

**ANALISIS PENGARUH ASPEK LIKUIDITAS,
RISIKO BISNIS, PROFITABILITAS, DAN
PERTUMBUHAN PENJUALAN TERHADAP
STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN**
(Studi empiris pada sektor keuangan dan perbankan di BEJ
Tahun 2000-2005)



Tesis

**Diajukan sebagai salah satu syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Oleh :

YULINDA RACHMAWARDANI, SE
NIM. C4A003204

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2007**



Sertifikasi

Saya, *Yulinda Rachmawardani*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan adalah hasil karya saya sendiri dan belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada Program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Yulinda Rachmawardani

PERSETUJUAN DRAFT TESIS

**Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa draft tesis berjudul;
ANALISIS PENGARUH ASPEK LIKUIDITAS,
RISIKO BISNIS, PROFITABILITAS, DAN
PERTUMBUHAN PENJUALAN TERHADAP
STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN**

yang disusun oleh Yulinda Rachmawardani, SE, NIM C4A003204
telah disetujui untuk dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal April 2007

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM

Drs. Mulyo Haryanto, MS

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa Tesis berjudul :

**ANALISIS PENGARUH ASPEK LIKUIDITAS, RISIKO BISNIS,
PROFITABILITAS DAN PERTUMBUHAN PENJUALAN TERHADAP
STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN
(Studi empiris pada sektor perbankan dan keuangan
yang tercatat di Bursa Efek Jakarta periode tahun 2000-2005)**

yang disusun oleh Yulinda Rachmawardani, NIM. C4A003204
telah disetujui untuk dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal 16 April 2007
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM

Drs. Mulyo Haryanto, M.S

Semarang, 2007
Universitas Diponegoro Semarang
Program Pascasarjana

Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program

Prof. Dr. Suyudi Mangunwiharjo

ABSTRACT

This research aims to empirically examine factors that induce companies' capital structure using trade-off and pecking order theories. Analyzed variables are liquidity, business risk, profitability and sales growth.

Samples are 29 banking and financial sectors listed in Jakarta Stock Exchange (JSE) during 2000-2005 resulting 174 observations. Multiple regressions and chow test are used to test hypotheses.

Results of partial test using multivariate analyze show that all variables have positive significantly impact on capital structure at banking and financial sectors. Liquidity and sales growth variables have positive impact on companies' capital structure in line with trade off theory implication and business risk variable have positive impact on capital structure that contrary to trade off theory. Profitability variable that has positive impact on capital structure is contrary to pecking order theory. The theory stated that the higher profitability the more retained returns so capital structure become lower. This means that not all proxies of trade off and pecking order theories could explain capital structure of banking and financial companies listed in JSE.

However, simultaneous test (F-test) shows that simultaneously all four variables do not significantly impact on capital structure. This is due to sampling effect that eliminate / reduce among variables so it became a financial paradox.

Using univariate analyzes, results show 2 (two) variables have impact on capital structure, namely business risks and profitability. Both give positive impact on capital structure.

Results of coefficient homogeneity test, using chow test, show there are no significant different between those two sectors.

Key word: capital structure, trade off theory, pecking order theory, liquidity, business risk, profitability and sales growth, and chow test.

ABSTRAKSI

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan menggunakan Teori *Trade-off* dan *Pecking Order*. Variabel-variabel yang dianalisis yaitu likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan.

Sampel dalam penelitian ini sebanyak 29 perusahaan dalam sektor perbankan dan keuangan yang tercatat dalam Bursa Efek Jakarta (BEJ) dari tahun 2000-2005, hasilnya terdapat sebanyak 174 observasi. Untuk menguji hipotesis-hipotesis dan penelitian ini digunakan Regresi Berganda dan Chow Test.

Dengan menggunakan analisis multivariate, hasil uji parsial menunjukkan bahwa semua variabel memberikan pengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal pada sektor perbankan dan keuangan. Variabel likuiditas dan pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan sesuai dengan implikasi teori *Trade-Off* sedangkan variabel risiko bisnis yang berpengaruh positif terhadap struktur modal ternyata kontradiksi dengan teori *Trade-off*. Untuk variabel profitabilitas yang berpengaruh positif terhadap struktur modal ternyata bertentangan dengan teori *Pecking Order* yang berargumentasi bahwa semakin tinggi profitabilitas semakin banyak laba yang ditahan sehingga struktur modal semakin rendah. Hal ini berarti bahwa tidak semua proksi dari Teori *Trade-off* dan *Pecking order* dapat menjelaskan struktur modal perusahaan perbankan dan keuangan yang tercatat di BEJ.

Namun dari uji simultan (uji F), dihasilkan bahwa secara simultan keempat variabel di atas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hal ini dikarenakan adanya efek saling meniadakan/melemahkan diantara variabel, sehingga hal ini menjadi suatu paradoks keuangan.

Secara univariate, penelitian ini menunjukkan ada 2 variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal, yaitu risiko bisnis dan profitabilitas, yang keduanya memberikan pengaruh positif terhadap struktur modal.

Dari hasil Uji kesamaan koefisien dengan menggunakan chow test menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan diantara kedua sektor.

Kata kunci : Struktur modal, *Trade-off*, *Pecking order*, likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan dan chow test.

KATA PENGANTAR

Syukur Alhamdulillah penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas segala rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis mampu menyelesaikan tesis sebagai salah satu syarat menyelesaikan Program Studi Magister Manajemen pada Program Pascasarjana Universitas Diponegoro dengan judul **“Analisis Pengaruh Aspek Likuiditas, Profitabilitas dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan “**.

Pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih dengan setulus hati kepada:

1. Bp. Prof. Dr. Sugeng Wahyudi, MM selaku dosen pembimbing utama yang telah meluangkan waktu dan memberi bimbingan serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Bp. Drs. Mulyo Haryanto, MS selaku dosen pembimbing anggota yang banyak memberikan bimbingan dan masukan demi penyempurnaan tesis ini.
3. Seluruh pengajar di Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan juga memberi ilmu selama penulis menuntut ilmu selama ini di perguruan tinggi.
4. Kedua Orang Tua dan keluarga yang telah memberi doa dan dukungan.
5. *My lovely family*, Mas Dinar dan Byantari yang menemaniku dan memberi kekuatan setiap saat.
6. Semua teman MM UNDIP khususnya angkatan XXI.
7. Seluruh staf Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu selama ini di perguruan tinggi.

