

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN PROPERTI YANG *GO-PUBLIC*
DI BURSA EFEK JAKARTA
UNTUK PERIODE TAHUN 1994 - 2004**



Tesis

**Diajukan sebagai salah satu syarat
Untuk menyelesaikan Program Pascasarjana
Pada program Magister Manajemen Pascasarjana
Universitas Diponegoro**

Disusun Oleh :

**Asih Suko Nugroho,ST
NIM. C4A003134**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2006**

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN PROPERTI YANG *GO-PUBLIC* DI
BURSA EFEK JAKARTA
UNTUK PERIODE TAHUN 1994 - 2004**

yang disusun oleh, Asih Suko Nugroho, NIM C4A003134
telah dipertahankan di depan Dewan Pengujipada tanggal 12 Juni 2006
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

(Dr.H.M. Chabachib,Msi,Akt)

(Drs Mulyo Haryanto,MS)

Semarang, 12 Juni 2006
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Study Magister Manajemen
Ketua Program

Prof . Dr. Suyudi Mangunwihardjo+

DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Surat Perrnyataan Keaslian Tesis.....	ii
Halaman Pengesahan Tesis.....	iii
Halaman Motto.....	iv
Abstract (Bahasa Inggris).....	v
Abstraksi (Bahasa Indonesia).....	vi
Kata Pengantar.....	vii
DAFTAR Isi.....	ix
DAFTAR Tabel.....	xii
DAFTAR Gambar.....	xiii
DAFTAR Lampiran	xiv
DAFTAR Rumus.....	xv
1 BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	10
1.3 Tujuan	11
1.4 Manfaat Penelitian.....	12
2 BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....	14
2.1 Landasan Teori	14
2.1.1 Struktur Modal.....	14

2.1.2	The Trade off Model.....	18
2.1.3	Balancing Theory.....	20
2.1.4	Pecking Order Theory.....	23
2.1.5	Debt to Equity Ratio.....	25
2.2	Faktor – Faktor yang mempengaruhi struktur modal.....	25
2.2.1	Pengaruh Operating Leverage Terhadap DER.....	26
2.2.2	Pengaruh Likuiditas Terhadap DER.....	27
2.2.3	Pengaruh Struktur aktiva Terhadap DER	28
2.2.4	Pengaruh Pertumbuhan perusahaan Terhadap DER.....	29
2.2.5	Pengaruh Price Earning Ratio Terhadap DER.....	29
2.2.6	Pengaruh Profitabilitas Terhadap DER.....	30
2.3	Penelitian Terdahulu	31
2.4	Kerangka Pemikiran Teoritis	35
2.5	Perumusan Hipotesis	36
2.6	Definisi Operasional Variabel	37.
3.	BAB III METODOLOGI PENELITIAN.....	41
3.1.	Jenis Dan Sumber Data.....	41
3.2	Populasi Dan Sampel	41
3.3	Metode Analisis	42
3.3.1.	Pengujian Asumsi Klasik	43
3.3.2.	Deskripsi Statistik	46
3.3.3	Uji Hipotesis	47

4. BAB IV PEMBAHASAN.....	50
4.1. Data Deskriptif.....	50
4.1.1. Deskripsi Total Asset.....	51
4.1.2. Deskripsi Jumlah Hutang.....	52
4.1.3. Deskripsi Data Variabel dependent independent.....	55
4.2. Hasil Uji Normalitas Data.....	60
4.3. Hasil Uji Asumsi Klasik.....	62
4.4. Hasil Pengujian Hipotesis dan Pembahasan.....	66
5. BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN.....	71
5.1. Kesimpulan.....	71
5.1.1. Saran-Saran	73
5.2. Implikasi Kebijakan.....	77
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	78
5.4. Agenda Penelitian Mendatang.....	79

Daftar Referensi

Lampiran – lampiran

BAB I
PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Berdasarkan data statistic dari BEJ, bahwa pada tahun 1994 tercatat sebanyak 23 perusahaan yang termasuk dalam kelompok hotel, *property, real estate & construction*. Sedangkan sampai tahun 2004, perusahaan yang pada tahun 1994 termasuk dalam kelompok hotel, *property, real estate & construction* hanya tinggal 20 perusahaan *property, real estate*, dan konstruksi yang mampu bertahan, seperti ditunjukkan di table 1.1.

Tabel 1.1
Daftar Perusahaan yang Go-Public di BEJ Tahun 1996 dan 2003

No	1994	2004
	Hotel, <i>property, real estate & construction</i>	Property, Real estate & Building Construction
1	Bakrieland Development	Bakrieland Development
2	Bhuwanatala Indah Permai	Bhuwanatala Indah Permai
3	Ciputra Development	Ciputra Development
4	Dharmala Intiland	Dharmala Intiland
5	Duta Anggada Realty	Duta Anggada Realty
6	Duta pertiwi	Duta pertiwi
7	Ometraco Realty	Ometraco Realty
8	Jaya Realty property	Jaya Realty property
9	Kawasan Industri Jababeka	Kawasan Industri Jababeka
10	Lippo Karawaci	Lippo Karawaci
11	Lippo Land Development	----

No	1994	2004
	Hotel, <i>property, real estate</i> & <i>construction</i>	Property, Real estate & Building Construction
12	Mas Murni Indonesia	Mas Murni Indonesia
13	Metro Supermarket Realty	Metro Supermarket Realty
14	Modernland Realty Ltd.	Modernland Realty Ltd.
15	Mulialand	Mulialand
16	Pakuwon Jati	Pakuwon Jati
17	Panca Wiratama Sakti	Panca Wiratama Sakti
18	Pudjiadi & Sons Estates	Pudjiadi & Sons Estates
19	Pudjiadi Prestige Ltd.	Pudjiadi Prestige Ltd.
20	Putra Surya Perkasa	Putra Surya Perkasa
21	Summarecon Agung	Summarecon Agung
22	Surya Semesta Internusa	----
23	Surya Mas Duta Makmur	----

Sumber : JSX Statistics 1994 dan 2004

Ini menunjukkan bahwa 20 perusahaan yang masih dapat bertahan tersebut memiliki struktur modal yang cukup kuat untuk mengatasi krisis. Perbedaan kondisi perusahaan- perusahaan property tersebut diatas dipengaruhi factor-faktor sumber pendanaan perusahaan yang tidak sama, tergantung pada kondisi dan jenis perusahaan. Keputusan dalam penentuan struktur modal sangat di pengaruhi oleh karakteristik di mana perusahaan tersebut berada dan keunikan dari perusahaan secara individu perusahaan. Apapun keputusan yang di ambil akan sangat berpengaruh terhadap nilai keuangan perusahaan, yang terefleksi pada harga saham perusahaan yang di perdagangan di bursa. Dengan adanya reaksi harga saham terhadap pemberitahuan perubahan struktur modal menunjukkan bahwa perusahaan-

perusahaan bergerak sedikit atau lebih jauh ke arah struktur modal yang lebih optimal atau seperti yang telah di targetkan.

Perusahaan – perusahaan property pada periode tahun 1994 – 2004 menghadapi berbagai macam kondisi ekonomi yang sangat berpengaruh terhadap kinerja dan struktur modal perusahaan. Pada tahun 1994 rata- rata perusahaan property pada kondisi yang optimal, namun sejak krisis ekonomi yang melanda Indonesia mulai bulan juli 1997 berdampak pada hampir seluruh sector perekonomian. Perusahaan-perusahaan semakin sulit memperoleh tambahan modal atau modal baru untuk menjalankan aktivitas bisnisnya. Perusahaan-perusahaan yang sumber dananya bersumber dari pinjaman mengalami penurunan kinerja, di perlukan pembenahan struktur modal perusahaan agar kinerja menjadi sehat dan perusahaan mampu bertahan. Perusahaan yang ingin tetap bertahan harus mempunyai struktur modal optimal. Dalam kenyataannya, sulit bagi perusahaan untuk menentukan struktur modal terbaik dalam suatu komposisi pembelanjaan yang tepat.

Krisis moneter membawa dampak lebih parah pada tahun 1998 dan dampak paling buruk pada bidang usaha property, dimana kinerja property Indonesia memburuk. Jatuhnya nilai rupiah, tingginya suku bunga dan tingkat inflasi, serta runtuhnya kepercayaan akan prospek Indonesia malemahkan investasi, termasuk investasi asing. Sektor property merupakan sector yang di perdagangan di bursa efek Jakarta yang paling mengalami penurunan setelah adanya krisis moneter, seperti di tunjukkan dalam table 1 .2.

Tabel 1.2
Penurunan Indeks sektoral Bursa Saham Jakarta
Per 8 Juli 1997 – 31 Desember 1998

No	Sektor	8 Juli '97	31 Des '98	Penurunan
1	Keuangan	213.708	50.046	-76.6
2	Properti	179.927	29.641	-83.5
3	Perdagangan	158.063	60.501	-61,7
4	Industri dasar	110.102	97.359	-11.6
5	ILQ 45	150.923	87.322	-42.2
6	Industri	124.470	82.396	-33.8
7	konsumsi	125.063	86.960	-30.5
8	Manufaktur	147.240	79.234	-46.2
9	(4+5+6)	133.625	96.569	-27.7
10	Aneka industri	143.986	162.348	12.8
11	Innfrastruktur	451.439	329.923	-26.9
	Pertambangan			-46.8
	Pertanian	740.833	393.795	
	IHSG			

Sumber : Usahawan, 2000

Mulai periode tahun 2000 - 2004 perusahaan property menunjukkan kinerja ekonomi nasional yang secara umum menggambarkan perkembangan yang semakin lebih baik. Hal ini dapat di lihat dari tingkat inflasi dan tingkat pertumbuhan ekonomi yang lebih baik di bandingkan dengan tahun 1999. Pada tahun 1999, tingkat inflansi mencapai 45,44 % *year on year* sedangkan pada tahun 2000 inflansi hanya 8,30 %. Seangkan untuk pertumbuhan ekonomi pada tahun 1999 mencapai titi terendah sebesar 0,54 % dan tahun 2000 titik terendah untuk pertumbuhan ekonomi adalah 3,6 %. Kedua factor tersebut dapat memberikan gambaran secara umum kondisi makro yang semakin baik dan di jadikan dasar bahwa krisis moneter telah berakhir di tahun 2000 (Widyaningrum, 2002).

Iklm investasi di bidang property mulai bangkit sejak tahun 2000 dan saat ini beberapa bank telah menurunkan suku bunga kredit menjadi 15 %. Kegiatan ini membangkitkan pasar property yang sejalan dengan perbaikan kinerja beberapa emiten property. Tercatat di tahun 2002, Ciputra surya mengalami kenaikan penjualan perumahan di Surabaya 39% dan merestrukturisasi hutang, sehingga akhir maret 2003 hanya tercatat hutang sebesar Rp. 219 milyar. Rasio harga saham 0,2 dari nilai buku. Duta pertiwi juga mengalami pertumbuhan penjualan sebesar 61 % tahun 1999-2002 dan telah merestrukturisasi hutang sehingga rasio hutang bersih terhadap ekuitas perusahaan adalah 36 %. Harga saham naik tiga kali dalam dua tahun terakhir (Anastasia, Gunawan dan Wijiyanti, 2003).

Dinamika ekonomi antara periode tahun 1994 – 2004 seperti diatas serta factor- factor yang mempengaruhi struktur modal menyebabkan perubahan komposisi struktur modal perusahaan-perusahaan property. Perubahan struktur modal perusahaan property pada periode tahun 1994 -2004 dapat dilihat pada tabel 1.3

Tabel 1.3
Nilai DER Perusahaan Property Di BEJ periode tahun 1994 – 2004

Thn / Nilai	1994	1995	1996	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
0 -1	5	4	4	3	6	10	10	9	10	11
1-2	10	9	5	3	5	2	2	5	3	2
2 >	2	8	8	10	6	5	5	3	3	4

Sumber : Indonesian Capital Market Directory (ICMD)

Dari data diatas dapat diketahui bahwa terjadi kecenderungan perubahan struktur modal perusahaan property yang *go public* di Bursa Efek Jakarta untuk periode tahun 1994-2004 pada tingkat DER tertentu yang besarnya kurang dari 1 .Oleh karena itu perlu dilakukan penelitian mengapa terjadi perubahan struktur modal dan faktor – faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal.

Brigham (1983) menyatakan bahwa beberapa faktor penting dalam menentukan struktur modal (*capital structure decisions*) meliputi beberapa faktor: (1) *sales stability*, (2) *assets structure*, (3) *growth rate*, (4) *profitability*, dan (5) *taxes*. Struktur modal dapat diukur dari rasio perbandingan antara total hutang terhadap ekuitas yang biasa diukur melalui rasio *debt to equity ratio* (DER).

DER dapat menunjukkan tingkat resiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER, maka perusahaan semakin tinggi resikonya karena pendanaan dari unsur hutang lebih besar daripada modal sendiri (*equity*) mengingat dalam perhitungan hutang dibagi dengan modal sendirinya, artinya jika hutang perusahaan lebih tinggi dari modal sendirinya berarti rasio DER diatas 1, sehingga penggunaan dana yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan lebih banyak menggunakan dari unsur hutang.

Dalam kondisi DER diatas 1 perusahaan harus menanggung biaya modal yang besar, resiko yang ditanggung perusahaan juga meningkat apabila investasi yang dijalankan perusahaan tidak menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal. Oleh karena itu investor cenderung lebih tertarik

pada tingkat DER tertentu yang besarnya kurang dari 1 karena jika lebih besar dari 1 menunjukkan resiko perusahaan semakin meningkat.

Bila kita membahas sumber-sumber dana yang di gunakan untuk membiayai investasi perusahaan, berarti kita membahas mengenai struktur modal perusahaan. Kebutuhan modal perusahaan dapat di penuhi baik dari sumber intern maupun sumber ekstern. Sumber dana intern adalah sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan, di mana pemenuhan kebutuhan modal tidak di ambilkan dari luar perusahaan melainkan dari sumber dana yang di bentuk atau di hasilkan sendiri di dalam perusahaan, yaitu dalam bentuk laba yang tidak di bagi atau laba di tahan (*retained earning*).

