian Model dengan Analisis Regresi Berganda

Model Persamaan regresi berganda yang digunakan pada *dynamic capital structure* :

$$Y = \alpha + \beta (X_{i1} + X_{i2} + X_{i3} + \dots + X_{it})$$

$$\text{LEVERAGE} = \alpha + \beta_1 (\text{PROF}) + \beta_2 (\text{GROW}) + \beta_3 (\text{SIZE}) + \beta_4 (\text{AS}) + \beta_5 (\text{LIQ}) + \epsilon_{it}$$

Independent variabel = Leverage

Dependent variabel =

1. Profitability (PROF)
2. Growth (GROW)
3. Size (SIZE)
4. Assets structure (AS)
5. Liquidity (LIQ)

Kecepatan penyesuaian terhadap penggunaan *leverage* yang digunakan (Flannery and Rongan, 2006) :

$$\Delta L_{it} = \delta_{it} (L_{it}^* - L_{it-1}) + \mu_{it}$$

Dimana :

ΔL_{it} = perubahan penggunaan *leverage*

L_{it}^* = actual leverage

L_{it-1} = target leverage

μ_{it} = error component

δ = kecepatan penyesuaian / *speed of adjustment*

Model persamaan *partial speed of adjustment* sebagai berikut (Memon, Rus & Ghazali, 2015) :

$$Lev_{it} - Lev_{it-1} = \delta_{it} (Lev_{it}^* - Lev_{it-1}) + \mu_{it}$$

$$Lev_{it} = Lev_{it-1} + \delta_{it} Lev_{it}^* - \delta_{it} Lev_{it-1} + \mu_{it}$$

$$Lev_{it} = (1 - \delta_{it}) Lev_{it-1} + \delta_{it} Lev_{it}^* + \mu_{it}$$

$$Lev_{it}^* = f(V_{it}, V_i, V_t)$$

$$Lev_{it}^* = \sum_{k=1}^n \beta_k \cdot VK_{it} + \mu_{it}$$

Dimana :

Lev_{it}^* = target debt

V_{it} = vector of firm and time varian exploratory factor of target debt ratio

Maka :

$$Lev_{it} = (1 - \delta_{it}) Lev_{it-1} + \delta_{it} (\sum_{k=1}^n \beta_k \cdot VK_{it} + \mu_{it})$$

Sehingga untuk model persamaan untuk tingkat *leverage* yang digunakan dengan adanya *partial speed of adjustment* (Memon, Rus dan Ghazali, 2015) adalah sebagai berikut :

$$Lev_{it} = (1 - \delta_{it}) Lev_{it-1} + \delta_{it} \beta_1 (\text{PROF}) + \delta_{it} \beta_2 (\text{GROW}) + \delta_{it} \beta_3 (\text{SIZE}) + \delta_{it} \beta_4 (\text{AS}) +$$

$$\delta_{it} \beta_5 (\text{LIQ}) + \mu_{it} \dots \dots \dots \text{persamaan 1}$$

Model persamaan regresi berganda dengan penggunaan leverage dan adanya *simultan speed of adjustment* (Matemilola et al., 2011):

$$Lev_{it} = \delta_{it} Lev_{it-1} + \beta_0 + \beta_1 (\text{PROF}) + \beta_2 (\text{GROW}) + \beta_3 (\text{SIZE}) + \beta_4 (\text{AS}) + \beta_5 (\text{LIQ}) + \mu_{it}$$

$$\dots \dots \dots \text{persamaan 2}$$

Dimana :

Lev_{it}	= <i>Leverage</i>
δ_{it}	= <i>speed of adjustment ke-i</i>
LD_{it-1}	= <i>Long term debt ke t-1</i>
TD_{it-1}	= <i>Total debt ke t-1</i>
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$	= koefisien
$PROF$	= <i>profitability</i>
$GROW$	= <i>Growth</i>
$SIZE$	= <i>size of firm</i>
AS	= <i>assets structure</i>
LIQ	= <i>Liquidity</i>

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis pengujian model konsep kecepatan penyesuaian struktur modal dinamis dapat diperoleh kesimpulan bahwa teori struktur modal dinamis dengan konsep *dynamic capital structure adjustment (DCSA)* dapat dijadikan acuan dan menjadi rujukan sebagai panduan UKM khususnya usaha menengah dalam menyusun perencanaan penggunaan leverage pada penentuan struktur modal yang optimal.