8. Semua pihak yang telah membantu dan mendoakan penulis sehingga penulis berhasil menyelesaikan tesis ini dengan baik.

Akhirnya penulis berharap semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi seluruh pembacanya. Penulis akan sangat menghargai kritik dan saran yang membantu dalam penyempurnaan tesis ini.

Semarang, April 2007

Penulis

Yulinda Rachmawardani, SE

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Sertifikat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan	iii
<i>Abstract</i>	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
I. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah	7
1.3 Tujuan Penelitian	9
1.4 Manfaat Penelitian	9
II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL.....	10
2.1 Struktur Modal	10
2.2 Teori <i>Trade-off</i>	11
2.3 Teori <i>Pecking Order</i>	12
2.4 Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal Perusahaan	13
2.5 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan.....	14
2.6 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan	15
2.7 Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan.....	16
2.8 Penelitian-Penelitian Terdahulu	17
2.9 Kerangka Pemikiran Teoritis	20
2.10 Hipotesis	22
2.11 Definisi Operasional Variabel.....	23
III. METODE PENELITIAN	24
3.1 Jenis Dan Sumber Data.....	24
3.2 Populasi dan Sampling.....	24
3.3 Metode Pengumpulan Data	26
3.4 Teknik Analisis	26
3.4.1 Uji Asumsi klasik	26
3.4.2 Analisis Regresi	28
3.5 Uji Hipotesis	28
3.5.1 Uji t	29
3.5.2 Uji F	29
3.5.3 Chow Test	30
IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	31
4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Data Deskriptif.....	31
4.2 Hasil Analisis.....	35
4.2.1. Pengujian Asumsi Klasik	35
4.2.1.1 Uji Normalitas	35

4.2.1.2 Uji Multikolinearitas	35
4.2.1.3 Uji Heteroskedastisitas	37
4.2.1.4 Uji Autokorelasi	37
4.3 Pengujian Hipotesis.....	38
V. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN.....	46
5.1 Kesimpulan.....	46
5.2 Implikasi Kebijakan.....	47
5.2.1 Implikasi Teori	47
5.2.2 Implikasi Manajerial	48
5.3 Keterbatasan Penelitian	49
5.4 Agenda Penelitian Mendatang	50
Daftar Pustaka	51
Lampiran	

Daftar Tabel

Tabel 1.1	Perubahan modal Sendiri dan Harga saham Sektor Keuangan dan Perbankan di BEJ Tahun 2003-2005	2
Tabel 2.1	Ringkasan Hasil Penelitian-Penelitian Terdahulu	16
Tabel 2.2	Definisi Operasional Variabel	23
Tabel 3.1	Sampel Penelitian	25
Tabel 4.1	Klasifikasi Perusahaan	32
Tabel 4.2	Jumlah Sampel Sektor Perbankan Berdasarkan Total Aset	32
Tabel 4.3	Jumlah Sampel Sektor Keuangan Berdasarkan Total Aset	33
Tabel 4.4	Jumlah Sampel Sektor Perbankan Berdasarkan Total Hutang	33
Tabel 4.5	Jumlah Sampel Sektor Keuangan Berdasarkan Total Hutang	33
Tabel 4.6	Statistik Deskriptif Sektor Perbankan	33
Tabel 4.7	Statistik Deskriptif Sektor Keuangan	34
Tabel 4.8	Hasil Pengujian Multikolinearitas Sektor Perbankan	36
Tabel 4.9	Hasil Pengujian Multikolinearitas Sektor Keuangan	36
Tabel 4.10	Hasil Regresi Multivariat 4 variabel	38
Tabel 4.11	Hasil Regresi Univariat	43
Tabel 4.12	Hasil Chow Test	44

Daftar Gambar

Gambar 2.1 Pengembangan model

21

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa Tesis berjudul :

**ANALISIS PENGARUH ASPEK LIKUIDITAS, RISIKO BISNIS,
PROFITABILITAS DAN PERTUMBUHAN PENJUALAN TERHADAP
STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN
(Studi empiris pada sektor perbankan dan keuangan
yang tercatat di Bursa Efek Jakarta periode tahun 2000-2005)**

yang disusun oleh Yulinda Rachmawardani, NIM. C4A003204
telah disetujui untuk dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal 16 April 2007
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Dosen Penguji :

- | | |
|----------------------------|---------|
| 1. Drs. L. Suryanto, MM | 1. |
| 2. Drs. Prasetiono, M.Si | 2. |
| 3. Dra. Irene Rini DP., ME | 3. |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham *et.al*, 1999). Nilai suatu perusahaan di Indonesia pada umumnya tercermin dalam harga saham. Sedangkan harga saham perusahaan yang diperdagangkan di bursa, menurut Adler (2004) merupakan refleksi struktur keuangan perusahaan. Seringkali para pengambil keputusan investasi memperhatikan struktur keuangan perusahaan dalam rangka investasi ke perusahaan yang bersangkutan. Pengambilan keputusan tentang sumber pendanaan yang tepat yang terdiri dari utang dan modal sendiri merupakan hal yang sangat penting dalam perusahaan. Perbandingan utang dan modal sendiri dalam struktur keuangan perusahaan disebut struktur modal (Bambang, 1995).