Laba di tahan adalah bagian dari laba neto sesudah pajak yang tidak di bagikan kepada pemilik perusahaan atau bagian dari laba neto yang di tanamkan kembali di dalam perusahaan. Sumber intern sering di pandang sebagai sumber utama dalam perusahaan untuk membiayai investasi dalam aktiva tetap atau pengeluaran modal, terutama bagi perusahaan yang mempunyai resiko usaha besar. Sumber dana ekstern adalah sumber dana yang di ambilkan dari sumber modal yang berasal dari luar perusahaan. Sumber dana ekstern meliputi : (1) hutang dan (2) modal dari pemilik perusahaan. Modal dari pemilik perusahaan di dapatkan dengan menjual surat berharga (*go public*) kepada masyarakat umum melalui pasar modal. Melalui surat berharga maka masyarakat dapat ikut menjadi pemilik perusahaan dengan menanamkan modal dalam perusahaan.

Dalam perkembangannya, perusahaan lebih mengutamakan kebutuhan dananya dengan mengutamakan pemenuhan dengan sumber dari dalam perusahaan. Tetapi seiring kebutuhan perusahaan yang semakin banyak, perusahaan harus menjalankan aktivitasnya dengan bantuan dana dari luar, baik berupa hutang (*debt financing*) atau dengan mengeluarkan saham baru (*external equity financing*). Kalau kebutuhan dana hanya di penuhi dengan hutang saja, maka ketergantungan dengan pihak luar akan semakin besar dan resiko finansialnya semakin besar pula. Sebaliknya bila kebutuhan dana di penuhi dengan saham saja, biaya akan sangat mahal. Perbandingan hutang dan modal sendiri dalam struktur financial perusahaan di sebut struktur modal (Husnan, 1998). Dalam menentukan sumber dana mana yang akan di pilih, perusahaan harus memperhitungkan dengan matang agar di peroleh kombinasi struktur modal yang optimal. Perusahaan yang mempunyai struktur modal yang optimal, sesuai dengan target dan karakter perusahaan, akan menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal pula.

Penelitian tentang factor-faktor yang mempengaruhi struktur modal telah banyak di lakukan. Namun dari beberapa peneliti terdahulu terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian. Dimana sebuah factor yang terbukti berpengaruh pada penelitian lainnya.

Hasil penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain dilakukan oleh Ozkan (2001). Ozkan menggunakan enam variabel independen sebagai faktor yang mempengaruhi struktur modal (diukur dari *debt ratio*) yaitu *size*, *growth opportunity*, *profitabilitas*,

likuiditas, non debt tax shield. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *size*, *growth opportunity*, profitabilitas dan *non debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sedangkan likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hal ini bertentangan dengan teori yang menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap struktur modal (Mutmainah, 1983)

Mengingat hasil penelitian Sekar Mayangsari (2001) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, laba bersih, struktur aktiva dan perubahan modal kerja terbukti secara signifikan mempengaruhi struktur modal ,ini masih bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya (C Bhaduri ,2002) yang menyatakan bahwa *assets structure* tidak berpengaruh terhadap struktur modal , maka perlu dilakukan penelitian lebih lanjut. Disamping itu juga perlu dikembangkan untuk menambah variabel profitabilitas (terutama *return on Asset*), karena ROA secara teoritis berpengaruh negatif terhadap *debt ratio* (Laili Hidayat ,2001,dan Brigham, 1983: 472). *Asset*, *size* dan *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*) (Fitrijanti & Hartono, 2002, hal. 59). Sementara *Operating leverage* dinyatakan tidak signifikan (Sekar mayangsari,2001) tetapi dinyatakan signifikan terhadap DER oleh Bambang Riyanto (1997) .

Dari hasil penelitian terdahulu terdapat beberapa variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal (DER) masih menunjukkan hasil yang berbeda bahkan bertentangan antara hasil penelitian yang satu dengan yang lainnya. Hal inilah yang akan diangkat menjadi *research gap* dalam penelitian ini. Beberapa variabel tersebut meliputi: *Liquiditas*, *Struktur aktiva*,

growth, PER, ROA, *Operating leverage* oleh karena itu perlu dilakukan penelitian lebih lanjut yang berkaitan dengan *research gap* dengan judul “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Property yang *Go- Public* Di Bursa Efek Jakarta untuk periode tahun 1994 - 2004”.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan adanya perubahan *debt to equity ratio* (DER) yang signifikan antara periode tahun 1994 – 2004 serta dari hasil penelitian terdahulu yang menunjukkan beberapa *research gap* untuk beberapa variable yang berpengaruh terhadap DER yaitu : (1) *Liquiditas* dinyatakan tidak signifikan (Mutmainah, 1983) tetapi dinyatakan signifikan negative oleh Ozkan (2001); (2) *Struktur aktiva* dinyatakan terbukti secara signifikan mempengaruhi DER Sekar Mayangsari (2001) tetapi dinyatakan tidak berpengaruh terhadap struktur modal (C Bhaduri ,2002) ; (3) *growth* dinyatakan tidak berpengaruh (Sekar Mayang sari (2001) dan dinyatakan signifikan negative oleh (Ozkan,2001); (4) PER dinyatakan signifikan positif oleh (Fitrijanti & Hartono, 2002); (5) ROA merupakan perluasan penelitian ; (6) *Operating leverage* dinyatakan tidak signifikan (Sekar mayangsari,2001) tetapi dinyatakan signifikan terhadap DER oleh Bambang Riyanto (1997) .

Atas dasar *research gap* dari hasil penelitian sebelumnya dan perlunya perluasan penelitian yang didukung oleh teori yang mendasari ,maka terdapat enam variable yang diduga berpengaruh terhadap struktur modal . Keenam

variable tersebut adalah : *Liquiditas, Struktur aktiva, growth, PER, ROA, Operating leverage*. Sehingga perumusan masalah dalam penelitian ini adalah “Analisis pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan Properti yang *Go- Public* di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1994 s/d 2004”.

Secara rinci permasalahan penelitian ini dapat diajukan tujuh pertanyaan penelitian (*research questions*) sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh operating leverage terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio* untuk periode 1994 s/d 2004 ?
2. Bagaimana pengaruh likuiditas terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio* untuk periode 1994 s/d 2004 ?
3. Bagaimana pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio* untuk periode 1994 s/d 2004 ?
4. Bagaimana pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio* untuk periode 1994 s/d 2004 ?
5. Bagaimana pengaruh *price Earning ratio* terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio* untuk periode 1994 s/d 2004 ?
6. Bagaimana pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio* untuk periode 1994 s/d 2004 ?
7. Bagaimana pengaruh Operating leverage, Likuiditas, struktur Aktiva, pertumbuhan perusahaan, *Price Earning Ratio* dan Profitabilitas secara

bersama-sama terhadap struktur modal yang di proaksikan dengan *debt equity ratio* ?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah yang di ajukan dalam penelitian ini maka tujuan penelitian adalah untuk :

1. Menganalisis pengaruh operating leverage terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio* ?
2. Menganalisis pengaruh likuiditas terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio* ?
3. Menganalisis pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio* ?
4. Menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio* ?
5. Menganalisis pengaruh *price Earning ratio* terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio* ?
6. Menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *debt equity ratio*?
7. Menganalisis pengaruh Operating leverage, Likuiditas, struktur Aktiva, pertumbuhan perusahaan, *Price Earning Ratio* dan Profitabilitas secara bersama-sama terhadap struktur modal yang di proaksikan dengan *debt equity ratio* ?

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini di harapkan mempunyai manfaat antara lain :

1. Bagi para pemakai laporan keuangan (terutama investor dan kreditor) dalam rangka menilai kinerja perusahaan yang tercermin dalam struktur modal (*debt to equity ratio*), sehingga dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan dalam pemberian pinjaman kepada perusahaan .
2. Bagi pihak manajemen dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk menentukan besarnya sumber dana yang diperlukan (baik dari pinjaman ataupun ekuitas) dalam membiayai aktivitas operasional perusahaan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

Penentuan struktur modal banyak dipengaruhi oleh berbagai macam faktor. Konsep teori berkaitan dengan pembahasan dan penelitian masalah tersebut sangat banyak dan bermacam-macam cara pandangnya terhadap masalah dan cara pemecahannya. Teori-teori tersebut perlu diimplementasikan ke dalam praktek maupun kasus-kasus tertentu yang berkaitan. Bertolak dari hal inilah mulai diteliti apakah ada penyimpangan-penyimpangan di dalam ukuran yang wajar ataukah tidak wajar.

2.1.1. Struktur modal

Dasar struktur modal berkaitan dengan sumber dana, baik itu sumber internal maupun sumber eksternal secara teoritis didasarkan pada dua kerangka teori yaitu *balance theory* atau *pecking order theory*. Harris dan Raviv (1991) berpendapat bahwa dasar pemikiran teoritis kedua kerangka tersebut telah didefinisikan dengan jelas. Namun tidak dapat dipahami pada kondisi mana sesungguhnya kedua kerangka teori tersebut dapat diterapkan.

Berdasarkan *balance theory*, perusahaan mendasarkan pada struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan Pajak atas penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan (Myers 1984; dan Brigham & Gapenski, 1996). *Balance theory* memprediksi suatu hubungan variabilitas pendapatan dan

penggunaan utang. Konsisten dengan *balance theory*, Theis dan Klock (1992), menyatakan bahwa variabilitas pendapatan berpengaruh negatif terhadap hutang jangka panjang, namun Titman dan Wessels (1988) tidak mendukung harapan teoritisnya bahwa modal dipengaruhi oleh perlindungan pajak terutang, variabilitas pendapatan dan pertumbuhan perusahaan.

Pendanaan atas dasar *pecking order theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal. Apabila digunakan dana yang berasal dari eksternal maka urutan pendanaan yang disarankan adalah pertama dari utang, diikuti penerbitan ekuitas baru dan yang terakhir dari laba ditahan. (Myers, 1984). Gordon Donaldson dalam Myers (1984) mengajukan teori tentang asimetri informasi (*pecking order*) manajemen perusahaan mengetahui lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan investor di pasar modal.

Struktur modal berkaitan dengan sumber dana, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari kegiatan perusahaan. Sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang. Modal dalam suatu bisnis merupakan salah satu sumber kekuatan untuk dapat melaksanakan aktivitasnya. Setiap perusahaan dalam melaksanakan kegiatannya selalu berupaya untuk menjaga keseimbangan finansialnya. Struktur modal berasosiasi dengan profitabilitas. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi hutang dengan ekuitas.

Dana yang berasal dari hutang mempunyai biaya modal dalam bentuk biaya bunga. Dana yang berasal dari ekuitas mempunyai biaya modal berupa dividen. Perusahaan akan memilih sumber dana yang paling rendah biayanya di antara berbagai alternatif sumber dana yang tersedia. Komposisi hutang dan ekuitas tidak optimal akan mengurangi profitabilitas perusahaan dan sebaliknya.

Penentuan struktur modal merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Keputusan yang diambil oleh manajemen dalam pencarian sumber dana tersebut sangat dipengaruhi oleh para pemilik/ pemegang saham. Sesuai dengan tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham, maka setiap kebijakan yang akan diambil oleh pihak manajemen selalu dipengaruhi oleh keinginan para pemegang saham (Brigham, 1983 : p. 457).

Robert Ang (1997), setelah struktur modal ditentukan, maka perusahaan selanjutnya akan menggunakan dana yang diperoleh tersebut untuk operasional perusahaan. Aktivitas operasional perusahaan dikatakan menguntungkan jika *return* yang diperoleh dari hasil operasional tersebut lebih besar daripada biaya modal (*cost of capital*); dimana biaya modal ini merupakan rata-rata tertimbang dari biaya pendanaan (*cost of funds*) yang terdiri dari biaya (bunga) pinjaman dan biaya modal sendiri. Biaya modal sendiri terdiri dari dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa dan dividend kepada pemegang saham preferen. Sedangkan biaya pinjaman

merupakan biaya bunga bersih (setelah dikurangi tarif pajak). Besarnya komposisi dari hutang dan modal sendiri serta biaya yang ditimbulkan itulah yang perlu dipertimbangkan oleh manajemen; apakah akan memperbesar rasio hutang, atautkah memperkecil rasio hutang. Peningkatan rasio hutang, apabila biaya hutang relatif lebih kecil daripada biaya modal sendiri; demikian sebaliknya.

Brigham (1983) menunjukkan ada beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan dalam struktur modal. Faktor-faktor tersebut antara lain adalah : (Brigham, 1983: 472-473)

1. Stabilitas penjualan. Jika penjualan relatif stabil, maka perusahaan akan dapat menjamin hutang yang lebih besar, sehingga stabilitas penjualan akan berpengaruh positif terhadap rasio hutang.
2. Struktur Asset. Asset perusahaan yang digunakan sesuai dengan aktivitas utama perusahaan cenderung akan menjamin pinjaman yang diterima, sehingga kreditor semakin terjaga keamanan.
3. Tingkat pertumbuhan. Tingkat pertumbuhan ditunjukkan dengan peningkatan penjualan dari periode ke periode. Tingkat pertumbuhan ini umumnya diukur dengan besarnya ukuran perusahaan (*size*) dari penjualan. Dengan semakin meningkatnya *size*, maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan. Dengan meningkatnya aktivitas operasional diharapkan penjualan juga meningkat.
4. Profitabilitas. Tingkat keuntungan yang dicapai dari hasil operasional tercermin dalam *return on equity*. Meningkatnya ROE akan

meningkatkan laba ditahan, sehingga komponen modal sendiri semakin meningkat. Dengan meningkatnya modal sendiri, maka rasio hutang menjadi menurun (dengan asumsi hutang relatif tetap). Di sisi lain, meningkatnya ROE menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, hal ini lebih meningkatkan kepercayaan kreditor terhadap perusahaan; sehingga jumlah hutang ada kecenderungan meningkat. Dengan meningkatnya hutang (relatif lebih besar daripada laba ditahan) maka rasio hutang terhadap modal sendiri meningkat. Dengan demikian rasio profitabilitas dapat berpengaruh negatif bila mendapat tambahan hutang dan berpengaruh positif bila terjadi peningkatan laba ditahan dan tambahan hutang.

5. Pajak. Dengan semakin meningkatnya pajak, maka keinginan pemenuhan dana mengarah pada peningkatan hutang, karena meningkatnya pajak akan memperkecil *cost of debt*.

2.1.2 The Trade off Model

Teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myers,1991). Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang.

Asumsi dasar yang digunakan dalam teori *trade off* adalah adanya informasi asimetris yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan, yaitu adanya informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan dimana perusahaan dapat menyampaikan

informasi kepada publik.. Menurut Teuku Mirza (1996) Teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh pada saat terjadinya keseimbangan antara keuntungan *tax shield of leverage* dengan *financial distress dan agency cost of leverage*.

Model ini secara implisit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan.