Bagi para pelaku bisnis khususnya di sektor UKM, penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar penentuan kebijakan tentang pendanaan berkaitan dengan keputusan struktur modal yang optimal dengan adanya *speed of adjustment* pada UKM kategori usaha menengah dengan konsep model *dynamic capital structure adjustment (DCSA)*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abidin, M. Z. (2015). *Kebijakan fiskal dan peningkatan peran ekonomi UMKM*. Badan Kebijakan Fiskal Kementerian Keuangan Republik Indonesia. <https://www.kemenkeu.go.id/Artikel/kebijakan-fiskal-dan-peningkatan-peran-ekonomi-umkm>.
- Abror, J., & Biekpe, N. (2009). How do we explain the capital structure of SMEs in sub-saharan Africa? Evidence from Ghana. *Journal of Economic Studies*, 36 (1), 83- 97.
- Acaravci, S. K. (2015). The determinants of capital structure : Evidence from the Turkish manufacturing sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5 (1), 158- 171.
- Al-Najjar, Basil. (2011). Empirical modelling of capital structure: Jordanan evidence. *Journal of Emerging Market Finance*, 10 (1), 1-14.
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinant of capital structure: An empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57 (1), 53-83.
- Amirmohsen, G., & Reza, R. (2015). Identification of capital structure adjustment speed using a dynamic model of optimal capital structure, emphasis on product market competition factor. *Journal Finance Knowledge of Security Analysis (Financial Studies)*, 8 (25), 43-67.
- Amjed, Sohail. (2016). *Dynamics of financial structure adjustment and firms financial performance*. Doctor of Philosophy in Management Sciences (Financial).

Department of Management and Social Sciences Capital, University of Science and Technology Islamabad.

- Atekeson, A., & Cole, H. L. (2005). *A dynamic theory of optimal capital structure and executive compensation*. National Bureau of Economic Research. Working Paper Series. Cambridge.
- Ayed, W. H. B., & Zouari, S. G. (2014). Capital structure and financing of SMEs: The Tunisian case. *Journal of International Economics and Financial*, 6 (5).
- Basu, Kaushik. (2015). Market imperfections and optimal capital structure: Evidence from Indian data panel. *Global Business Review*, 16(1), 61-83.
- Bhagat, S., Bolton, B., & Subramanian, A. (2011). Manager characteristics and capital structure: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46 (6), 1581-1627.
- Bhaird, C. M., & Lucey, B. (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, 35, 357-375.
- Bjerrisgaard, S. S., & Fedoryaev, D. (2011). *Dynamic capital structure modelling under alternative stochastic processes*. Master Thesis. Copenhagen Business School.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2010). *Fundamentals of financial management (Dasar-dasar manajemen keuangan)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brock, W., & Evans, D. (1986). *The economics of small business: Their roles and regulations in US economy*. Holmes & Meier Publishers, Teaneck, NJ.
- Byoun, Soku. (2002). *Empirical analysis of dynamic capital structure: Pecking order vs trade off*. Proceedings of the Midwest Business Economic Association.
- Cekrezi, Anila. (2013). Impact of firm specific factors on capital structure decision: An empirical study of Albanian firms. *European Journal of Sustainable Development*, 4, 135-148.
- Chandler, G. N., & Hanks, S. H. (1999). Market attractiveness, resource-based capabilities, venture strategies, and venture performance. *Journal of Business Venturing*, 9 (4), 331-49.
- Chang, Y. W. (2001). *The influence of organizational factors on new product development performance: The case on configuration management and central satellite firms*. Unpublished Thesis, National Chi-Nan University (in Chinese).
- Cormick, D. Mc. M. N., & Kinyanjui, G. O. (1997). Growth and barriers to growth among Nairobi small and medium size garment producers. *World Development*, 25 (7), 1095-1110.
- Covin, J., & Slevin, D. (1989). Strategic management of small firms in hostile and benign environments. *Strategic Management Journal*, 10, 75-87.
- Crijns, H., & Ooghi. (2000). *Growth paths of medium sized entrepreneurial companies*. De Vlerick School Voor Management, University of Ghent.
- Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2012). Asymmetric capital structure adjustment: New evidence from dynamic panel threshold models. *Journal of Empirical Finance*, 19, 465-482.
- Dany, V. A. (2006). *Testing the trade off and pecking order theories: A dynamic panel framework*. Unpublished Paper. University of Leeds. UK.
- Darminto, & Manurung, A. H. (2008). Pengujian teori trade-off dan pecking order dengan suatu model dinamis pada perusahaan publik di Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 1 (1), 35-52.
- DeMarzo, D. M., & Sannikov, Y. (2006). Optimal security design and dynamic capital structure in a continuous: Time agency model. *The Journal of Finance*.