Menurut Keown (1996) seperti dikutip dalam Santika & Ratnawati (2002), tujuan manajemen struktur modal adalah memadukan sumber dana permanen yang digunakan perusahaan dengan cara memaksimalkan harga saham dan meminimumkan biaya modal perusahaan. Hal ini didukung teori struktur modal tradisional yang merumuskan penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan jika penggunaan hutang tersebut akan mengakibatkan penurunan biaya modal rata-rata, dan pada tingkat tertentu besarnya proporsi hutang dalam struktur modal akan meningkatkan biaya modal rata-rata dan menurunkan nilai

perusahaan karena besarnya risiko keuangan perusahaan. Namun, dalam kondisi perekonomian saat ini, hal tersebut perlu dipertanyakan, mengingat suku bunga yang tinggi akan meningkatkan risiko bisnis dan penggunaan hutang yang relatif besar akan menimbulkan ancaman kebangkrutan. Begitu juga dengan sektor keuangan dan perbankan yang menjadi fokus dalam penelitian ini. Harga saham yang terjadi sering kali berfluktuasi bahkan terkadang sulit untuk diprediksi. Pada tabel 1.1 berikut ini akan terlihat perubahan struktur modal sendiri beserta fluktuasi rata-rata harga saham tahunannya.

Tabel 1.1
Perubahan Modal Sendiri dan Harga Saham Sektor Keuangan dan Perbankan Di BEJ Tahun 2003-2005

No	PERUSAHAAN	EQUITY TO TOTAL ASSET			PERUB 2003-2004	PERUB 2004-2005	HARGA SAHAM			PERUB 2003-2004	PERUB 2004-2005
		2003	2004	2005			2003	2004	2005		
	PERBANKAN										
1	Bank Artha Niaga K.	0,07	0,06	0,05	-14%	-17%	120	165	50	38%	-70%
2	Bank Buana Indonesia	0,12	0,12	0,14	0%	17%	550	8825	950	1505%	-89%
3	Bank Central Asia	0,09	0,09	0,11	0%	22%	3325	2975	3400	-11%	14%
4	Bank Eksekutif Intl.	0,08	0,12	0,09	50%	-25%	95	145	75	53%	-48%
5	Bank Mayapada	0,11	0,12	0,1	9%	-17%	135	300	120	122%	-60%
6	Bank Mega	0,07	0,06	0,05	-14%	-17%	1150	1950	2050	70%	5%
7	Bank Niaga	0,08	0,08	0,1	0%	25%	35	460	405	1214%	-12%
8	Bank Pan Indonesia	0,19	0,19	0,12	0%	-37%	285	420	420	47%	0%
	CREDIT AGENCIES										
9	Bunas Finance	0,54	0,73	0,72	35%	-2%	1000	1200	1010	20%	-16%
10	Clipan Finance Ind.	0,63	0,46	0,54	-27%	17%	280	400	380	43%	-5%
11	Equity Development	0,18	0,24	0,39	28%	67%	250	205	100	-18%	-51%
12	Indocitra Finance	0,23	0,17	0,32	-26%	88%	110	95	150	-14%	58%
13	Sinar Mas Multiartha	0,57	0,59	0,32	4%	-46%	345	405	320	17%	-21%
14	Trust Finance	0,5	0,36	0,37	-28%	3%	195	305	360	56%	18%
	SECURITIES										
15	Bhakti investama	0,62	0,63	0,68	2%	8%	350	260	190	-26%	-27%
16	Lippo Securities	0,13	0,21	0,39	64%	88%	25	25	25	0%	0%
17	Makindo	0,83	0,88	0,87	6%	-1%	1000	900	900	-10%	0%
18	Panin Sekuritas	0,34	0,41	0,32	21%	-22%	305	320	265	5%	-17%
19	Trimegah Securities	0,62	0,38	0,54	-39%	42%	95	165	145	74%	-12%
	INSURANCE										
20	Asuransi Bina Dana A.	0,4	0,49	0,49	23%	0%	325	400	280	23%	-30%
21	Asuransi Bintang	0,4	0,47	0,43	18%	-9%	370	475	470	28%	-1%
22	Asuransi Dayin Mitra	0,51	0,43	0,44	-16%	2%	2330	295	240	-87%	-19%
23	Asuransi Harta Aman	0,71	0,69	0,64	-3%	-7%	260	115	135	-56%	17%
24	Asuransi Ramayana	0,42	0,41	0,41	-2%	0%	390	850	1000	118%	18%
25	Lippo General Ins.	0,7	0,74	0,75	6%	1%	300	550	380	83%	-31%
26	Maskapai Reasuransi	0,35	0,33	0,46	-6%	39%	340	290	165	-15%	-43%
27	Panin Insurance	0,57	0,47	0,39	-18%	-17%	340	320	265	-6%	-17%
28	Panin Life	0,7	0,65	0,68	-7%	5%	155	145	135	-6%	-7%

Sumber ICMD tahun 2003-2005 yang diolah

Dari tabel 1.1 terlihat pada umumnya struktur modal perbankan dibiayai

oleh hutang sedangkan untuk perusahaan sektor keuangan non perbankan periode tahun 2003-2005, 30-45 % perusahaan lebih memilih untuk menggunakan modal sendiri dengan proporsi yang lebih besar dibanding dengan jumlah hutang. Namun, apabila dikaitkan dengan nilai yang tercermin dalam harga saham, tampaknya hal ini belum merupakan jaminan kepastian antara naiknya proporsi modal sendiri dengan naiknya harga saham. Misalnya untuk Bank Mega yang meski proporsi modal sendiri terus menurun dari tahun 2003-2005, namun harga saham justru naik pada tahun 2004-2005 Begitu pula dengan Trust Finance, meskipun pada periode 2003-2004 proporsi modal sendiri turun sebesar 28% namun harga saham tahun 2005 naik drastis hingga 56% dibandingkan harga saham tahun 2004. Asuransi Harta Aman, yang meskipun modal sendiri terus menurun sebesar 7 % pada tahun 2004-2005, justru harga saham tahun 2005 meningkat 17% dibandingkan harga saham tahun 2004..

Fenomena ini tampaknya masih menjadi topik menarik dalam pengamatan beberapa pemerhati ekonomi. Menurut Aliansyah (2001:8), dalam teori struktur modal dijelaskan apakah terdapat pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan jika keputusan investasi dan kebijakan deviden diasumsikan konstan. Dengan kata lain, seandainya perusahaan memilih hutang sebagai ganti modal sendiri (ekuitas) atau sebaliknya, apakah nilai saham akan berubah apabila perusahaan tidak merubah keputusan-keputusan keuangan lainnya. Masih menurut Aliansyah (2001:8), apabila perusahaan merubah struktur modal ternyata nilai perusahaan juga akan berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang terbaik, karena lambat laun akan memaksimalkan nilai saham.