The Trade off Model memang tidak dapat digunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan. Tapi melalui model ini memungkinkan dibuat tiga kesimpulan tentang penggunaan leverage.(Teuku Mirza,1996)

1. Perusahaan dengan resiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan yang hutang lebih besar.
2. Perusahaan yang memiliki *tangible asset* dan *marketable assets* seperti real estate seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets* seperti patent dan goodwill. Hal ini disebabkan karena intangible assets lebih mudah untuk kehilangan nilai apabila terjadi *financial distress*, dibandingkan *standart assets* dan *tangible assets*.

3. Perusahaan-perusahaan di negara yang tingkat pajaknya tinggi seharusnya memuat hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah, karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

2.1.3 Balancing Theory

Model struktur modal dalam lingkup *Balancing theories* (Myers, 1984 dan Bayles and Diltz, 1994) disebut sebagai teori keseimbangan yaitu menyeimbangkan komposisi hutang dan modal sendiri. Teori ini pada intinya yaitu menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih besar, hutang akan ditambah. Tetapi bila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi ditambah. Pengorbanan karena menggunakan hutang tersebut bisa dalam bentuk biaya kebangkrutan (*Bankruptcy cost*) dan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya kebangkrutan antara lain terdiri dari *legal fee* yaitu biaya yang harus dibayar kepada ahli hukum untuk menyelesaikan klaim dan *distress price* yaitu kekayaan perusahaan yang terpaksa dijual dengan harga murah sewaktu perusahaan dianggap bangkrut. Semakin besar kemungkinan terjadi kebangkrutan dan semakin besar biaya kebangkrutan, semakin tidak menarik menggunakan hutang. Hal ini disebabkan karena adanya biaya kebangkrutan, biaya modal sendiri akan naik dengan tingkat yang makin cepat. Sebagai akibatnya, meskipun memperoleh manfaat penghematan pajak dari penggunaan hutang yang besar berdampak

oleh kenaikan biaya modal sendiri yang tajam, sehingga berakhir dengan menaikkan biaya perusahaan.

DeAngelo dan Masulis (1980) juga membahas mengenai biaya kebangkrutan saat membuktikan dampak perubahan komposisi hutang terhadap harga saham. Mereka menunjukkan bahwa *abnormal returns* pada hari pengumuman dari perusahaan-perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang, ternyata positif. Sedangkan perusahaan yang menurunkan *leverage* ternyata memperoleh *abnormal returns* yang negatif pada hari pengumuman dan sehari setelahnya. *Abnormal returns* yang positif berarti bahwa keuntungan yang diperoleh para pemodal lebih besar dari keuntungan yang seharusnya. *Abnormal returns* yang positif bagi perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang berarti bahwa peningkatan *leverage* dinilai memberikan manfaat bagi pemodal dalam bentuk penghematan pajak. Disamping itu mereka juga menunjukkan bahwa nampaknya manfaat dari penghematan pajak lebih dari kerugian karena kemungkinan munculnya biaya kebangkrutan (Suad Husnan, 1998).

Biaya lain yang timbul adalah biaya keagenan yaitu biaya yang muncul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Ada kemungkinan pemilik perusahaan yang menggunakan hutang melakukan tindakan yang merugikan kreditor, sebagai misal perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek beresiko tinggi. Biaya keagenan ini antara lain terdiri dari

biaya kehilangan kebebasan karena kreditor melindungi diri dengan perjanjian-perjanjian pada saat memberikan kredit, dan biaya memonitor perusahaan untuk menjamin perusahaan menaati perjanjian yang dibebankan pada perusahaan dalam bentuk bunga hutang yang lebih tinggi (Lukas Setia Atmaja, 1999). Pembahasan mengenai masalah keagenan ini juga dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976).

Contoh lain yang mengadakan pembahasan mengenai *balancing theories* seperti Kraus dan Litzenberger (1972), Kim (1982), Ross (1985), dan Leland (1994) pada intinya membuktikan bahwa peningkatan DER sesungguhnya menyebabkan peningkatan biaya yang berkaitan dengan *leverage* dimana peningkatan nilai perusahaan pada akhirnya akan berhenti. Masih dalam lingkup *balancing theories*, model optimal yang dinamik dari Fisher, Heinkel, dan Zechner (1989), serta Mauer dan Triantis (1994) tidak mendukung struktur modal yang statis. Meskipun demikian, kebijakan pendanaan dinamik yang optimal masih dicirikan dengan *tradeoff*, antara manfaat *corporate tax shield* dari hutang dan biaya hutang (Robert M. Hull, 1999).

Penggunaan hutang yang semakin besar akan meningkatkan keuntungan dari penggunaan hutang tersebut, namun semakin besar pula biaya kebangkrutan dan biaya keagenan bahkan lebih besar. Dengan memasukkan pertimbangan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan ke dalam model MM dengan pajak, disimpulkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan

nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Titik balik tersebut disebut struktur modal yang optimal (Lukas S. Atmaja, 1999)

2.1.4 Pecking Order Theory

Pada tahun 1984 Myers dan Majluf mengemukakan mengenai teori ini, mereka menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan modal sendiri eksternal sebagai pilihan terakhir (J. Fred Weston dan Thomas E. Copeland, 1995). *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan-perusahaan yang profitable umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena hutang merupakan sumber eksternal yang disukai. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham.

Model asymmetric information signaling ini menyatakan bahwa tingkat informasi yang berbeda antara *insiders*/pihak manajemen dan *Outsiders*/ pihak pemodal (pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada pihak pemodal) sedemikian rupa hingga *insiders* bertindak sebagai penyampai informasi mengenai nilai perusahaan pada *outsiders*. Model tersebut memprediksi bahwa perubahan bauran antara hutang dan modal sendiri suatu perusahaan memuat informasi mengenai nilai saham.

Leland dan Pyle (1977) membuktikan bahwa pengumuman penawaran saham menyebabkan perubahan proporsi kepemilikan *insiders* diharapkan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Ross (1977) menyatakan bahwa peningkatan *leverage* memuat informasi yang positif berkaitan dengan kapasitas perusahaan untuk menyediakan hutang dalam jumlah yang lebih besar. Sebaliknya penurunan *leverage* memberikan *signal* informasi yang negatif. Fama(1985) menyatakan bahwa perusahaan yang mengumumkan kesepakatan hutang dengan bank memberikan *signal* informasi yang positif. Hal ini disebabkan karena *bankers* mengetahui rahasia informasi yang negatif selama proses peminjaman. Sebaliknya, perusahaan yang mengumumkan pengurangan hutang dari bank memuat informasi *insiders* yang tidak menguntungkan dari tindakan *bankers*. Lucas dan McDonald (1990) menyatakan bahwa pasar menduga adanya *overvaluation* pada saham saat manajer mengumumkan penawaran saham. *Signal* negatif yang diterima *outsiders* dapat dikurangi bila keunggulan informasi yang dimiliki oleh *insiders* dikurangi (Robert M Hull,1999). Karena adanya asimetri informasi,

pada awal dekade 1960-an Gordon Donaldson juga menyimpulkan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan dana dengan urutan: (1) Laba ditahan dan dana dari depresiasi (2) Hutang dan (3) Penjualan saham baru.

2.1.5. Debt to Equity Ratio (DER)

Struktur modal dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara total debt (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri).

Total debt merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan *total shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Ang, 1997).

2.2. Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal

Salah satu fungsi manajer keuangan adalah memenuhi kebutuhan dana. Di dalam melakukan tugas tersebut manajer keuangan dihadapkan adanya suatu variasi dalam pembelanjaan, dalam arti kadang-kadang perusahaan lebih baik menggunakan dana yang bersumber dari hutang (*debt*), tetapi terkadang perusahaan lebih baik jika menggunakan dana yang berasal dari modal sendiri (*equity*). Oleh karena itu manajer keuangan di dalam operasinya perlu

berusaha untuk memenuhi suatu sasaran tertentu mengenai perimbangan antara besarnya hutang dan jumlah modal sendiri yang tercermin dalam struktur modal perusahaan.

Struktur modal dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara *total debt* (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). *Total debt* merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang), sedangkan *total shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Ang, 1997).

Dalam menentukan perimbangan antara besarnya utang dan jumlah modal sendiri yang tercermin pada struktur modal perusahaan, maka perlu memperhitungkan adanya berbagai faktor yang mempengaruhi *debt to equity ratio* (DER). Faktor-faktor yang mempengaruhi DER adalah sebagai berikut:

1. Operating Leverage

Operating leverage atau leverage operasi adalah penggunaan aktiva atau operasi perusahaan yang disertai dengan biaya tetap. Leverage operasi yang menguntungkan kalau pendapatan setelah dikurangi biaya variable (Contribution to Fixed cost) lebih besar dari biaya tetapnya. Oleh sebab itu operating leverage adalah seberapa jauh perubahan tertentu dari volume penjualan berpengaruh terhadap laba operasi bersih.

Dalam suatu perusahaan tingkat operating leverage pada suatu tingkat hasil akan ditunjukkan oleh perubahan dalam volume penjualan yang mengakibatkan adanya perubahan yang tidak proporsional dalam laba atau rugi operasi. Bambang riyanto (1997).

Jika hal- hal lain sama , perusahaan dengan leverage operasi yang lebih kecil lebih mampu untuk memperbesar leverage keuangan karena interaksi leverage perusahaan dan keuanganlah yang mempengaruhi penurunan penjualan terhadap laba operasi dan arus kas bersih secara keseluruhan (Weston and Brigham,1994) .Untuk mengukur pengaruh perubahan volume penjualan terhadap profitabilitas maka perlu dihitung tingkat leverage operasi (Degree Of Operating Leverage , DOL). Weston and Copeland (1994). Tingkat leverage operasi didefinisikan sebagai rasio antara rasio persentase perubahan laba bersih sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan prosentase perubahan Volume penjualan . *Operating leverage* dinyatakan signifikan terhadap DER oleh Bambang Riyanto (1997) .

2. Likuiditas

Rasio likuiditas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan didalam membayar hutang jangka pendek yang telah jatuh tempo. Perusahaan yang dapat segera mengembalikan utang-utangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah yang besar.

Bambang Riyanto (1995) menyatakan bahwa kebutuhan dana untuk aktiva lancar pada prinsipnya dibiayai dengan kredit jangka pendek. Sehingga semakin likuid suatu perusahaan, maka semakin tinggi penggunaan

hutangnya. Ozkan (2001) menemukan bahwa ada hubungan positif antara likuiditas perusahaan dengan *leverage*. Dalam penelitian Ozkan, *leverage* mewakili struktur modal perusahaan.

Sehingga dalam penelitian ini, likuiditas mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

3. Struktur Aktiva

Struktur aktiva menggambarkan sebagian jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*). Brigham and Gapenski (1996) menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan. Teori tersebut juga konsisten dengan Lukas Setia Atmaja (1994) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki aktiva yang dapat digunakan sebagai agunan hutang cenderung menggunakan hutang yang relatif besar. Menurut Bambang Riyanto (1995) kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar daripada modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri, sedangkan hutang sifatnya sebagai pelengkap.

Laili Hidayat (2001) mengemukakan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal. Penelitian dari Sekar Mayang Sari (2001) serta Bhaduri (2002) mendukung penelitian Laili tersebut, di mana struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Sehingga dalam penelitian ini, struktur aktiva mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

4. Pertumbuhan Perusahaan

Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk membelanjai perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan yang bertumbuh secara lambat (Weston and Brigham, 1994).

Ozkan (2001) juga menemukan bahwa jumlah utang yang dikeluarkan oleh perusahaan berbanding terbalik dengan pertumbuhan. Hasil penelitian tersebut juga konsisten dengan hasil penelitian oleh Bhaduri (2002) serta Brailsford (2002).

Sehingga dalam penelitian ini, pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.

5. Price Earning Ratio

Price Earning Ratio (PER) merupakan perbandingan harga suatu saham (*market price*) dengan *earning pe share* (EPS) dari saham yang bersangkutan. Kegunaan dari PER adalah melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang tercermin oleh EPS-nya. Semakin besar PER suatu saham maka menyatakan saham tersebut semakin mahal terhadap pendapatan bersih per sahamnya.

Ang (1997) menyatakan bahwa peningkatan PER yang dinilai oleh investor menunjukkan kinerja yang semakin baik, juga berdampak semakin

menarik perhatian calon kreditor. Semakin meningkat perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah utang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah utang yang relatif lebih besar dari modal sendiri akan meningkatkan PER. Pernyataan Ang tersebut konsisten dengan penelitian oleh Fitrijanti dan Hartono (2002), bahwa PER mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

Sehingga dalam penelitian ini, *Price Earning Ratio* (PER) mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

6. Profitabilitas

Brigham and Houston (2001) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan utang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal.

Perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Fenomena ini didukung oleh hasil penelitian Titman dan Wessels (1988 yang menggunakan *debt ratio* untuk menggambarkan struktur modal, bahwa ada hubungan negatif antara *profitability* dengan *debt ratio*. Penelitian di atas didukung pula oleh penelitian dari Mutamimah (2003) terhadap perusahaan-perusahaan non finansial yang *go public* di pasar modal Indonesia untuk tahun 1999 dan 2000, yang menunjukkan bahwa profitabilitas mempengaruhi struktur modal perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Laili Hidayat (2001), Bhaduri

(2002), Ozkan (2001) serta Sekar Mayang sari (2001) juga mendukung hasil penelitian kedua penelitian tersebut.

Sehingga dalam penelitian ini, profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.

2.3. Penelitian Terdahulu

Titman and Wessel (1988) menganalisis delapan faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal perusahaan, yaitu aset yang dijadikan jaminan (*collateral value of assets*), penghematan pajak selain hutang (*non-debt tax shield*), pertumbuhan (*growth*), keunikan (*uniqueness*), jenis industri (*industry classification*), ukuran perusahaan (*firm size*), volatilitas pendapatan (*earning volatility*) dan keuntungan (*profitability*). Hasil penelitian ini adalah aset yang dijadikan jaminan (*collateral value of assets*), penghematan pajak selain hutang (*non-debt tax shield*), pertumbuhan (*growth*), dan volatilitas pendapatan (*earning volatility*) terbukti tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. sedangkan faktor-faktor yang lain terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Ozkan (2001) menguji hubungan karakteristik khusus perusahaan yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Variabel yang digunakan adalah *size*, *growth opportunity*, profitabilitas, likuiditas dan *non debt tax shield*. Hasil penelitian menyatakan bahwa *size*, *growth opportunity*, profitabilitas dan *non debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sedangkan likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Laili Hidayat (2001) mengambil *leverage* sebagai variabel terikat. Sedangkan variabel bebasnya adalah *fixed assets ratio*, *market to book ratio*, *firm size*, *corporate tax rate*, *non-debt tax shield*, *profitability*, *firm age*, *volatility* dan *assets uniqueness*. Hasil penelitian yang didapat adalah *non-debt tax shield* dan *volatility* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *leverage*. *Market to book ratio*, *firm age* dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan. Sedangkan variabel lainnya mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan.