- Demirbag, M., Tatoglu, E., Teknikus, M., & Zaim, S. (2006). An analysis of the relationship between TOM implementation and organizational performance: Evidence from Turkish SMEs. *Journal of Manufacturing Technology Management*, 17 (6), 829-47.
- Dess, G., Lumpkin, G., & Covin, J. (1997). Entrepreneurial strategy making and firm performance: Test of contingency and configurational models. *Strategic Management Journal*, 18 (1), 2-23
- Dess, G. G., & Robinson, R. B. (1994). Measuring organizational performance in the absence of objective measures: The case of the privately held firm and conglomerate business unit. *Strategic Management Journal*, 5, 265-273.
- Drucker, P. F. (1998). The discipline of innovation. *Harvard Business Review*, 76 (6), 149-57.
- Durand, David. (1952). Cost of debt and equity funds for business: Trends and problems measurement. *National Bureau of Economics Research*, 215-262.
- Eger, L., & Indruchová, Z. (2014). Diversity management-perceptions and attitudes by czech managers. *Business Administration and Management*.
- Elsas, R., & Florysiak, D. (2015). Dynamic capital structure adjustment and the impact of fractional variable. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50 (5), 1105-1133.
- Fahmi, Irham. (2014). *Manajemen keuangan perusahaan dan pasar modal*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Fischer, E. R. H., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *Journal of Finance*, 44, 19-40.
- Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structure. *Journal of Finance Economic*, 7, 469-506.
- Forte, D., Barros, L. A., & Nakamura, W. T. (2013). Determinant of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises. *Brazilian Administrator Review (BAR)*, 10 (3), 347-369.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometric*. Fifth Edition. New York: Mc Graw Hill.
- Gozali, Imam. (2005). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hadiningsih, P., & Oktaviani, R. M. (2012). Determinant of debt policy in agency theory and pecking order theory. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, 11-24.
- Haeruman, H. (2000). *Peningkatan daya saing UMKM untuk mendukung program pel.* Makalah Seminar Peningkatan Daya Saing, Graha Sucofindo, Jakarta.
- Hafsah, M. J. (2004). Upaya pengembangan usaha kecil dan menengah (UKM).
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46, 1, 297-355.
- Heshmati, A. (2001). The dynamic capital structure: Evidence from Swedish micro and small firms. *Research in Banking and Finance*, 2, 199-241.