Banyaknya pengamat keuangan yang berminat meneliti mengenai struktur modal menimbulkan berbagai teori struktur modal yang sampai saat ini masih diperdebatkan. Dimulai pada tahun 1952, David Durand mengemukakan bahwa perhitungan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan 3 pendekatan, yaitu pendekatan laba bersih, pendekatan pendapatan operasional, dan tradisional. Berikutnya pada tahun 1958, Modigliani-Miller yang dikenal sebagai peletak dasar teori struktur modal menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam perkembangannya, pada tahun 1963, Modigliani-Miller memasukkan unsur pajak yang menjadikan teori bahwa jika ada pajak, struktur modal menjadi tidak relevan, karena bunga yang dibayarkan akibat menggunakan hutang dapat mengurangi penghasilan kena pajak. Nilai perusahaan akan maksimum, jika hutang perusahaan 100% dan semakin banyak hutang adalah semakin baik.

Seperti dikutip dalam Hermendeito (2003) yang menyatakan bahwa beberapa studi empiris juga menunjukkan hasil yang bertentangan dengan teori Modigliani-Miller, diantaranya adalah Litzenberger dan Ramaswamy (1979;1982), Poterba & Summers (1984), Busaer & Hess(1986), Trzcinka (1982), Chang & Rhee (1990). Koch & Shenoy (1999) juga membuktikan bahwa interaksi antara kebijakan dividen dan struktur modal berpengaruh signifikan terhadap *future cash flow* yang berarti struktur modal relevan dengan nilai perusahaan.

Teori Modigliani-Miller juga ditentang dengan adanya teori *Trade-off* (Mrealey & Myers, 1991; DeAngelo & Masulis, 1980). Semakin banyak hutang semakin besar beban yang harus ditanggung perusahaan yaitu adanya *agency cost*,

biaya kebangkrutan, keengganan kreditur untuk memberi pinjaman dalam jumlah besar (Turnbull, 1979). *Trade-off theory* menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat menggunakan hutang dengan biaya hutang.

Pengelolaan struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham tidak terlepas dari persepsi investor. Hal ini melandasi munculnya *Pecking Order Theory* yang membahas preferensi manajer dalam menentukan sumber pendanaan perusahaan (Suad,1996),. Menurut Donaldson (1961); Myers (1984); Myers & Majluf (1984) perusahaan memilih dana internal terlebih dahulu untuk membayar deviden dan investasi. Jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan lebih memilih hutang dibanding sumber dana eksternal lain.

Perdebatan akan teori struktur modal mendorong dilakukannya berbagai penelitian tentang implikasi teori struktur modal tersebut. Ozkan (2001) mengemukakan bahwa terdapat pengaruh signifikan likuiditas, profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan dengan struktur modal. Hasil berbeda ditemukan oleh Mutamimah (2003) yang menyatakan faktor likuiditas perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan khususnya perusahaan go publik di Indonesia. Sementara, terdapatnya hubungan antara risiko bisnis dengan struktur modal menurut penelitian Bayless *et.al* (1994) dan Syukriy (2001) ternyata tidak sejalan dengan Cherry *et.al*(1995) dan Mutamimah (2003) yang berpendapat pengaruh risiko terhadap struktur modal perusahaan adalah tidak signifikan. Adanya perbedaan hasil penelitian tentang pengaruh likuiditas

dan risiko bisnis terhadap struktur modal menunjukkan adanya inkonsistensi atas implikasi teori *Trade-off* dalam struktur modal perusahaan.

Titman & Wessels (1988); Rajan & Zingales (1995); Baskin (1989) dan Wiwattanakantang (1999) menemukan ada hubungan negatif antara profitabilitas dengan *debt ratio*. Namun di Indonesia, penelitian yang dilakukan Hermendeito (2003) menunjukkan hal sebaliknya.

Sementara itu Yuniningsih (2002) dalam penelitiannya mengemukakan bahwa untuk meningkatkan nilai perusahaan, disamping membuat kebijakan deviden, perusahaan juga dituntut untuk tumbuh. Pertumbuhan dapat diwujudkan dengan menggunakan kesempatan investasi sebaik-baiknya. Variabel pertumbuhan perusahaan telah diuji secara empiris oleh penelitian terdahulu antara lain telah dilakukan oleh (Carleton dan Silberman, 1977; Barton et.al,1989). Studi Carleton dan Silberman (1977) menunjukkan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal namun hasil penelitian Baskin (1999) serta Thies dan Klock (1992) dalam Mayangsari (2001). Semakin pesat pertumbuhan penjualannya akan semakin mudah untuk memperoleh hutang dibanding perusahaan kecil. Adanya perbedaan hasil penelitian tentang pengaruh profitabilitas dan pertumbuhan terhadap struktur modal perusahaan menunjukkan adanya inkonsistensi atas implikasi teori *Pecking Order* dalam struktur modal perusahaan.

Dengan adanya beberapa perbedaan hasil penelitian tentang implikasi teori *trade-off* dan teori *Pecking Order*, penelitian kali ini akan mencoba menguji konsistensi akan signifikansi variabel-variabel yang sebelumnya pernah diteliti

dengan struktur modal perusahaan yang dalam hal ini difokuskan pada sektor keuangan dan perbankan.

1.2 Perumusan Masalah

Berbagai penelitian sebelumnya menghasilkan kesimpulan yang berbeda tentang struktur modal perusahaan dan variabel-variabel yang berkaitan dengannya. Oleh karena itu dapat dikemukakan bahwa *Research Gap* dalam penelitian ini :

1. Inkonsistensi dalam implikasi teori *Trade-Off*, yaitu antara lain:
 - a. Pendapat Ozkan (2001) tentang pengaruh signifikan likuiditas dengan struktur modal ternyata berbeda dengan pendapat Mutamimah (2003) yang menyatakan faktor likuiditas perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan khususnya perusahaan go publik di Indonesia.
 - b. Terdapatnya hubungan antara risiko bisnis dengan struktur modal menurut penelitian Bayless *et.al* (1994) dan Syukriy (2001) ternyata tidak sejalan dengan Cherry *et.al* (1995) dan Mutamimah (2003).