Sekar Mayangsari (2001) juga mengambil *leverage* sebagai variabel terikat. Tetapi untuk variabel bebasnya adalah pertumbuhan, laba bersih, perubahan modal kerja, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan utang operasi. Hasil penelitiannya adalah ukuran perusahaan, laba bersih, struktur aktiva dan perubahan modal kerja terbukti secara signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan external.

Dengan menggunakan *debt equity ratio* sebagai variabel terikat, Brailsford (2001) melakukan penelitian yang berkaitan dengan struktur modal. Ukuran perusahaan, klasifikasi industri, pertumbuhan, profitabilitas, *total intangible*, depresiasi dan deviden yang dibayar digunakan sebagai variabel bebas. Klasifikasi industri terbukti mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal. Sedangkan yang mempunyai pengaruh negatif adalah pertumbuhan dan profitabilitas.

Bhaduri (2002) juga menggunakan *debt equity ratio* sebagai variabel terikat. Dengan *assets structure*, *non-debt tax shield*, *firm size*, *growth*,

financial distress, signalling, uniqueness dan *cash flow* sebagai variabel bebas. Variabel yang terbukti berpengaruh secara signifikan adalah *firm size, growth, uniqueness* dan *cash flow*.

Dalam kaitannya dengan struktur modal, penelitian yang dilakukan oleh Fitrijanti & Jogiyanto HM (2002) ini mengkaji pengaruh dari berbagai *proxy* Set Kesempatan Investasi (IOS) yang diukur dari variabel-variabel *market value of equity to book value of equity* (MVEBVE) sebagai ukuran perusahaan (*size*), *market value of assets to book value of asset* (MVABVA) untuk ukuran *assets*, dan *price earning ratio* (PER) terhadap struktur modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semua variabel tersebut terbukti signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).

Suranta dan Mediastuty (2003) menguji variabel-variabel yang berkaitan dengan struktur modal, dengan *leverage* yang digunakan sebagai variabel *dependent*, dan *price earning ratio* (PER) digunakan sebagai variabel *independent*. Kedua variabel tersebut (*leverage* dan PER) terbukti tidak signifikan.

Mutamimah (2003) menggunakan *non debt tax shield, size*, likuiditas, resiko bisnis, profitabilitas, defisit kas, perusahaan milik keluarga, perusahaan milik negara dan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi untuk menguji pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap struktur modal. Kesimpulan yang didapat adalah variabel profitabilitas, perusahaan milik negara dan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi yang berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal dan pengaruh tersebut adalah

negatif, sedangkan variabel lainnya tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian–penelitian diatas dapat diringkas dalam tabel 2.1.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel	Kesimpulan
1	Titman and Wessel (1988)	a) <i>collateral value of assets</i> b) <i>non-debt tax shield</i> c) <i>growth</i> d) <i>uniqueness</i> e) <i>industry classification</i> f) <i>firm size</i> g) <i>earning volatility</i> h) <i>profitability</i>	<i>Uniqueness, industry classification, firm size dan profitability</i> terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan
2	Ozkan (2001)	<i>size, growth opportunity, profitabilitas, likuiditas non debt tax shield.</i>	<i>size, growth opportunity, profitabilitas dan non debt tax shield</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sedangkan likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal.
3	Sekar Mayangsari (2001)	pertumbuhan laba bersih perubahan modal kerja struktur aktiva ukuran perusahaan utang operasi	ukuran perusahaan, laba bersih, struktur aktiva dan perubahan modal kerja terbukti secara signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan external.
4	Laili Hidayat (2001)	<i>fixed assets ratio</i> <i>market to book ratio</i> <i>firm size</i> <i>corporate tax rate</i> <i>non-debt tax shield</i> <i>profitability</i> <i>firm age</i> <i>volatility</i> <i>assets uniqueness</i>	<i>Market to book ratio, firm age dan profitability</i> berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> perusahaan. <i>Fixed assets ratio, corporate tax rate, firm age dan assets uniqueness</i> berpengaruh positif terhadap <i>leverage</i> perusahaan
5	Wahidah-waitl (2002)	Dependen: Debt Rasio Independen: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, Size, DPR, Asset, Earning volatility, Stock volatility	Kepemilikan institusional, <i>earning volatility</i> dan <i>stock volatility</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> , dan Size berpengaruh positif terhadap <i>debt ratio</i> . Sementara DPR dan Asset tidak signifikan terhadap <i>debt ratio</i> .
6	Bhaduri (2002)	<i>assets structure</i> <i>non-debt tax shield</i> <i>firm size</i> <i>growth</i>	Variabel yang terbukti berpengaruh secara signifikan adalah <i>firm size, growth, uniqueness</i> dan <i>cash flow</i> .

		<i>financial distress signalling uniqueness cash flow</i>	
7	Fitrijanti & Jogyanto HM (2002)	<i>market value of equity to book value of equity (MVEBVE) sebagai ukuran perusahaan (size) market value of assets to book value of asset (MVABVA) untuk ukuran assets price earning ratio (PER)</i>	semua variabel tersebut terbukti signifikan positif terhadap struktur modal (<i>debt to equity ratio</i>).
8	Suranta dan Mediastuty (2003)	nilai investasi persentase kepemilikan manajerial kepemilikan direksi firm size leverage likuiditas ROA	Leverage signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; sedangkan kepemilikan manajemen dan <i>firm size</i> berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sementara leverage tidak signifikan dengan PER
9	Mutamimah (2003)	<i>non debt tax shield, size</i> likuiditas resiko bisnis profitabilitas defisit kas perusahaan milik keluarga perusahaan milik negara perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi	variabel profitabilitas, perusahaan milik negara dan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi yang berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal dan pengaruh tersebut adalah negatif

Sumber: Berbagai jurnal yang dipublikasikan

2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan bermacam-macam. Dalam penelitian ini faktor yang digunakan adalah Operating leverage, Likuiditas, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Perusahaan, *Price Earning Ratio* dan Profitabilitas. Berdasarkan telaah pustaka dan hasil penelitian terdahulu, maka pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal tersebut adalah sebagai berikut:

Likuiditas mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

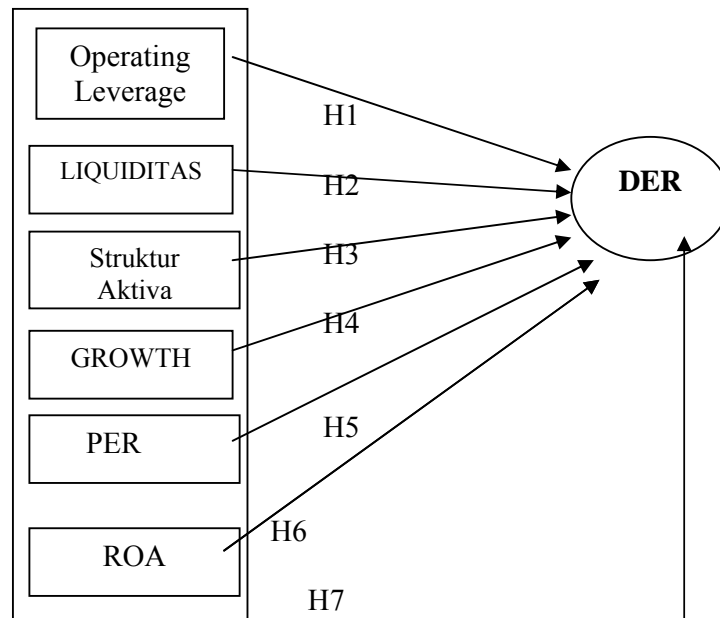
Struktur aktiva mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. *Price Earning Ratio* (PER) mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.

Berdasarkan hipotesis tersebut maka model analisis dapat digambarkan pada Gambar 2.1 berikut :

Gambar 2.1:
Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur modal



Sumber : dikembangkan untuk *research paper* in

2.5. Perumusan Hipotesis

Atas dasar tinjauan pustaka dan model analisis tersebut diajukan 8 hipotesis alternatif (H_a) sebagai berikut :

- H₁: Operating Leverage (DOL) berpengaruh positif terhadap DER
- H₂: Likuiditas (CR) berpengaruh positif terhadap DER
- H₃: Struktur aktiva (STA) berpengaruh positif terhadap DER
- H₄: Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) berpengaruh positif terhadap DER
- H₅: *Price Earning Ratio* (PER) berpengaruh positif terhadap DER
- H₆: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap DER
- H₇: Operating leverage, Likuiditas, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Perusahaan, *Price Earning Ratio* dan Profitabilitas secara bersama-sama mempengaruhi DER.

2.6. Definisi Operasional Variabel

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

Struktur modal

Struktur modal dalam penelitian ini akan diproksikan dengan *debt to equity ratio* (DER). *Debt to equity ratio* (DER) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur penggunaan hutang terhadap total *shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan.

Rumus:
$$\boxed{DER = \frac{TL}{Equity}} \dots\dots\dots(1)$$

- dimana: DER = *Total Debt to Total Equity Ratio*
- TL = *Total Liabilities*
- Equity = *Total Equit*

1. Operating Leverage

Operating leverage dalam hal ini merupakan rasio antara volume penjualan terhadap perubahan EBIT . Diukur dengan Degree Of Operating Leverage (DOL)

$$\text{Rumus : } DOL = \frac{CM}{EBIT_{t-1}} \dots\dots\dots(2)$$

DOL = Degree of operating Leverage

CM = Contribution Margin

EBIT = Earning Before Tax

2. Likuiditas

Likuiditas dalam penelitian ini akan diproksikan dengan *current ratio* (CR). *Current ratio* (CR) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan didalam membayar hutang jangka pendek dengan aktiva lancar.

$$\text{Rumus: } CR = \frac{CA}{CL} \dots\dots\dots(3)$$

dimana: CR = *current ratio*

CA = *current assets*

CL = *current liabilities*

3. Struktur aktiva

Struktur aktiva yang diberi simbol STA akan diukur dengan menggunakan hasil bagi antara aktiva tetap dengan total aktiva.

$$\text{Rumus: } STA = \frac{FA}{TA} \dots\dots\dots(4)$$

dimana: STA = Struktur Aktiva
 FA = Fixed Assets (Aktiva tetap)
 TA = Total Assets (Total aktiva)

4. Pertumbuhan perusahaan

Pertumbuhan perusahaan yang diberi simbol GROW akan diukur dengan menggunakan hasil bagi antara selisih total aktiva tahun ke-t dan total aktiva tahun ke-t₁ dengan total aktiva tahun ke-t₁.

$$\text{Rumus: GROW} = \frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}} \dots\dots\dots(5)$$

dimana: GROW = Pertumbuhan perusahaan
 TA_t = Total aktiva tahun ke-t
 TA_{t-1} = Total aktiva tahun ke-(t-1)

5. Price earning ratio (PER)

Price Earning Ratio (PER) merupakan perbandingan harga suatu saham (*market price*) dengan *earning pe share* (EPS) dari saham yang bersangkutan.

$$\text{Rumus: PER} = \frac{P_s}{EPS} \dots\dots\dots(6)$$

Dimana: PER = *Price Earning Ratio*
 P_s = harga penutupan per lembar saham
 EPS = *earning pe share*

6. Profitabilitas

Profitabilitas dalam penelitian ini akan diproksikan dengan *return on assets* (ROA). *Return on assets* (ROA) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan

memanfaatkan aktiva yang dimiliki.

$$\text{Rumus: } ROA = \frac{NIAT}{TA} \dots\dots\dots(7)$$

dimana: NIAT = *Net Income after*

TA = *Total Assets*

Identifikasi variabel dan definisi operasional secara terperinci disajikan dalam tabel 2.2.

Tabel 2.2
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Pengukuran	Skala
1	<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	Rasio antara <i>Total Liabilities</i> dengan <i>Equity</i>	$DER = \frac{TL}{Equity}$	Rasio
2	Operating Leverage	Rasio antara volume penjualan terhadap perubahan EBIT . Diukur dengan Degree Of Operating Leverage (DOL)	$\frac{CM}{EBIT}$	Rasio
3	<i>Current Ratio</i> (CR)	Rasio antara <i>Current Assets</i> dengan <i>Current Liabilities</i>	$CR = \frac{CA}{CL}$	Rasio
4	Struktur Aktiva (STA)	Rasio aktiva tetap dengan total aktiva	$STA = \frac{FA}{TA}$	Rasio
5	Pertumbuhan Perusahaan (GROW)	Rasio antara total asset periode sekarang (Asset _t) minus periode sebelumnya (Asset _{t-1}) terhadap total asset periode sebelumnya (Asset _{t-1})	$GROW = \frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}}$	Rasio
6	<i>Price Earning Ratio</i> (PER)	Rasio antara harga penutupan per lembar saham (Ps) terhadap laba per lembar saham (<i>earning per share, EPS</i>)	$PER = \frac{P_s}{EPS}$	Rasio
7	<i>Return On Assets</i>	Rasio antara <i>Net Income After Tax</i> dengan <i>Total Assets</i>	$ROA = \frac{NIAT}{TA}$	Rasio

Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder berupa laporan keuangan tahunan suatu perusahaan.

Data-data yang diperlukan antara lain adalah data perusahaan properti yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan laporan keuangan tahunan perusahaan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*.

Tabel 3.1. di bawah ini menjelaskan data yang diperlukan dan sumber pengumpulan data tersebut.

Tabel 3.1
Data dan Sumber Data

Data yang diperlukan	Sumber Data
a) Perusahaan properti yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.	a) <i>Indonesian Capital Market Directory</i> .
b) Laporan keuangan tahunan	b) <i>Indonesian Capital Market Directory</i> .

3.2. Populasi dan Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini populasi yang digunakan adalah semua perusahaan properti yang *go-public* di BEJ tahun 1994-2004.

Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah :

- 1) Perusahaan properti yang *go-public* di BEJ tahun 1994-2004.
- 2) Tersedia laporan keuangan tahunan selama tahun 1994-2004.

Tabel 3.2. di bawah ini menjelaskan proses seleksi sampel.