- Holatova, D., & Brezinova, M. (2013). Basic characteristics of small and medium-size enterprises in terms of their goal. *International Journal of Business and Social Science*, 4, 15.
- Huang, R., & Ritter, J. R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44 (2), 237-271
- Hull, R. V. (2014). *Determinants of the capital structure of Dutch SMEs*. IBA Bachelor Thesis Conference. Eschede The Netherlands. University of Twente. Faculty of Management and Governance.
- Huson, J. A. A., & Hisham, N. (2009). Revisiting capital structure: A test of pecking order and static order trade-off model from Malaysian capital market. *International Research Journal Finance and Economic*, 30.
- IAI. (2009). *Standar Akuntansi Keuangan Entitas Tanpa Akuntabilitas Publik*. Jakarta: Salemba Empat.
- IAI. (2007). *Pernyataan standar akuntansi keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Indrajaya, G., & Herlina, R. S. (2011). Pengaruh struktur aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, dan risiko bisnis terhadap struktur modal: Studi empiris pada perusahaan sektor pertambangan yang listing di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2007. *Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 6 (2).
- Jalilvand, A., & Harris, R. S. (1984). Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study. *Journal of Finance*, 39, 127-145.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost, and capital structure. *Journal of Finance Economics*, 3, 305-360.
- Korteweg, A., & Strebulaev, I. A. (2012). *An empirical model of dynamic capital structure*. American Finance Association Meeting, NBER.
- Lee, D. Y., & Tsang, E. W. K. (2001). The effect of entrepreneurial personality, background and network activities on venture growth. *Journal of Management Studies*, 38, 583-602.
- Leland, H., & Pyle, D. (1977). Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.
- Lembaga Pengembangan Perbankan Indonesia. (2015). *Bank Indonesia (Bank Sentral Indonesia). Profil Bisnis Usaha Mikro Kecil Menengah*.
- Lesceva, M. (2004). *Rural entrepreneurship success determinant*. Unpublished Working Papers. Faculty of Economics, Latvian University of Agriculture, Eksjo, Latvian.
- Loof, Hans. (2004). Dynamic optimal capital structure and technical change. *Structural Change and Economic Dynamics*, 15, 449-468.
- Loof, Hans. (2003). *Dynamic capital structure and technological change*. Working Paper. Institute For Studier Av Utbildning Och Forskning. Stockholm.
- Lopez-Gracia, Jose, & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economic*, 31, 117-136.
- Lumpkin, G. T., & Dess, G. (1996). Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance. *Academy of Management Review*, 21 (1), 35-72.
- Masidonda, J. L., Idrus, M. S., Salim, U., & Djumahir. (2013). Determinant of capital structure and impact capital structure on firm value. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 7 (3), 23-30.

- Matemilola, B. T., Bany-Ariffin, A. N., & Azman-Saini, W. N. W. (2011). Trade off theory optimal capital structure and adjustment to long-run target: Evidence from dynamic panel data. *Capital Markets Review*, 19, 1-14.
- Maupa, Haris. (2004). *Faktor-faktor yang menentukan pertumbuhan usaha kecil di Sulawesi Selatan*. Disertasi program pascasarjana UNHAS. Tidak dipublikasikan.
- McCormick, D. M. N., Kinyanjui, & Ongile, G. (1997). Growth and barriers to growth among nairobi small and medium size garment producers. *World Development*, 25 (7), 1095-1110.
- Memon, P. A., Rus, R. B. T. M., & Ghazali, Z. B. (2015). Dynamism of capital structure: Evidence from Pakistan. *Journal of International Business and Economics*, 3 (1), 52-63.
- Mihalca, Gabriela. (2011). *The effect of the market condition on the firms capital structure*. Babes-Bolyai. University Faculty of Economics and Business Administration Departement of Finance.
- Miller, D., & Lee, J. (2001). The people make the process: Commitment to employees, decision making , and performance. *Journal of Management*, 27, 163-189
- Miller , D., & Friesen, P. (1984). *Organizations: A quantum view*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital corporate finance and theory of investment. *The American Economic Review*, 3.
- Morellec, E., Nikolov, B., & Schurhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *The Journal of Finance*, LXVII (3).
- Mulyadi. (2001). *Akuntansi manajemen*. Jakarta: Ghalia.
- Munawir, S. (2002). *Analisa laporan keuangan*. Yogyakarta: Liberty.
- Munizu, Musran. (2010). Pengaruh faktor-faktor eksternal dan internal terhadap kinerja usaha mikro dan kecil (UMK) di Sulawesi Selatan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 12, 33-41.
- Mwangi, M., & Birundu, E. M. (2015). The effect of capital structure on the financial performance of small medium enterprises in Thika sub-country Kenya. *International Journal of Humaniora dan Ilmu Sosial*, 5 (1).
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing investment decision when firm have information that investor do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Myers, S. C. (1983). The capitas structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3). Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting. American Finance Association, San Francisco CA.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspective*, 15 (2), 81-102.
- Nejed, N. R., & Wasiuzzaman, S. (2015). Multilevel determinants of capital structure: Evidence from Malaysia. *Global Business Review*, 16 (2), 199-212.
- Newman, A., Gunessee, S., & Hilton, B. (2010). Applicability of financial theories of capital structure to the chinese cultural context: A study of privatly owned SMEs. *International Small Business Journal*, 30(1), 65-83.
- Nugroho, N. C. (2014). Analisis pengaruh profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, dan umur perusahaan terhadap struktur modal usaha mikro kecil dan menengah kerajinan kuningan di kabupaten Pati. *Management Analysis Journal*, 3 (2).