Hal ini menunjukkan bahwa beberapa implikasi *Trade-off models* belum bisa secara konsisten menjelaskan struktur modal perusahaan.

2. Inkonsistensi dalam implikasi teori *Pecking Order*, yaitu antara lain:

- a. Titman & Wessels (1988); Rajan & Zingales (1995); Baskin (1989) dan Wiwattanakantang (1999) menemukan ada hubungan negatif antara profitabilitas dengan *debt ratio*. Namun di Indonesia, penelitian yang dilakukan Hermendeito (2003) menunjukkan hal sebaliknya.
- b. Studi Carleton dan Silberman (1977) menunjukkan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal namun hasil penelitian Baskin (1999) serta Thies dan Klock (1992) dalam Mayangsari (2001) menunjukkan bahwa semakin pesat pertumbuhan penjualannya akan semakin mudah untuk memperoleh hutang dibanding perusahaan kecil.

Hal ini menunjukkan bahwa beberapa implikasi teori *Pecking Order* juga belum bisa secara konsisten menjelaskan struktur modal perusahaan.

Berdasar penelitian sebelumnya, maka *research question* dalam penelitian ini adalah:

1. *Apakah terdapat pengaruh yang signifikan, dari aspek likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal perusahaan?*
2. *Apakah terdapat perbedaan antara pengaruh likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal perbankan dengan struktur modal perusahaan di sektor keuangan?*

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan atas penelitian-penelitian terdahulu, penelitian ini berusaha mengembangkan penelitian dengan menguji implikasi teori *Trade-off* dan teori

Pecking Oder Pecking Oder yang bertujuan untuk :

1. Menganalisis pengaruh likuiditas terhadap struktur modal.
2. Menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal.
3. Menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal.
4. Menganalisis pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal.
5. Menguji perbedaan antara pengaruh likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal sektor perbankan dan sektor keuangan.

1. 4. Manfaat Penelitian

Dengan adanya penelitian ini, diharapkan dapat memberi manfaat :

1. Sebagai kontribusi terhadap pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya dalam bidang manajemen keuangan dan sebagai pendukung bagi penelitian selanjutnya.
2. Sebagai bahan masukan atas data empiris sehingga dapat mendukung dan memperjelas atas implikasi teori struktur modal khususnya dalam struktur modal sektor keuangan dan perbankan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Struktur Modal

Modal merupakan salah satu elemen terpenting dalam peningkatan pelaksanaan kegiatan perusahaan di samping sumber daya manusia, mesin, material dan metode. Keputusan modal perusahaan berkaitan dengan sumber dana, baik yang berasal dari internal maupun eksternal perusahaan. Struktur modal menurut Bambang (1995) adalah pembelanjaan permanen dimana mencerminkan perimbangan antara hutang dengan modal sendiri, yang nantinya dalam penelitian ini menjadi proksi struktur modal. Rasio ini lebih dikenal dengan rasio *DER* atau *Debt to Equity ratio*.

$$DER = \frac{\text{Debt}}{\text{Equity}}$$

Penciptaan struktur modal dapat mempengaruhi struktur kebijakan dimana selanjutnya dapat mempengaruhi kemampuan suatu perusahaan untuk membuat berbagai pilihan strategi (Jensen, 1986). Struktur modal yang tepat merupakan suatu keputusan yang kritis untuk berbagai keputusan bisnis. Selain karena adanya kebutuhan untuk memaksimalkan keuntungan pada berbagai macam organisasi bisnis, keputusan itu juga berdampak pada kemampuan perusahaan untuk dapat berjalan dengan lingkungan persaingan.

Teori tentang struktur modal masih menjadi perdebatan hingga saat ini. Modigliani-Miller (1958) berargumentasi bahwa struktur modal (*leverage*) bersifat *independent* terhadap nilai perusahaan. Asumsi teori Modigliani-Miller “pasar adalah rasional dan tidak ada pajak”. Proposisi Modigliani-Miller, “ Jika tidak ada pajak, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan”. Dalam perkembangannya, Modigliani-Miller memasukkan unsur pajak, sehingga struktur modal relevan karena bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat mengurangi penghasilan kena pajak. Akibatnya perusahaan akan maksimum jika menggunakan hutang 100%.

2.2 Teori *Trade-off*

Trade-off theory muncul sebagai penentang teori struktur modal pendahulunya yang dipelopori Modigliani-Miller. Menurut Brealey & Myers (1991) *Trade-off theory* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan.

Dalam *Trade-off models* yang didukung oleh penelitian-penelitian Brealey & Myers (1991); DeAngelo & Masulis (1980) juga mengemukakan bahwa dalam kenyataannya, penggunaan hutang 100% sulit dijumpai dan semakin banyak hutang semakin tinggi beban atau risiko yang ditanggung perusahaan seperti : *agency cost*, biaya kebangkrutan, keengganan kreditur untuk memberi pinjaman dalam jumlah besar (Turnbull, 1979). Sedangkan menurut Brigham *et.al* (1999) *Trade-off theory* menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai pada saat

terjadi keseimbangan antara manfaat menggunakan hutang dengan biaya menggunakan hutang.

2.3 Teori *Pecking Order*

Dalam praktek, manajer seringkali memiliki informasi lebih baik daripada investor luar, sehingga terjadi informasi asimetri yang berdampak penting terhadap struktur modal (Myers & Majluf, 1984). Informasi asimetri memunculkan teori *Pecking Order*. Studi empiris yang membuktikan teori ini diantaranya adalah Baskin (1989) serta Bayless *et.al* (1994). Dalam teori ini menekankan bahwa dalam pencarian dana, perusahaan menetapkan urutan pendanaan berdasar pada preferensi mereka. Menurut Brealey & Myers (1991) seperti dikutip dalam Mutamimah (2003), Teori *Pecking Order* menunjukkan urutan pendanaan sebagai berikut:

- a. Perusahaan cenderung menggunakan *internal financing*.
- b. Perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
- c. Jika pendanaan eksternal dibutuhkan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu dimulai dengan penerbitan hutang, *convertible sbond*, dan alternatif yang paling terakhir adalah saham.