Tabel 3.2
Proses Seleksi Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan properti yang <i>go-public</i> di BEJ tahun 1994-2003	20
2	Tersedia laporan keuangan tahunan selama tahun 1994-2003	17

Sumber: ICMD tahun 1994-2005

Berdasarkan kriteria pengambilan sampel tersebut, akhirnya diperoleh 17 perusahaan properti yang *go-public* sebagai sampel penelitian ini, seperti ditampilkan tabel 3.3.

Tabel 3.3
Sampel Penelitian

No	Perusahaan
1	Ciputra Development
2	Dharmala Intiland
3	Duta Anggada Realty
4	Duta Pertiwi
5	Ometraco Realty
6	Jaya Realty Property
7	Kawasan Industri Jababeka
8	Mas Murni Indonesia
9	Metro Supermarket Realty
10	Modernland Realty Ltd.
11	Mulialand
12	Pakuwon Jati
13	Panca Wiratama Sakti
14	Pudjiadi & Sons Estates
15	Pudjiadi Prestige Ltd.
16	Putra Surya Perkasa
17	Summarecon Agung

Sumber: ICMD tahun 1994-2004

3.3. Teknik Analisis

Untuk menjelaskan kekuatan dan arah pengaruh beberapa variabel bebas atau variabel penjelas (*independent/ explanatory variable*) terhadap satu variabel terikat (*dependent variable*), teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan model regresi berganda atau *Multiple Regression* (Imam Ghozali, 2001).

3.3.1. Pengujian Asumsi Klasik

Dalam penggunaan model regresi berganda, uji hipotesis harus menghindari adanya kemungkinan terjadinya penyimpangan asumsi-asumsi klasik. Dalam penelitian ini, asumsi klasik yang dianggap paling penting adalah (Gujarati, 1995):

1. Memiliki distribusi normal,
2. Tidak terjadi Multikolinieritas antar variabel independen,
3. Tidak terjadi Heteroskedastisitas atau varian variabel pengganggu yang konstan (Homoskedastisitas),
4. Tidak terjadi Autokorelasi antar residual setiap variabel independen.

3.3.1.1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah regresi, variabel dependen, variabel independen atau kedua-duanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Santoso, 2000).

Pada Uji Normalitas Data ini menggunakan metode One Sample Kolmogorov-Smirnov Test. Pemilihan metode ini didasarkan bahwa One Sample Kolmogorov-Smirnov Test merupakan metode yang umum digunakan untuk menguji normalitas data (Hair, et al, 1998). Tujuan pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah sampel yang digunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal atau tidak. Untuk mengetahuinya hasilnya, dengan analisa:

- 1) Jika nilai probabilitas > taraf signifikansi yang ditetapkan ($\alpha=0,05$), maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

- 2) Jika nilai probabilitas > taraf signifikansi yang ditetapkan ($\alpha=0,05$), maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

3.3.1.2. Uji Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau independen (Santoso, 2000). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan terdapat problem Multikolinieritas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas. Adanya Multikolinieritas dalam model persamaan regresi yang digunakan akan mengakibatkan ketidakpastian estimasi, sehingga mengarah pada kesimpulan yang menerima hipotesis nol. Hal ini menyebabkan koefisien regresi menjadi tidak signifikan (Gujarati, 1995).

Salah satu metode untuk menguji ada tidaknya Multikolinieritas pada penelitian ini adalah dengan melihat (Santoso, 2001):

1. Besaran VIF (*Variance Inflation Factor*) dan *Tolerance*.

Pedoman suatu model regresi yang bebas multiko adalah:

- a. mempunyai nilai VIF di sekitar angka 1
- b. mempunyai angka *TOLERANCE* mendekati 1

catatan: $Tolerance = 1 / VIF$ atau $VIF = 1 / Tolerance$

2. Besaran korelasi antar variabel independen.

Pedoman suatu model regresi yang bebas multiko adalah Koefisien korelasi antar variabel independen haruslah lemah (di bawah 0,5). Jika korelasi kuat, maka terjadi problem multiko.

3.3.1.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah pada model regresi terjadi ketidaksamaan variabel dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Jika variabel dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas.

Salah satu untuk menguji ada tidaknya Heteroskedastisitas pada penelitian ini adalah dengan menggunakan grafik lewat program SPSS. Dasar pengambilan keputusan (Imam Ghozali, 2001):

- 1) Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang membentuk suatu pola yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka telah terjadi Heteroskedastisitas.
- 2) Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka terjadi Heteroskedastisitas.

3.3.1.4. Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu atau time series karena “gangguan” pada

individu atau kelompok cenderung mempengaruhi individu atau kelompok pada periode berikutnya. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi.

Pada penelitian ini, gejala autokorelasi dideteksi penulis dengan menggunakan Uji Durbin-Watson lewat SPSS. Pengambilan keputusan ada tidaknya Autokorelasi ditentukan berdasarkan kriteria berikut (Imam Ghozali, 2001):

1. Bila nilai DW terletak antara batas atas atau upper bound (du) dan $(4-du)$, maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.
2. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau lower bound (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol, berarti ada autokorelasi positif.
3. Bila nilai DW lebih besar daripada $(4-dl)$, maka koefisien autokorelasi lebih kecil daripada nol, berarti ada autokorelasi negatif.
4. Bila nilai DW terletak di antara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak antara $(4-du)$ dan $(4-dl)$, maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

3.3.2. Deskripsi Statistik

Mengulas tentang data-data statistik dari masing-masing variabel seperti:

- a) Mean, yaitu rata-rata dari nilai data penelitian
- b) Standar deviasi, yaitu besarnya varians/ perbedaan nilai antara nilai data minimal dan maksimal.
- c) Nilai maksimum, yaitu nilai tertinggi dari data penelitian.
- d) Nilai minimum, yaitu nilai terendah data penelitian.

Dalam penelitian ini akan diulas mengenai variabel total aktiva, total ekuitas, total hutang, laba bersih, keuntungan per lembar saham dan harga penutupan per lembar saham. Perhitungan data-data statistik dari masing-masing variabel tersebut menggunakan program SPSS.

3.3.3. Uji Hipotesis

Uji ini digunakan untuk menjelaskan kekuatan dan arah pengaruh beberapa variabel bebas (*independent variable*) terhadap satu variabel terikat (*dependent variable*).

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan model regresi berganda atau *Multiple Regression* (Imam Ghazali, 2001) yang akan diolah dengan menggunakan program komputer SPSS 10.0. Hubungan antara variabel dependen (Y) dengan variabel independen (X) dijelaskan dalam model regresi berganda (*multiple regression model*) adalah :

$$Y = f(X_1, X_2, \dots, X_n)$$

Sedang persamaan regresi bergandanya menjadi:

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + \dots + b_n X_n$$

Dimana:

- a) Y adalah variabel dependen, a adalah nilai Y pada perpotongan antara garis linear dengan sumbu vertikal Y/ nilai Y ketika semua $X = 0$.
- b) X_1, X_2, \dots, X_n adalah variabel independen 1,2, dan ke-n.
- c) b adalah kemiringan (*slope*) yang berhubungan dengan variabel X_1, X_2, \dots, X_n .

Dalam penelitian ini, persamaan regresinya menjadi:

$$\text{DER} = \beta_0 + \beta_{\text{DOL}}X_{\text{DOL}} + \beta_{\text{CR}}X_{\text{CR}} + \beta_{\text{ASSET}}X_{\text{ASSET}} + \beta_{\text{GROW}}X_{\text{GROW}} + \beta_{\text{PER}}X_{\text{PER}} + \beta_{\text{ROA}}X_{\text{ROA}} \dots\dots\dots(8)$$

dimana:

$\text{DER} = \text{Debt to Equity Ratio}$

$X_{\text{DL}} = \text{Operating Leverage}$

$X_{\text{CR}} = \text{Current Ratio}$

$X_{\text{ASSET}} = \text{Struktur Aktiva}$

$X_{\text{GROW}} = \text{Pertumbuhan Perusahaan}$

$X_{\text{PER}} = \text{Price Earning Ratio}$

$X_{\text{ROA}} = \text{Return On Assets}$

Uji Hipotesis dilakukan sebagai berikut: uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) baik secara parsial maupun secara bersama-sama, dilakukan uji statistik t ($t - test$) dan uji F .

3.3.3.1. Uji t – statistik

Uji keberartian koefisien (β_i) dilakukan dengan statistik t. Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independen (mengetahui apakah masing-masing variabel independen secara signifikan berpengaruh terhadap variabel dependen).

Dasar pengambilan keputusannya adalah melakukan analisis dengan program SPSS. Jika koefisien signifikan t (β_i) < taraf signifikansi yang telah ditetapkan ($\alpha = 5\%$), maka secara parsial variabel independen tersebut

berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, sehingga H_0 ditolak (Imam Ghozali, 2001).

3.3.3.2. Uji F – statistik

Uji F – statistik digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama – sama terhadap variabel dependen.

Dasar pengambilan keputusannya adalah melakukan analisis dengan program SPSS. Dengan program SPSS, uji Anova atau F test, bila didapatkan koefisien signifikan $t (\beta_i) < \text{taraf signifikansi yang telah ditetapkan } (\alpha = 5\%)$, maka model regresi bisa dipakai untuk memprediksi variabel dependen (Imam Ghozali, 2001).

BAB IV

PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data-data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari hasil pengolahan tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut: deskripsi umum hasil penelitian, pengujian asumsi klasik, analisis data yang berupa hasil analisis regresi, pengujian variabel independen secara parsial dan simultan dengan model regresi, pembahasan tentang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari seluruh emiten yang terdaftar di BEJ tidak semua dijadikan sampel penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang mengeluarkan data-data keuangan dan membagikan dividen. Dari 20 perusahaan yang terdaftar hanya 17 perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sampel. Beberapa sampel digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan karena ketidaklengkapan data.

4.1. Data Deskriptif

Jumlah perusahaan *property* yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode tahun 1994 sampai dengan 2004 berjumlah 17 perusahaan. Selama periode tahun 1994-2004, perusahaan tersebut selalu

menyajikan laporan keuangan per 31 Desember 1994-2004. Berikut akan diuraikan sampel perusahaan sampel total asset dan jumlah hutang .

4.1.1. Deskripsi Total Asset

Total asset mencerminkan kekayaan perusahaan dari sisi aktiva, semakin besar total asset suatu perusahaan maka semakin leluasa perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. Pada Tabel 4.1 berikut akan disajikan besarnya total asset perusahaan sampel yang dikelompokkan dengan total asset < 500 milyar, 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan > 1 trilyun sebagai berikut :

Tabel 4.1
Sampel Perusahaan Berdasarkan Total Asset

No	Total Asset	Sampel	Persentase (%)
1	< 500 milyar	6	35,29
2	500 milyar – 1 trilyun	6	35,29
3	> 1 trilyun	5	29,41
	Jumlah	17	100

Sumber: ICMD 2005, data diolah per 31 desember 2004

Dari Tabel 4.1 dapat dilihat bahwa total asset yang dimiliki perusahaan sampel periode pengamatan 2004 sejumlah 6 perusahaan atau 51,92% yang memiliki total asset kurang dari 500 milyar, terdapat 10 perusahaan atau 19,23% yang memiliki total asset antara 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan terdapat sebanyak 15 perusahaan atau 28,85% yang memiliki total asset diatas 1 trilyun.

4.1.2. Deskripsi Jumlah Hutang

Jumlah hutang perusahaan menunjukkan besarnya sumber dana yang diperoleh dari pihak eksternal perusahaan atau dari pihak luar dalam rangka membiayai aktivitas operasionalnya. Sumber dana dari pihak luar diperoleh dari pinjaman atau hutang (baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang); semakin besar jumlah hutang suatu perusahaan maka semakin tinggi resiko perusahaan (tercermin melalui besarnya biaya hutang).

Pada Tabel 4.2. berikut akan disajikan besarnya jumlah hutang perusahaan sampel yang dikelompokkan dengan jumlah hutang < 500 milyar, 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan > 1 trilyun sebagai berikut:

Tabel 4.2
Sampel Perusahaan Berdasarkan Jumlah Hutang

No	Jumlah Hutang	Sampel	Persentase (%)
1	< 500 milyar	12	70,58
2	500 milyar – 1 trilyun	2	11,76
3	> 1 trilyun	3	17,64
	Jumlah	17	100

Sumber: ICMD 2005, data diolah per desember 2004

Dari Tabel 4.2 dapat dilihat bahwa jumlah hutang yang dimiliki perusahaan sampel periode pengamatan 2004 terdapat sejumlah 12 perusahaan atau 70,58% yang memiliki jumlah hutang kurang dari 500 milyar, terdapat 2 perusahaan atau 11,76% yang memiliki jumlah hutang

antara 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan terdapat sebanyak 3 perusahaan atau 17,64% yang memiliki jumlah hutang diatas 1 trilyun.

Berdasarkan data mentah yang diinput dari *Indonesian Capital Market Directory* maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi DER, Current ratio, STA, GROWTH, PER, ROA dan Operating Leverage

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.3 berikut ini:

Tabel 4.3.
Descriptive statistic Data

Variabel	Minimum	Maximum	Median	Mean	Std. Deviasi
DER	-196	614,25	1,3	7,960	68,71
CR	0.005	21,82	0,91	1,339	1,83
STA	0.02	3,780	0,27	0,361	0,33
GROWTH	-0.48	183	0,03	0,120	0,30
PER	-66.36	359,39	2,2	7,488	28,82
ROA	-0.79	0,75	0,03	-0,01	0,158
DOL	0.26	14,03	0,71	0,905	1,03

Berdasar hasil perhitungan pada tabel 4.3 tersebut nampak bahwa dari perusahaan sampel dengan menggunakan metode *pooled* dimana 17 perusahaan dikalikan periode tahun pengamatan (11 tahun), sehingga sample dalam penelitian ini menjadi $17 \times 11 = 187$ sehingga sampel yang digunakan sejumlah 187, rata2 DER selama periode pengamatan (1994 - 2004) sebesar 7,544 ,dengan standart deviasi sebesar 68,71 nilai tengah

(median) sebesar 1,3. Hasil tersebut menunjukkan nilai Standart Deviasi lebih besar daripada rata- rata DER.