- Olsen, J. E., & Martins, L. L. (2012). Understanding organizational diversity management program: A theoretical framework and direction for future research. *Journal of Organizational Behavior*, 33 (8), 1168-1187.
- Peraturan Presiden Republik Indonesia No. 98. Tahun 2014. Tentang perizinan usaha mikro dan kecil. Tanggal 18 September 2014.
- Raude, J. M., Wesonga, W., & Wawire, P. (2015). Equity financing strategy and the performance of small and medium enterprises in Kenya. *International Journal of Business and Management*, 10 (4).
- Revertz, J. R. (2009). *Filsafat ilmu: Sejarah dan ruang lingkup bahasanya*. Yogyakarta: Pustaka Pelajar.
- Robb, A. M., & Robinson, D. T. (2014). The capital structure decisions of new firm. *The Review of Financial Studies*, 27 (1).
- Saadah, S., & Priyadi, R. (2012). Capital structure's dynamic response to exogeneous variabel: A case of listed manufacturing firms in Indonesia. *International Journal of Financial Research*, 3 (2).
- Saadah, Siti. (2010). *Spesifikasi dinamik error correction mecanishm dengan pendekatan kuadratik cost function untuk model perilaku pembiayaan perusahaan*. Disertasi Universitas Indonesia. Jakarta.
- Sardo, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Does dynamic trade-off theory explain Portuguese SME capital structure decision?. *Journal of Small Business and Enterprise Departement*, 24 (3), 485-502.
- Setyawati, Rieka. (2011). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (survey pada perusahaan sanitaer di kota Jambi). *Jurnal Manajemen Keuangan dan Portofolio*, 1 (1).
- Setyobudi, A. (2007). Peran serta Bank Indonesia dalam pengembangan usaha mikro, kecil dan menengah (UMKM). *Buletin Hukum Perbankan dan Kebanksentralan*, 5, 29-35.
- Shyam-Sender, L., & Myers, S. C. (1999). Testing of statis trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Singh, P., & Kumar, B. (2012). Trade-off theory vs packing order theory revisited evidence from India. *Journal of Emerging Market Finance*, 11 (2), 145-159.
- Sogorb-Mira, Francisco. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*, 25, 447-457.
- Sulaeman, S. (2004). Pengembangan usaha kecil dan menengah dalam menghadapi pasar regional dan global. *Infokop*, 25, 113-120.
- Suliyanto. (2011). *Ekonometrika terapan: Teori dan aplikasi dengan SPSS*. Yogyakarta: Penerbit Andi Offset.
- Sumodiningrat, Gunawan. (2005). *MDG's dan Indonesia*. Kompas, Agustus 2005.
- Susmel, R., & Zhao, T. (2008). *Testing the trade-off theory of capital structure: A Kalman filter approach*. Working Paper.
- Surwanti, Arni. (2015). *Kecepatan penyesuaian leverage perusahaan di Indonesia: Pengujian model dinamis*. Disertasi. Universitas Gajah Mada. Yogyakarta.
- Surviving supply chain integration strategic for small manufacturers. (2000). Nasional Academy Press. Wasington DC. Capter 11. Hal 92.
- Suriasumantri, J. S. (1987). *Filsafat ilmu sebuah pengantar populer*. Jakarta: Pustaka Sinar Harapan.