Dalam Mutamimah (2003), asumsi Teori *Pecking Order* adalah a). tidak bersedianya pemegang saham lama membagi kontrol dengan saham baru. b). Biaya penerbitan saham lebih mahal dibanding biaya penerbitan hutang (Husnan,

1996). c). adanya informasi asimetri (Myers & Majluf, 1984), sehingga setiap perilaku manajer seringkali dijadikan sinyal tentang kondisi dan prospek perusahaan.

2.4 Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal Perusahaan

Aspek likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang harus segera dipenuhi (Bambang, 1995). Likuiditas sektor perbankan menurut Surat Edaran Bank Indonesia No. 6/ 23/DPNP tanggal 31 Mei 2004 diperoleh dengan proksi :

$$\text{Rasio Likuiditas} = \frac{\text{Aktiva likuid} < 1 \text{ bulan}}{\text{Pasiva likuid} < 1 \text{ bulan}}$$

Aktiva likuid < 1 bulan terdiri dari Kas, Giro BI, SBI, Antar Bank Aktiva (giro, deposit oncall, call money) sedangkan Pasiva likuid < 1 bulan terdiri dari Giro, tabungan, deposito, kewajiban segera dan kewajiban terhadap bank lain. Rasio likuiditas dianggap cukup likuid apabila berkisar antara 15% sampai dengan 20%.

Dalam menjalankan fungsi intermediasi, bank membutuhkan posisi likuiditas yang cukup untuk dapat menyalurkan kredit (Aulia, 2002). Sementara itu di lain sisi, sebagai implikasi dari *Trade-off models*, perusahaan yang dapat segera mengembalikan hutang-hutangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan hutang dalam jumlah besar. Ozkan (2001) menemukan perusahaan menyesuaikan target *leverage ratio* relatif cepat dan ada pengaruh signifikan antara likuiditas perusahaan dengan *leverage*. Oleh karena itu hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah ;

H1 : Likuiditas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

2.5 Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal Perusahaan

Risiko bisnis menurut Weston *et.al* (1994) adalah ketidakpastian dalam proyeksi perusahaan atas tingkat pengembalian atau laba di masa mendatang. Seperti telah dijelaskan dalam *Trade-off theory* bahwa semakin banyak hutang semakin tinggi beban atau risiko yang ditanggung perusahaan seperti : *agency cost*, biaya kebangkrutan, keengganan kreditur untuk memberi pinjaman dalam jumlah besar (Turnbull, 1979). Sebagai implikasinya, perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang lebih kecil dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka (Mutamimah, 2003). Dalam penelitian ini, proksi risiko bisnis dihitung dengan standart deviasi dari Rasio *EBIT* dibanding dengan *Total Asset* (Yuniningsih, 2002).

$$\text{Risiko Bisnis} = \text{std. deviasi} \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Asset}}$$

Yuniningsih menemukan bahwa variabel Risiko perusahaan berhubungan negatif secara signifikan terhadap *financial leverage* yang dalam hal ini konsisten dengan hasil penelitian Bayless *et.al* (1994) sedangkan Syukriy (2001) menemukan bahwa variabel risiko secara statistik signifikan berpengaruh positif terhadap tingkat hutang perusahaan. Berbeda dengan Cherry *et.al* (1995) yang

menyatakan bahwa hubungan risiko bisnis dengan *leverage* sangat lemah. Pendapat ini sejalan dengan penelitian Mutamimah (2003) yang menyatakan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Oleh karena itu hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah;

H2 : Risiko bisnis memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

2.6 Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal Perusahaan

Profitabilitas menurut Yuniningsih (2002) merupakan pendapatan untuk membiayai investasi yang ditujukan untuk menghasilkan keuntungan. Stabilitas profitabilitas merupakan salah satu hal penting yang harus diperhatikan manajer di dalam pemilihan struktur modal (Weston *et.al*,1985). Semakin stabil profitabilitas berarti semakin kecil pinjaman karena bertambah besarnya kemungkinan perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban tetapnya. Proksi yang digunakan dalam profitabilitas adalah *Return on Assests* (ROA).

$$\text{ROA} = \frac{\text{Earning Before Interest \& Taxes}}{\text{Total Assets}}$$

Salah satu implikasi Teori *Pecking Order* menurut Mutamimah (2003) adalah perusahaan yang memiliki profit tinggi memungkinkan mereka untuk menggunakan laba ditahan sebagai sumber pendanaan perusahaan dan akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Alasannya, biaya dana internal lebih murah dibanding biaya dana eksternal. Pendapat ini sejalan dengan penelitian Titman & Wessels (1988); Rajan & Zingales (1995); Baskin

(1989) dan Wiwattanakantang (1999) , bahwa ada hubungan negatif antara profitabilitas dengan *debt ratio*.. Oleh karena itu, hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah:

H3 : Profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

2.7 Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Menurut Yuniningsih (2002), untuk meningkatkan nilai perusahaan, disamping membuat kebijakan deviden, perusahaan juga dituntut untuk tumbuh. Pertumbuhan dapat diwujudkan dengan menggunakan kesempatan investasi sebaik-baiknya. Pertumbuhan perusahaan merupakan tolok ukur keberhasilan suatu perusahaan dalam melakukan kegiatannya (Yuniningsih, 2002). Proksi dari pertumbuhan penjualan adalah sebagai berikut:

$$\text{Growth Of Sales (G.S)} = \frac{(\text{Penjualan}_t - \text{Penjualan}_{t-1})}{\text{Penjualan}_{t-1}}$$

Variabel pertumbuhan perusahaan telah diuji secara empiris oleh peneliti terdahulu yang antara lain telah dilakukan oleh Thies dan Klock (1992) dalam Sekar (2001) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Baskin (1989) dalam Sekar (2001) juga menemukan tingkat pertumbuhan penjualan berhubungan positif dengan hutang .