Demikian pula nilai minimum yang lebih kecil dari rata- ratanya (-196), dan nilai maksimum yang lebih besar daripada nilai rata2nya 614,25 menunjukkan bahwa variabel DER mengidentifikasi hasil yang kurang baik, hal tersebut dikarenakan standart deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut cukup tinggi karena lebih besar dari nilai rata- ratanya sehingga muncul banyak outlier. Hasil yang sama terjadi pada variabel lain yaitu CR,GROWTH, PER dan DOL

Dimana rata- rata CR selama periode pengamatan (1994-2004) sebesar 1,33 ,dengan standart deviasi sebesar 1,83 , dengan nilai tengah 0,91 , rata-rata GROWTH selama periode pengamatan sebesar 0,12 ,dengan nilai tengah(median) 0,03. Rata- rata PER selama periode pengamatan (1994-2004) sebesar 7,488, dengan standart deviasi sebesar 28,82, dengan nilai tengah 2,2. Sedangkan rata- rata DOL selama periode pengamatan (1994-2004) sebesar 0,905 , dengan standart deviasi sebesar 1,03 dan nilai tengah 0,71.

Sementara variable STA dan ROA menunjukkan penyimpangan yang rendah dikarenakan standart deviasi yang lebih kecil dari nilai rata- ratanya.

STA selama periode pengamatan (1994-2004) sebesar 0,361 .dengan standart deviasi sebesar 0,33 .dengan nilai tengah 0,27 .Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai Standart Deviasi lebih kecil daripada

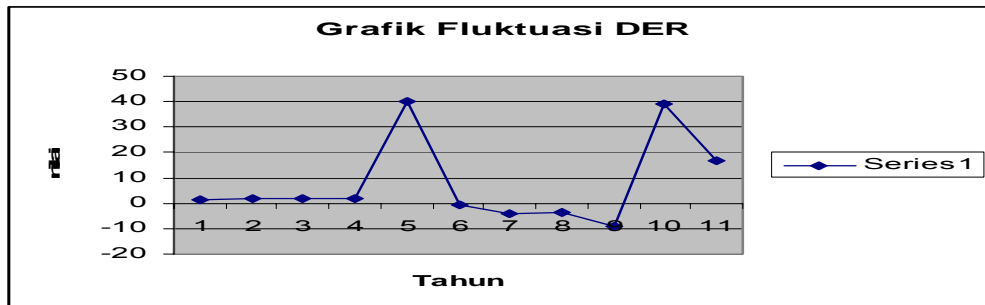
rata-rata STA yang menunjukkan bahwa data variable STA mengindikasikan hasil yang baik, hasil tersebut dikarenakan standart deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variable tersebut cukup kecil karena lebih rendah dari nilai rata-ratanya. hasil yang juga terjadi pada variable ROA , dimana nilai rata-rata selama periode pengamatan (1994-2004) sebesar -0,01 .dengan standart deviasi (SD) sebesar 0,158 ,dengan nilai tengah 0,03 .

4.1.3 Deskripsi Data Variabel Dependent dan independent

1) DER

Rata-rata DER menunjukkan trend stabil pada tahun 1994 – 1997,dengan nilai mean DER tahun 1994 sebesar 1,31. kemudian meningkat pada tahun 1998 dimana besarnya rata-rata DER pada tahun 1998 sebesar 39,94.Tahun 1999 turun dimana besarnya DER pada tahun 1999 sebesar -0,728 dan kondisi DER terus menurun sampai dengan tahun 2002 . Rata-rata DER meningkat kembali pada tahun 2003 dengan nilai sebesar 39,12 untuk kemudian menurun kembali ditahun 2004 dengan nilai rata- rata DER sebesar16,55. Fluktuasi data DER yang tidak konsisten menunjukkan kinerja perusahaan non keuangan yang listed di BEJ periode tahun 1994 -2004 menunjukkan kinerja yang belum stabil. Fluktuasi DER tahun 1994 -2004 dapat dijelaskan pada grafik berikut :

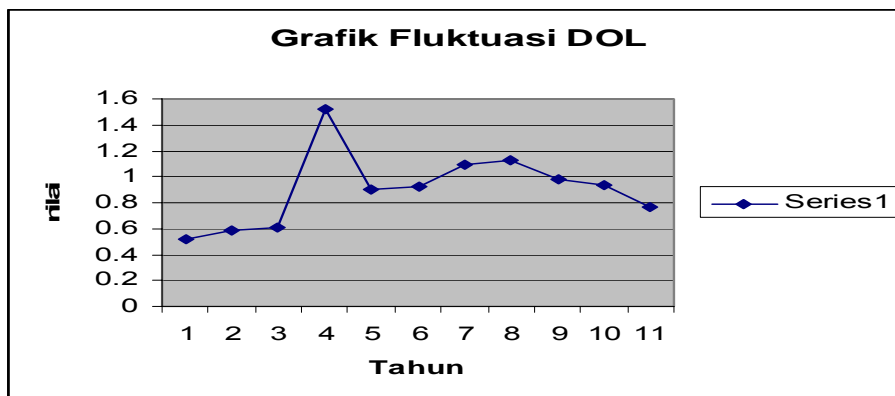
Gambar 4.1



2) DOL

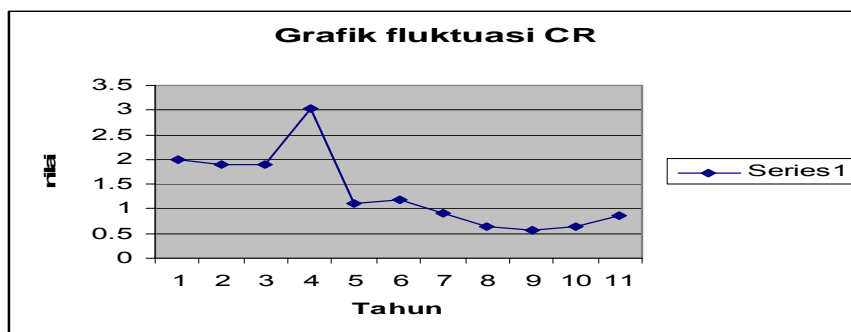
Rata-rata DOL menunjukkan grafik yang meningkat secara stabil antara tahun 1994 – 1996 , Dengan nilai rata-rata DOL sebesar 0,5 pada tahun 1994 menjadi sebesar 0,6 pada tahun 1996. Pada tahun 1997 meningkat tajam dengan rata-rata DOL sebesar 1,5 . Sedangkan pada tahun 1998 menurun tajam dimana besarnya rata-rata DOL pada tahun 1998 sebesar 0,9. dan pada tahun 1999 s/d 2001 nilai DOL naik relatif stabil dengan nilai DOL tahun 2001 sebesar 1,12. untuk kemudian terus menurun sampai dengan tahun 2004 dengan nilai DOL sebesar 0,76 . Fluktuasi data DOL yang relatif menurun menunjukkan penurunan laba operasi karena menurunnya omset penjualan. Fluktuasi DOL tahun 1994- 2004 dapat dijelaskan pada grafik berikut:

Gambar 4.2



pada tahun 1998 sebesar 1,10. Pada tahun 1999 naik sedikit menjadi sebesar 1,17 ,kemudian menurun kembali sampai dengan tahun 2002 dengan nilai CR sebesar 0,55 .Tahun 2003 s/d 2004 kembali meningkat dengan nilai CR sebesar 0,88. Fluktuasi data CR yang menurun menunjukkan perusahaan melakukan penurunan jumlah hutang untuk memperkuat sistem stabilitas perusahaan. Fluktuasi CR tahun 1994-2004 dijelaskan pada grafik berikut:

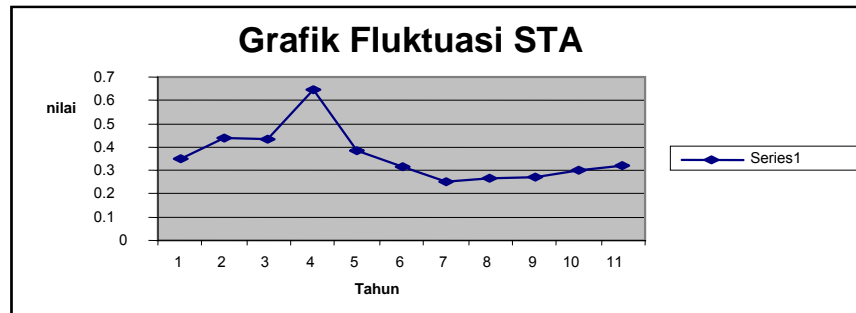
Gambar 4.3



3) STA

Rata-rata STA menunjukkan peningkatan pada tahun 1994 dengan nilai STA sebesar 0,35 , Pada tahun 1996 s/d 1997 relatif stabil dengan rata-rata STA sebesar 0,43, Sedangkan pada tahun 1998 Meningkat tajam dimana besarnya rata-rata STA pada tahun 1998 sebesar 0,64, kemudian menurun tajam sampai dengan tahun 2000 dengan nilai STA pada titik terendah tahun 2000 sebesar 0,25. Tahun 2001 s/d 2004 kembali meningkat dengan nilai STA pada tahun 2004 sebesar 0,88. Fluktuasi data STA yang tidak konsisten menunjukkan struktur asset yang belum stabil , hal ini dikarenakan perubahan situasi ekonomi akibat krisis ekonomi (1997 – 2000) . Fluktuasi DER tahun 1994 -2004 dapat dijelaskan pada grafik berikut :

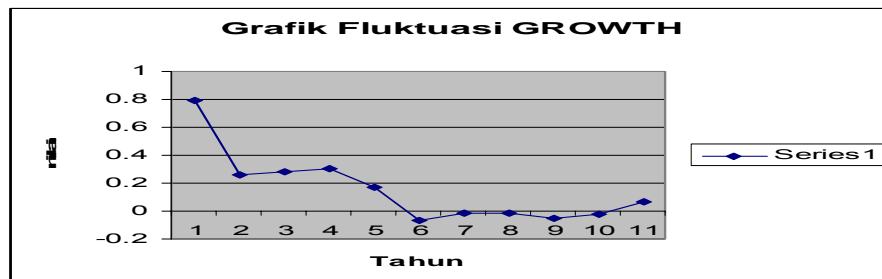
Gambar 4.4



4) GROWTH

Rata-rata GROWTH menurun tajam pada tahun 1995 dimana besarnya 0,2, kemudian meningkat pada tahun 1996 s/d 1997 dimana besarnya rata-rata GROWTH pada tahun 1997 sebesar 0,3 .Sedangkan pada tahun 1998- 1999 menunjukkan grafik yang menurun tajam , dimana besarnya GROWTH pada tahun 1999 sebesar -0,064. dan kondisi GROWTH kemudian naik sampai dengan tahun 2004 . Rata-rata GROWTH meningkat kembali secara signifikan pada tahun 2004 dengan nilai sebesar 0,06 .Fluktuasi data GROWTH yang tidak konsisten menunjukkan kinerja dan pertumbuhan perusahaan property yang listed di BEJ periode tahun 1994 -2004 menunjukkan kinerja yang belum stabil. Fluktuasi GROWTH tahun 1994 - 2004 dapat dijelaskan pada grafik berikut:

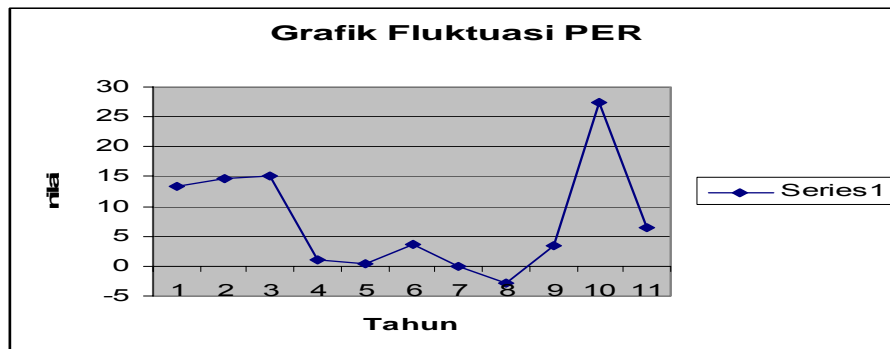
Gambar 4.5



5) PER

Rata-rata PER menunjukkan trend meningkat pada tahun 1994 – 1996 , dimana besarnya rata-rata PER pada tahun 1996 sebesar 15,0. Sedangkan pada tahun 1997 menunjukkan grafik yang menurun tajam , dimana besarnya PER pada tahun 1997 sebesar 1,006 . Rata-rata PER meningkat kembali pada tahun 1999 dengan nilai sebesar 3,67 untuk kemudian menurun kembali ditahun 2000 dengan nilai rata- rata PER sebesar -0,1. Pada tahun 2001 meningkat kembali dan pada 2003 meningkat tajam dengan nilai PER sebesar 27,34.Kemudian turun tajam pada tahun 2004 dengan nilai PER sebesar 6,46. Fluktuasi data PER yang tidak konsisten pada periode tahun 1994 -2004 menunjukkan kondisi pasar saham yang belum stabil . Fluktuasi PER tahun 1994 -2004 dapat dijelaskan pada grafik berikut:

Gambar 4.6

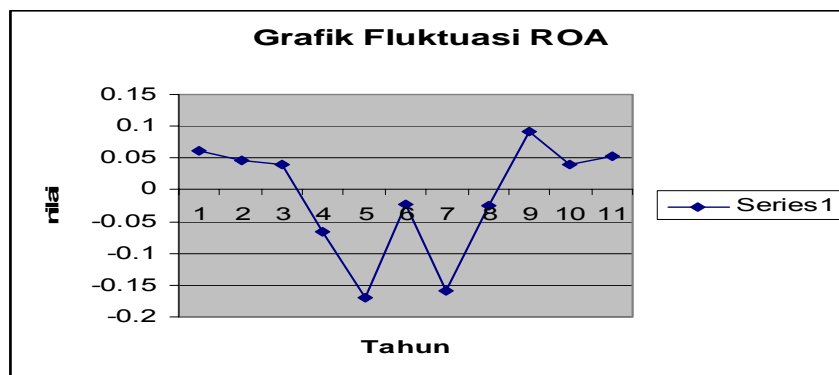


6) ROA

Rata-rata ROA menunjukkan trend grafik yang menurun pelan antara tahun 1994-1996, pada tahun 1994 nilai rata-rata ROA sebesar 0,06 , Pada tahun 1997 s/d 1998 menurun tajam dengan rata-rata ROA tahun 1998 sebesar -0,17, Sedangkan pada tahun 1999 naik tajam dimana besarnya rata-rata