- Suwarjono. (2003). *Akuntansi pengantar 1: Proses penciptaan dana, pendekatan sistem*. Yogyakarta: BPFE.
- Swastha, Basu. (2001). *Manajemen penjualan*. Edisi 3. Yogyakarta: BPFE.
- Tambunan, T. T. H. (2002). *Usaha kecil dan menengah di Indonesia: Beberapa isu penting*. Jakarta: Salemba Empat.
- Temtime, Z. T., & Pansiri, J. (2004). Small business critical succes/failure factors in developing economies: Some evidence from Bostwana. *American Journal of Applied Sciences*, 1, 18-25.
- Tim Pelaksana Komite Kebijakan Pembiayaan Bagi UMKM, Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian. (2016). <http://kur.ekon.go.id/kur-baru-memperluas-akses-pembiayaan-bagi-umkm>
- Titman, S., & Tsyplakov, S. (2007). A dynamic model of optimal capital structure. *Review of Finance*, 11, 401-451.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinant of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43, 1-9.
- Undang-Undang No. 20 tahun 2008 tentang Usaha Mikro, Kecil, dan Menengah, Jakarta.
- Venkatraman, & Ramanujam, V. (1986). Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches. *Academy of Management Review*, 11, 801-814.
- Weston, J. F., & Copeland, T. E. (1986). *Manajemen keuangan*. Edisi Kedelapan, Jilid 2. Jakarta: Binarupa Aksara.
- Widodo, Tri, et al. (2003). *Dampak pola pembiayaan usaha skala mikro terhadap kinerja bank dan nasabah (ULM PT Bank BNI wilayah Jabotabek, Jawa Barat dan di Yogyakarta)*. Kerjasama Pusat Studi Ekonomi & Kebijakan Publik Universitas Gajah Mada dan Tim Penelitian & Pengembangan Biro Kredit Bank Indonesia.
- Wijaya, M. E. (2012). *Pengujian empiris pecking order theory dan trade-off theory mengenai leverage*. Tesis Magister Sains Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Gajah Mada.
- Wilkinson, B. (2002). *Small, micro, and medium enterprise development: Expanding the option for debt and equity finance*. Financial Sector Workshop. National Economic Development and Labour Council (NEDLAC). Johannesburg, South Africa, Iris, April, 6.
- Wisardja, I. W. (2000). *Analisa lingkungan industri kerajinan ukiran kayu di kabupaten Gianyar propinsi Bali*. Program Pasca Sarjana, Universitas Brawijaya, Malang.
- Yang, Baozhong. (2013). Dynamic capital structure with heterogeneous beliefs and market timing. *Journal of Corporate Finance*, 22, 254-277.
- Yang, Y., Albaity, M., Hassan, C. H. B. (2015). Dynamic capital structure in China: Determinant and adjustment speed. *Investment Management and Financial Innovation*, 12 (2).
- Yazdanfar, D. (2016). Capital structure dynamics among SMEs: Swedish empirical evidence. *The Journal of Risk Finance*, 17 (2), 245-260.
- Zarebski, P., & Dimovski, B. (2012). *Determinants of capital structure of a-reits and the global financial crisis*. Working Paper. Daekin University.
- Zechner, J., Fischer, E. O., & Heinkel, R. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and test. *The Journal of Finance*, 44 (1), 19-40.

Zhang, Y., (2001). Learning function and small business growth. *Management Accounting Journal*, 15 (26), 228-231.