ROA pada tahun 1999 sebesar -0,02 kemudian menurun tajam kembali sampai dengan tahun 2000 dengan nilai ROA sebesar -0,156 . Tahun 2001 s/d 2002 kembali meningkat tajam dengan nilai ROA pada tahun 2002 sebesar 0,092. Kemudian pada tahun 2003 turun kembali dengan nilai ROA sebesar 0,04, dan kemudian naik kembali pada tahun 2004 dengan nilai sebesar 0,052. Fluktuasi data ROA yang tidak stabil menunjukkan bahwa kinerja perusahaan dalam pengembalian modal belum stabil. Fluktuasi ROA tahun 1994- 2004 dapat dijelaskan pada grafik berikut:

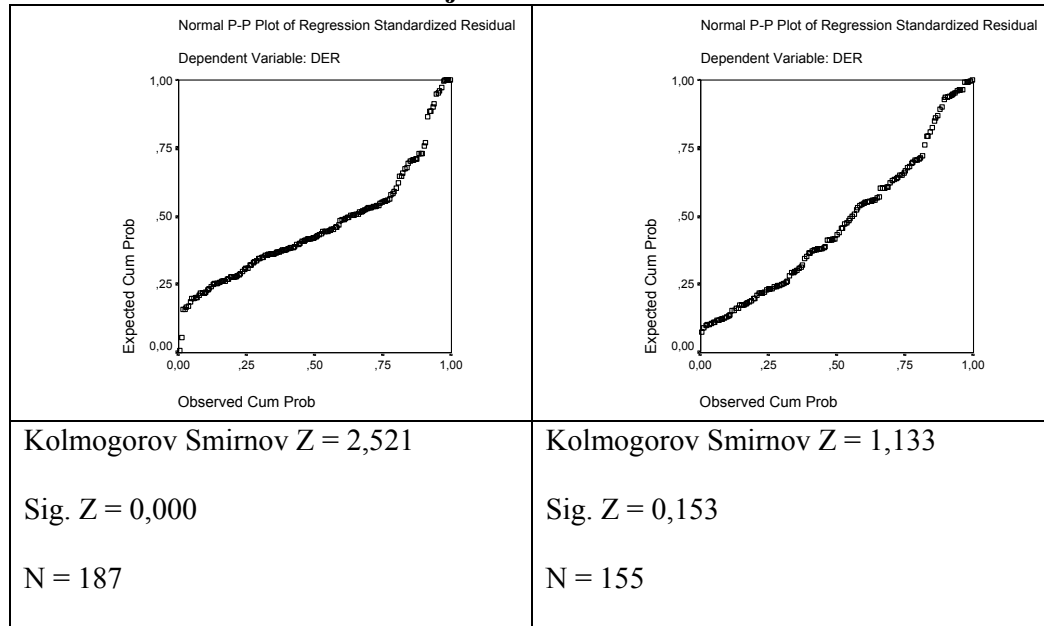
Gambar 4.7



4.2. Hasil Uji Normalitas Data

Pengujian normalitas dilakukan dengan menggunakan grafik P-P Plot dan diperkuat dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov. Pada pengujian awal, secara visual diperoleh distribusi data yang tidak normal. Hal ini dapat dilihat dari grafik normal P-P Plot residual error model regresi yang sangat menyimpang dari garis diagonal,(Singggih Santosa,1999)

Gambar 4.8 :
Uji Normalitas



Karena tidak diperoleh residual error yang berdistribusi normal maka dengan demikian selanjutnya diupayakan tindakan untuk menormalkan data, yaitu dengan menghilangkan data-data yang diindikasikan sebagai outlier. Data-data outlier tersebut diindikasikan dengan nilai standar residual yang lebih besar dari ± 3 , hal ini dapat dilihat dari *casewise diagnostic*. Hasil pengujian normalitas penghilangan beberapa outlier diperoleh sebagaimana pada gambar 4.8 kolom sebelah kanan..

Hasil pengujian normalitas data diperoleh *residual error* yang mendekati garis normal (garis diagonal). Pengujian dengan Kolmogorov Smirnov menunjukkan probabilitas (signifikansi) pengujian sebesar 0,143.

Signifikansi pengujian yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan tidak adanya perbedaan distribusi data dengan distribusi normal. Atau dengan kata lain data sudah berdistribusi normal. Dengan demikian setelah dilakukan pengurangan outlier, distribusi residual sudah berdistribusi normal. Maka selanjutnya data yang sudah normal tersebut akan digunakan sebagai prediktor yang bebas dari masalah bias data. Namun demikian jumlah sampel data yang sudah normal ini berjumlah 155 data amatan. Sejumlah 22 data amatan dihilangkan dalam penelitian ini yaitu data no. 5, 6, 7, 9, 10, 11, 16, 18, 20, 21, 49, 50, 51, 66, 72, 105, 106, 107, 119, 117, 121, 137 dan 181.

4.3. Hasil Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan sampel dari hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan selama tiga tahun, maka sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi: uji multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut:

1. Hasil Uji Multikolinearitas

Suatu variabel menunjukkan gejala multikolinieritas bisa dilihat dari nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) yang tinggi pada variabel-variabel bebas suatu model suatu model regresi (Singgih Santosa, 1999) Hasil pengujian VIF dari model regresi pada data asli maupun pada data setelah transformasi logaritme natural adalah sebagai berikut:

Tabel 4.4
Pengujian Multikolinieritas

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
CR	0,978	1,023	Tidak multikolinier
STA	0,988	1,013	Tidak multikolinier
GROWTH	0,968	1,033	Tidak multikolinier
PER	0,990	1,010	Tidak multikolinier
ROA	0,967	1,024	Tidak multikolinier
DOL	0,974	1,036	Tidak multikolinier

Sumber : Data sekunder yang diolah

Hasil pengujian menunjukkan bahwa semua variabel menunjukkan nilai VIF yang tidak jauh dari nilai 1. Hal ini berarti bahwa variabel-variabel penelitian tidak menunjukkan adanya gejala multikolinieritas dalam model regresi. Dengan demikian ketiga variabel bebas dapat digunakan sebagai variabel independen sebagai prediktor yang tidak bias.

2. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan metode Gleyser, yaitu dengan meregresikan nilai mutlak *unstandardize residual* dengan variabel-variabel bebasnya. Jika tidak terdapat variabel yang signifikan (Diatas 5%) maka disimpulkan bahwa model regresi bebas dari gejala heteroskedastisitas(Gujarati,Damodar N,1995)

Hasil pengujian pada Tabel 4.4 menunjukkan bahwa dari hasil pengujian, menunjukkan bahwa tidak satupun variabel bebas tidak satupun yang memiliki signifikansi yang lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti bahwa model regresi tidak memiliki gejala adanya heteroskdastisitas.

Tabel 4.5
Uji Heteroskedastisitas

Variabel	t	sig t	Keterangan
CR	-1,917	0,057	Homoskedastis
STA	-0,423	0,673	Homoskedastis
GROWTH	-0,728	0,468	Homoskedastis
PER	0,247	0,805	Homoskedastis
ROA	0,084	0,933	Homoskedastis
DOL	0,157	0,388	Homoskedastis

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam tabel 4.5 tersebut nampak bahwa semua variabel bebas menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan.

3. Hasil Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hasil regresi dengan level of significance 0.05 ($\alpha=0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 6$) dan banyaknya data ($n = 155$). Berdasarkan output SPSS 11.5, maka hasil uji autokorelasi dapat ditunjukkan pada tabel 4.6 sebagai berikut:

Tabel 4.6
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,446 ^a	,199	-,167	2.2648	1,823

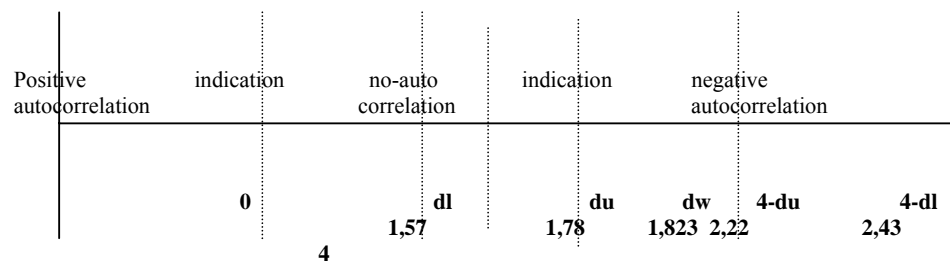
a. Predictors: (Constant), CR, STA, GROWTH , PER,ROA,DOL

b. Dependent Variable: DER

Berdasar hasil hitung Durbin Watson sebesar 1,823 sedangkan dalam tabel DW untuk “k”=6 dan N=155 besarnya DW-tabel: dl (batas luar) = 1,57;

du (batas dalam) = 1,78; $4 - du = 2,22$; dan $4 - dl = 2,43$ maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah *no auto correlation* artinya dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.9 ebagai berikut:

Gambar 4.9
Hasil Uji Durbin Watson



Sesuai dengan gambar 4.9 tersebut menunjukkan bahwa Durbin Watson berada di daerah *positive autocorrelation*.

4.4. Hasil Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Berdasarkan output SPSS nampak bahwa secara parsial pengaruh dari kelima variabel independen tersebut terhadap DER ditunjukkan pada tabel 4.

Tabel 4.7
Hasil Perhitungan Regresi Parsial

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.124	.354		-.351	.726
	CR	.321	.093	.256	3.455	.001
	STA	.592	.514	.085	1.151	.252
	GROWTH	1.680	.587	.212	2.864	.005
	PER	1.010E-02	.006	.128	1.699	.041
	ROA	-1.717	1.161	-.111	-1.479	.022
	DOL	-.341	.162	-.156	-2.102	.037

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari tabel 4.7 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{DER} = -0,124 + 0,321 \text{ CR} + 0,592 + 1,680 \text{ GROWTH} + 0,01 \text{ PER} - 1,717 \text{ ROA} - 0,341 \text{ DOL}$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut diatas maka dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel *Current Ratio* (DPR)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel CR sebesar (0,321). Dari perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (3,455) dan nilai signifikansi sebesar 0,001.

Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis terbukti dan ada pengaruh yang signifikan positif variabel CR dengan variabel DER. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar *liquiditas* perusahaan akan berpengaruh terhadap hutang perusahaan, dimana semakin besar CR tentu semakin besar jumlah modal sendiri yang tertanam ke dalam perusahaan; sehingga debt to equity ratio (DER) akan semakin besar

Hasil ini tidak mendukung penelitian dari Hermendito Kaaro (2000) dan Wahidahwati (2002), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *current ratio* ditemukan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*.

2. Variabel STA

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel STA sebesar (0,592). Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (1,151) dan nilai signifikansi sebesar 0,252. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis tidak terbukti berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel STA terhadap variabel DER.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menunjukkan hasil, Struktur aktiva (STA) tidak signifikan mempengaruhi *debt to equity ratio*. Sehingga penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Fitrijanti & Hartono (2002), Hermendito Kaaro (2000), Laili hidayat (2001) dan Sekar Mayangsari (2001) yang menunjukkan bahwa struktur aktiva terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).

3. Variabel *Growth*

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel *Growth* sebesar (1,680). Hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,864) dengan nilai signifikansi sebesar 0,05. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis terbukti berarti ada pengaruh signifikan positif antara variabel *Growth* dengan variabel DER. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar pertumbuhan perusahaan yang dimiliki perusahaan, akan meningkatkan hutang perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan terbukti berpengaruh negatif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).

4. Variabel PER

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel PER sebesar (0.010). Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (1.699), nilai signifikansi sebesar 0,041. Karena nilai signifikansi lebih kecil 5% maka hipotesis terbukti berarti terdapat pengaruh signifikan positif antara variabel PER terhadap variabel DER. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan PER yang merupakan bentuk apresiasi pasar terhadap kinerja perusahaan yang semakin baik, akan menarik perhatian investor untuk menanamkan modal. Hal ini menyebabkan manajemen akan mudah menambah hutang sehingga DER meningkat.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Fitrijanti & Hartono (2002), hal.59) yang menunjukkan bahwa *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).

5. Variabel ROA

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel ROA sebesar (-1.717). Dari hasil

perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar -1.479 dengan nilai signifikansi sebesar 0,022. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis terbukti berarti ada pengaruh signifikan negatif antara variabel ROA dengan variabel DER. Pengaruh negatif ROA terhadap DER mengindikasikan bahwa dengan peningkatan profitabilitas perusahaan akan lebih memilih pendanaan dari modal sendiri dalam bentuk laba ditahan daripada sumber pendanaan eksternal berupa hutang, Sehingga dengan kenaikan ROA akan meurunkan DER..

6. Variabel *Operating Leverage*

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel DOL sebesar (-0.341)..Hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar -2,102 dengan nilai signifikansi sebesar 0,037. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis terbukti berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel DOL dengan variabel DER.

Hasil ini mendukung penelitian dari Bambang Riyanto (1997) dan Weston and Brigham(1994), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *Operating Leverage* ditemukan hasil yang signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*.

Prosentase pengaruh keenam variabel tersebut terhadap DER dapat ditunjukkan dari nilai R^2 dari model regresi. Hasil analisis menunjukkan nilai adjusted R^2 sebesar 0,167. Hal ini berarti bahwa sebesar 16,7% variasi DER dapat diprediksikan oleh variasi CR, STA, PER,

GROWTH,ROA dan DOL terhadap DER. Sedangkan sebagian besar lainnya yaitu 83,3% variasi DER dapat dijelaskan oleh faktor lain. Adapun besarnya *Adjusted R²* dapat dilihat pada hasil output SPSS sebagai berikut:

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,446 ^a	,199	,167	2.2648	1,823

a. Predictors: (Constant), CR, STA, GROWTH , PER,ROA,DOL

b. Dependent Variable: DER

Sementara pengaruh secara bersama-sama enam variabel independen tersebut (CR, STA, PER, GROWTH ,ROA dan DOL) terhadap DER seperti ditunjukkan pada tabel 4.8 sebagai berikut:

Tabel 4.8
Hasil Perhitungan Regresi Berganda

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	188.895	6	31.482	6.137	.000 ^a
	Residual	759.195	148	5.130		
	Total	948.090	154			

a. Predictors: (Constant), DOL, STA, ROA, CR, GROWTH, PER

b. Dependent Variable: DER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Hasil pengujian ini menunjukkan nilai uji F untuk data sampel diperoleh sebesar 6.137 dengan signifikansi kurang dari 0,05. Dengan demikian dengan menggunakan taraf signifikansi 5% maka dapat disimpulkan bahwa koefisien regresi tidak sama dengan nol. Karena signifikansi kurang dari 5%. Dapat disimpulkan terdapat pengaruh yang bermakna dari variabel CR, STA, PER, GROWTH ,ROA dan DOL terhadap DER. Maka Hipotesis 7 terb

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan

Dari enam hipotesis yang diajukan hanya hipotesis 2, 4, 5, 6 dan 7 yang dapat diterima, artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependennya.

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara parsial variabel *Operating leverage* berpengaruh signifikan negative terhadap variabel DER artinya peningkatan DOL akan menurunkan nilai DER. Artinya perusahaan dengan operating leverage yang tinggi akan mempunyai beban tetap yang besar, sehingga perusahaan akan cenderung meminimalisasi hutang untuk mengurangi beban tetap berupa bunga. Hal itu menunjukkan bahwa *operating leverage* signifikan negatif terhadap DER
2. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara parsial variabel CR berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DER. Artinya liquiditas perusahaan akan berpengaruh terhadap hutang perusahaan. Artinya semakin besar CR tentu semakin besar jumlah modal sendiri yang tertanam ke dalam perusahaan; sehingga debt to equity ratio (DER) akan semakin besar (dengan asumsi tidak ada tambahan hutang baru selama periode yang sama). Hal ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan CR akan menambah keyakinan investor akan

liquiditas perusahaan sehingga mempermudah manajemen menambah hutang, yang menyebabkan DER naik. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Hermendito Kaaro (2000) dan Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa CR tidak signifikan terhadap DER.

3. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara parsial variabel STA tidak berpengaruh terhadap variabel DER.. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Fitriyani dan Hartono (2002), Hermendito Kaaro (2000) dan Sekar Mayangsari (2001) yang menunjukkan asset berhubungan positif dengan DER namun konsisten dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002) yang mengatakan asset tidak signifikan terhadap DER.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara parsial variabel *Growth* berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DER. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar pertumbuhan yang dimiliki perusahaan akan menarik perhatian investor untuk menanamkan modalnya dan mempermudah manajemen mendapatkan hutang karena adanya keyakinan investor terhadap kinerja perusahaan .Hal ini menyebabkan DER meningkat.
5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara parsial variabel PER berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DER. Peningkatan PER yang merupakan kenaikan tingkat nilai saham dan laba perlembar saham mengindikasikan kondisi perusahaan yang baik. Akan berdampak semakin menarik perhatian calon kreditor terhadap

perusahaan. Semakin meningkat perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat mudah bagi manajemen mendapatkan pinjaman sehingga jumlah hutang meningkat. Hasil penelitian ini Penelitian ini mendukung Fitriyani dan Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa PER berhubungan positif dengan DER

6. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa secara parsial variabel ROA berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel DER. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi (ROA) akan menggunakan utang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah.
7. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 7 menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel CR, STA, PER, Growth, ROA dan *Operating Leverage* berpengaruh signifikan terhadap variabel DER. Artinya jika keenam variabel tersebut meningkat secara bersamaan maka akan meningkatkan struktur modal (DER).

5.1.1 Saran - saran

Berdasarkan kesimpulan diatas maka saran-saran yang dapat diberikan melalui hasil penelitian ini baik kepada investor, perusahaan maupun pengembangan penelitian lebih lanjut adalah sebagai berikut:

1. *Operating leverage*

Seperti dinyatakan bahwa DOL berpengaruh signifikan negative terhadap DER (H1) maka perusahaan perlu mengoptimalkan dan menyetabilkan nilai EBIT sehingga beban tetap perusahaan dapat ditekan dan penggunaan hutang dapat ditingkatkan,

2. *Current Ratio*

Seperti dinyatakan bahwa CR berpengaruh signifikan positif terhadap DER (H2) maka sebaiknya manajemen perusahaan meningkatkan *liquiditas* perusahaan dengan cara meningkatkan *current asset* dan meminimalisasi *current liabilities* . mengoptimalkan Current Ratio perusahaan antara manfaat penggunaan hutang dan penggunaan modal sendiri maka akan tercapai keuangan perusahaan yang sehat..Dengan nilai CR yang optimal akan menarik perhatian investor dan mempermudah perusahaan mendapatkan pinjaman untuk perluasan usaha. Bagi Investor perlu mengetahui informasi struktur keuangan perbandingan jumlah *debt* dengan modal sendiri

2. *STA*

Seperti dinyatakan bahwa STA tidak berpengaruh terhadap DER (H3) maka sebaiknya perusahaan mengurangi pemanfaatannya dalam bentuk asset tetap , dan lebih digunakan dalam bentuk investasi lain

Investor sebaiknya memperhatikan rasio STA karena dengan adanya informasi tersebut dapat memebreikan jaminan pengembalian hutang .

3. *Growth*

Seperti dinyatakan bahwa GROWTH berpengaruh signifikan positif terhadap DER (H4) maka perusahaan sebaiknya meningkatkan kinerja perusahaan sehingga pertumbuhan terus tercapai, Hal ini akan menarik perhatian investor dan pada akhirnya pada saat dibutuhkan memudahkan perusahaan mendapatkan pinjaman dari investor .

Untuk investor sebaiknya memperhatikan rasio *Growth* karena dengan adanya informasi tersebut maka dapat dimanfaatkan untuk mengambil keputusan yang tepat sehubungan dengan investasinya karena dengan pertumbuhan perusahaan yang tinggi menjamin aliran kas yang lancar untuk kelancaran pembayaran hutang serta pengembalian modal. Disamping itu investor juga harus mempertimbangkan faktor lain di luar kebijakan perusahaan seperti kondisi pasar yang terjadi serta faktor-faktor eksternal yang lain karena hal ini secara tidak langsung akan mempengaruhi keuntungan yang diperoleh didalam melakukan investasi.

4. PER

Seperti dinyatakan bahwa PER berpengaruh signifikan positif terhadap DER (H5) maka perusahaan perlu melakukan kebijakan – kebijakan untuk menarik investor dengan memberikan pendapatan per lembar saham yang optimal serta dengan mempertahankan kinerja perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan yg tinggi. Sehingga pada akhirnya perusahaan dengan nilai PER yang tinggi akan meningkatkan kepercayaan investor sehingga perusahaan akan mudah mendapatkan pinjaman. Untuk investor perlu melihat ratio PER karena nilai PER sangat dipengaruhi kondisi pasar saham sebagai interpretasi pasar terhadap kinerja perusahaan. Serta banyak faktor fundamental yang ikut berpengaruh menentukan rasio PER yang belum tentu mencerminkan kondisi perusahaan sesungguhnya.

5. ROA

Seperti dinyatakan bahwa ROA berpengaruh signifikan negatif terhadap DER (H6) maka perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas asset (ROA) sebaiknya menggunakan utang yang kecil, Karena dengan tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Dengan hutang yang relatif kecil maka beban tetap perusahaan berupa bunga menjadi rendah dan keuangan perusahaan menjadi lebih sehat.

Investor sebaiknya memperhatikan rasio ROA karena dengan adanya informasi tersebut maka dapat dimanfaatkan untuk mengambil keputusan yang tepat sehubungan dengan investasinya karena pengembalian modal yang baik menjamin investor mendapatkan modalnya kembali serta keuntungan yang diharapkan.

6. Seperti dinyatakan bahwa DOL,CR,STA,GROWTH,PER,ROA secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap DER (H7) Perusahaan sebelum melakukan kebijakan yang terkait dengan pendanaan perusahaan harus mengkaji terlebih dahulu besar kecilnya rasio-rasio(DOL,CR,STA,GROWTH,PER,ROA) mempengaruhi *Debt to Equity Ratio* (DER) sehingga dalam pelaksanaannya nanti akan saling menguntungkan antara pihak perusahaan dan investor, karena tidak semua faktor mempengaruhi nilai DER secara signifikan

5.2. Implikasi Kebijakan

Setelah diperoleh beberapa kesimpulan tentang penelitian ini dapat diajukan beberapa implikasi manajerial yang dapat berguna bagi perusahaan *go public* di BEJ:

1. Karena CR mempunyai pengaruh yang positif terhadap DER menunjukkan CR yang tinggi akan mempermudah manajemen mendapatkan pinjaman sehingga sebaiknya manajemen perusahaan perlu melakukan kebijakan pendanaan perusahaan yang optimal dengan

pemanfaatan hutang untuk mengurangi beban pajak tetapi juga meminimalisasi biaya tetap berupa bunga.

2. Karena dalam penelitian ini, CR dan *Growth* menunjukkan pengaruhnya terhadap DER. Berdasarkan Beta Standardized coefficient, maka sebaiknya manajemen perusahaan perlu memperhatikan CR karena CR merupakan variabel yang paling dominan mempengaruhi DER dengan nilai sebesar 3,455 kemudian variabel GROWTH sebesar 2,864.
3. Penggunaan sumber dana intern sebagai sumber utama pembiayaan investasi tidak selalu mesti terjadi. Karena keputusan investasi yang menguntungkan tidak terpengaruh dari asal sumber dana. Hanya saja kadang-kadang adanya persyaratan jaminan atas hutang yang diambilnya mengakibatkan modal sendiri harus menjadi besar. Persoalan lainnya yang muncul adalah kemungkinan biaya modal rata-rata akan naik lebih besar, kalau ini terjadi investasi dibiayai dengan *cost* yang lebih tinggi atau menggunakan biaya modal yang lebih mahal.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 10 tahun dengan sampel yang terbatas pula (17 sampel). Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan hanya terbatas pada CR, STA, *Growth*, PER, dan ROA.

Disamping itu penulis mengakui banyak keterbatasan yang dimiliki, keterbatasan itu antara lain referensi yang dimiliki penulis belum begitu lengkap untuk menunjang proses penulisan tesis ini sehingga terjadi banyak kekurangan dalam mendukung teori ataupun justifikasi masalah yang diajukan. Penulis juga mengakui bahwa keterbatasan waktu dan biaya juga mempengaruhi penelitian ini yang hanya meneliti faktor yang fundamental sehingga faktor eksternal kurang begitu diperhatikan.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 18,7% mengindikasikan bahwa kelima variabel independen (CR, STA, *Growth*, PER, ROA dan DOL) mampu menjelaskan variabel DER dengan derajat kepastian sebesar 16,7%. Sedangkan sebagian besar lainnya yaitu 83,3% variasi DER dapat dijelaskan oleh faktor lain, sehingga perlu menghubungkan pengaruh DER terhadap variabel makro ekonomi dan non ekonomi. Variabel makro ekonomi yang mungkin berpengaruh terhadap DER antara lain: tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi ekonomi lainnya; serta variabel non ekonomi seperti kondisi politik negara mungkin signifikan berpengaruh terhadap DER perusahaan di BEJ, mengingat sampai dengan saat penelitian berlangsung variabel-variabel makro ekonomi dan non-ekonomi tersebut masih menunjukkan kondisi yang belum stabil.

DAFTAR REFERENSI

- Agus Eko Sujianto, 2001, "Analisis Variabel-variabel yang mempengaruhi struktur keuangan pada perusahaan Manufaktur yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta", **Jurnal Ekonomi dan Manajemen**, Vol.2, No.2, Desember 2001, Hal.125 – 138.
- Ang, Robbert. (1997). "**Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)**". Mediasoft Indonesia
- Bathala, C.T., K.R. Moon, and R.P. Rao. (1994). "*Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective*". **Financial Management**, 23: 38 – 50.
- Brigham, Eugene F. (1983). "**Fundamentals of Financial Management**". *Third Edition*. Holt-Saunders Japan: The Dryden Press.
- Bushman, Robert M. (2001). "*Financial Accounting Information and Corporate Governance*". **Journal of Accounting & Economics**, 32 (2001): 237–333.
- Crutchley, Claire E., and Hansen, Robert S. (1989). "*A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend*". **Financial Management**, Winter 1989.
- Eugene F. Brigham & Louis C.Gapenski, 1996, **Intermediate Financial Management**, Fifth edition-International edition, The Dryden Press
- Fitrijanti, Tettet dan Hartono, Jogiyanto. (2002). "Set Kesempatan Investasi: Konstruksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen". **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, No. 1: 35 – 63.
- Gujarati, Damodar N. (1995). "**Basic Econometrics**". Singapore: Mc Graw Hill, Inc.
- Hartono, Jogiyanto. (1998). "**Teori Portofolio dan Analisis Investasi**". Yogyakarta: BPFE.
- Hermendito Kaaro, Analisis leverage dan Deviden dalam lingkungan ketidakpastian: Pendekatan Pecking Order dan Balancing Theory, **Simposium Nasional Akuntansi IV**

- Husnan, Suad. (2001). “*Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional*”. **Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi**, Vol. 1 No.1, Februari: 1 – 12.
- J. Fred Weston & Thomas Copeland, 1997, **Manajemen Keuangan**, Jilid 2, Edisi 9, Binarupa Aksara
- Lambert, Richard A. (2001). “*Contracting Theory and Accounting*”. **Journal of Accounting & Economics**, 32 (2001): 3– 87.
- Lukas Setia Atmaja, 1999, Manajemen Keuangan, Edisi 2, Andi Offset
- Myers, S, The Capital Structure Puzzle, **Journal of Finance**, Vol.39. July, 1984
- Na'im, Ainun dan Rakhman, Fu'ad. (2000). “Analisis Hubungan antara Kelengkapan Pengungkapan Laporan Keuangan dengan Struktur Modal dan Tipe Kepemilikan Perusahaan”. **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 15, No. 1: 70 – 82.
- Sekar Mayangsari, Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan : *Pengujian Pecking Order Hypothesis*, **Media Riset Akuntansi**, Auditing dan Informasi, Vol 1, No. 3 Desember 2001 : 1-26
- Wasi aji , Darmawan (2003) “*Analisis factor- factor yang mempengaruhi Struktur Modal: 25-26*”
- Kumla sari, Ratna (2004) “ *analisis Pengaruh factor Liquiditas dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal perusahaan property “*”
- Singgih Santoso. (1999). **SPSS (Statistical Product and Service Solutions)**. Penerbit PT. Elex Media Komputindo-Kelompok Gramedia .Jakarta.
- Sofiati, “Pengaruh Timbal Balik antara Utang dan Ekuitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan-Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta”, **Kompak**, Januari 2001
- Suad Husnan, 1998, **Manajemen Keuangan-Teori dan Penerapan (keputusan jangka panjang)**, Buku 1, Edisi 4, BPFE.
- Subekti, Imam dan Kusuma, Indra Wijaya. (2001). “Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 4, No. 1: 44 – 63.

- Suranta, Eddy dan Mdiastuti, Puspa. (2003). “Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 6, No. 1, Januari: 54 – 68.
- Wahidahwati. (2002). “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, No. 1, Januari: 1 – 16.