Oleh karena itu, hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah:

H4 : Pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

2.8 Penelitian-Penelitian Terdahulu

Titman *et.al* (1988) dalam penelitiannya tentang faktor-faktor penentu struktur modal menemukan bahwa variabel keunikan, profitabilitas, dan klasifikasi industri secara signifikan berpengaruh terhadap struktur modal.

Homaifar *et.al* (1994) berusaha memperluas penelitian Titman (1988) dengan menggunakan tujuh variabel bebas yaitu tarif pajak, *non debt tax shields ratio*, ukuran perusahaan, kesempatan pertumbuhan di masa datang, kondisi pasar modal, tingkat inflasi, dan volatilitas pendapatan. Hasilnya, adalah bahwa dalam jangka panjang, tarif pajak perusahaan berkorelasi positif dengan *leverage ratio*. Sementara itu hubungan antara *non debt tax shield* adalah positif namun tidak signifikan secara statistik. Lebih lanjut dikemukakan bahwa ukuran perusahaan dan kesempatan pertumbuhan di masa datang merupakan faktor penting penentu struktur modal.

Bayless *et.al* (1994) dalam penelitiannya mengenai implikasi teori *Pecking Order* menyebutkan bahwa risiko bisnis berkorelasi negatif dengan kebijakan hutang, sedangkan ROA sebagai indikator profitabilitas berkorelasi positif dengan kebijakan hutang.

Syukriy (2001) dalam penelitiannya tentang hubungan kepemilikan manajerial, struktur modal dan kebijakan deviden menemukan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang dan profitabilitas berpengaruh

negatif terhadap kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan Ozkan (2001) tentang faktor-faktor penentu struktur modal menghasilkan bahwa *growth opportunity* dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap pemilihan struktur modal.

Hasil penelitian Santika *et.al* (2002) menyebutkan bahwa variabel penentu struktur modal perusahaan adalah variabel ukuran perusahaan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, dan tingkat bunga.

Hermendeito (2003) menganalisis prediksi struktur modal berdasar *Pecking Order Theory* menemukan bahwa ROA, struktur aktiva, dan pertumbuhan total aktiva gagal untuk memprediksi struktur modal.

Mutamimah (2003) menganalisis implikasi dari teori *Trade-off* (yang diwakili aspek *non debt tax shields, size*, likuiditas, dan risiko bisnis) serta Teori *Pecking Order* (yang diwakili oleh aspek profitabilitas) pada struktur modal perusahaan-perusahaan go publik di Indonesia. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa ternyata hanya teori *Pecking Order* yang mampu menjelaskan struktur modal perusahaan-perusahaan di Pasar Modal Indonesia.

Tabel 2.1 berikut ini akan menampilkan ringkasan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu yang berkaitan dengan struktur modal.

Tabel 2.1

Ringkasan Hasil Penelitian-Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Sheridan Titman dan Roberto Wessels (1994)	Variabel terikat : Struktur modal Variabel bebas : <i>collateral value assets, non-debt tax shields, growth, keunikan, industry</i>	Variabel-variabel yang signifikan berpengaruh terhadap struktur modal adalah keunikan, profitabilitas, & <i>industry clasification</i> .

		<i>classification</i> , ukuran perusahaan, volatilitas pendapatan, dan profitabilitas	
2.	Homaifar <i>et.al</i> (1994)	Variabel terikat : <i>Leverage ratio</i> Variabel bebas : tarif pajak, ukuran perusahaan, <i>non-debt tax shields</i> , <i>growth</i> , <i>kondisi pasar modal</i> , <i>inflasi</i> dan volatilitas pendapatan	a. tarif pajak perusahaan berhubungan positif dengan <i>leverage ratio</i> . b. hubungan antara <i>non debt tax shield</i> adalah positif namun tidak signifikan secara statistik. c. ukuran perusahaan dan kesempatan pertumbuhan merupakan faktor penting penentu struktur modal.
3	Mark E. Bayless dan J. David Diltz (1994)	Variabel terikat : Struktur modal Variabel bebas : ROA, risiko bisnis, dan pajak	a. risiko bisnis berhubungan negatif dengan kebijakan hutang b. ROA sebagai indikator profitabilitas berhubungan positif dengan kebijakan hutang.
4.	Aydin Ozkan (2001)	Variabel terikat : <i>Leverage ratio</i> Variabel bebas : ukuran perusahaan, likuiditas pertumbuhan, dan profitabilitas.	Pertumbuhan dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap pemilihan struktur modal perusahaan.
5.	Yuniningsih (2002)	Variabel terikat : <i>financial Leverage</i> Variabel bebas : <i>dividend payout ratio</i> , dan investasi Variabel kontrol : risiko perusahaan, struktur aset, dan ukuran perusahaan	a. <i>dividend payout ratio</i> memiliki koefisien positif tapi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tarif pajak perusahaan berhubungan positif dengan <i>financial leverage</i> . b. Risiko Perusahaan memiliki koefisien negatif dan berpengaruh signifikan terhadap <i>financial leverage</i> . c. Struktur aset dan ukuran perusahaan memiliki koefisien positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap <i>financial leverage</i> .
5.	Syukriy Syukriy (2002)	Variabel terikat : <i>Debt ratio</i> Variabel bebas : dividen, risiko bisnis, kepemilikan manajerial dan profitabilitas	a. risiko bisnis berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang b. profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang
6.	Hermeindito Karo (2003)	Variabel terikat : Struktur Modal Variabel bebas : ROA, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aktiva, struktur aktiva, dan reinvestasi	a. ROA, struktur aktiva, dan pertumbuhan total aktiva gagal untuk memprediksi struktur modal, b. variabel reinvestasi (laba ditahan dibanding total aktiva) merupakan hal yang sangat penting untuk menentukan struktur modal.
7.	Mutamimah (2003)	Variabel terikat : Struktur modal Variabel bebas : <i>non debt tax</i>	Hanya profitabilitas dan defisit kas yang secara bersama-sama berpengaruh pada struktur modal

2.9 Kerangka Pemikiran Teoritis

Dari uraian telaah pustaka dan penelitian-penelitian terdahulu, dapat diringkas sebagai berikut:

Implikasi *Trade-Off* Theory: a) Perusahaan yang dapat segera mengembalikan hutang-hutangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan hutang dalam jumlah besar, Ozkan (2001) menyatakan bahwa rasio likuiditas dapat memiliki pengaruh gabungan terhadap keputusan struktur modal. Pertama, perusahaan dengan rasio likuiditas yang lebih tinggi akan memilih debt ratio lebih tinggi karena kemampuannya membayar kewajiban jangka pendeknya. Kedua, perusahaan dengan aset likuid yang lebih besar kemungkinan akan menggunakan aset tersebut untuk membiayai investasi

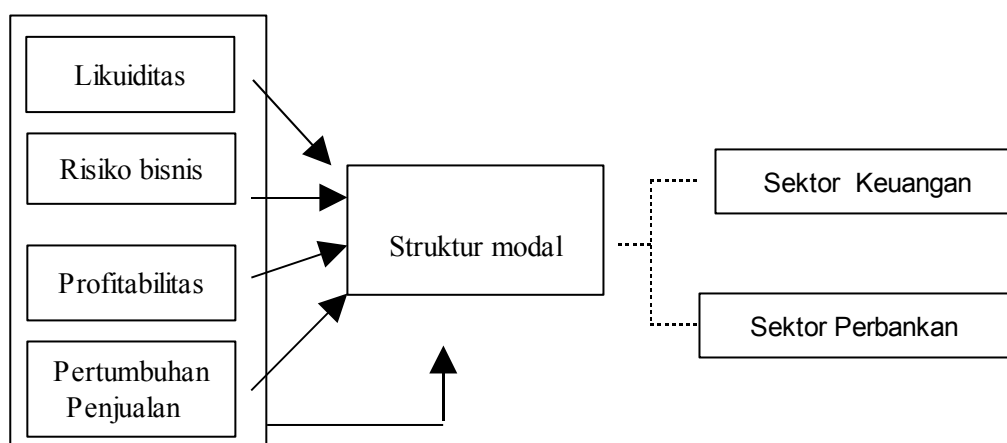
b) Perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang lebih kecil dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka (Mutamimah, 2003).

Salah satu implikasi Teori *Pecking Order* menurut Mutamimah (2003) adalah perusahaan yang memiliki profit tinggi memungkinkan mereka untuk menggunakan laba ditahan sebagai sumber pendanaan perusahaan dan akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Alasannya, biaya dana internal lebih murah dibanding biaya dana eksternal

Thies dan Klock (1992) dalam Sekar (2001) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Baskin (1989) dalam Sekar (2001) juga menemukan tingkat pertumbuhan penjualan berhubungan positif dengan hutang .

Dengan demikian kerangka fikir yang akan dikembangkan dalam penelitian ini adalah seperti pada gambar 2.1

Gambar 2.1 Pengembangan Model



2. 10 Hipotesis

Berdasarkan uraian telaah pustaka dan pengembangan kerangka berfikir manajerial, maka hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

Sektor Perbankan

- H1a : Likuiditas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan perbankan
- H2a : Risiko bisnis memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan perbankan.
- H3a : Profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap

- struktur modal perusahaan perbankan.
- H4a : Pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan perbankan.
- H5a : Likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan secara bersama - sama berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan perbankan

Sektor Keuangan

- H1b : Likuiditas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan sektor keuangan
- H2b : Risiko bisnis memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan sektor keuangan.
- H3b : Profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan sektor keuangan.
- H4b : Pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan sektor keuangan.
- H5b : Likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan secara bersama - sama berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan sektor keuangan.
- H6 : Tidak ada perbedaan antara pengaruh likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan terhadap (a) struktur modal gabungan perusahaan sektor perbankan, (b) struktur modal perusahaan sektor keuangan.

2.12 Definisi Operasional Variabel

Tabel 2.2

Definisi Operasional Variabel

Variabel	Notasi	Definisi Operasional	Formulasi
Struktur Modal	DER	Perbandingan antara hutang dengan modal sendiri. (Bambang R., 1995) Debt : keseluruhan hutang	Debt DER = <i>Equity</i>

Likuiditas	LQ	Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. (Bambang R, 1995)	$LQ = \frac{\text{Aktiva likuid} < 1 \text{ bulan}}{\text{Pasiva likuid} < 1 \text{ bulan}}$ <p>*) Aktiva likuid < 1 bulan: Kas, Giro BI, SBI, Antar Bank Aktiva (giro, deposit oncall, call money)</p> <p>Pasiva likuid < 1 bulan: Giro, tabungan, deposito, kewajiban segera dan kewajiban terhadap bank lain.</p>
Risiko bisnis	Risk	Risiko bisnis adalah ketidakpastian dalam proyeksi perusahaan atas tingkat pengembalian atau laba di masa mendatang (Weston <i>et.al</i> , 1994)	$\text{Risk} = \frac{\text{std. deviasi EBIT}}{\text{Total Asset}}$
Profitabilitas	ROA	Profitabilitas merupakan pendapatan untuk membiayai investasi yang ditujukan untuk menghasilkan keuntungan. (Yuniningsih, 2002)	$ROA = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Asset}}$
Pertumbuhan Penjualan	Growth Of Sales (G.S)	Pertumbuhan perusahaan merupakan tolok ukur keberhasilan suatu perusahaan dalam melakukan kegiatannya (Yuniningsih, 2002).	$G.S = \frac{(\text{Penjualan}_t - \text{Penjualan}_{t-1})}{\text{Penjualan}_{t-1}}$ <p>*) Penjualan dalam Perusahaan perbankan meliputi pendapatan dari jasa kredit dan non kredit.</p>

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang merupakan data *cross section* yaitu dengan membandingkan data-data emiten yang berbeda pada satu sektor pada satu periode, sekaligus merupakan data *time series* yaitu dengan sampel emiten yang sama pada kurun waktu 6 tahun. Data-data yang digunakan :

- a. Neraca perusahaan –perusahaan *go* publik sektor keuangan dan perbankan di BEJ tahun 2000-2005 .
- b. Laporan laba rugi perusahaan *go* publik sektor keuangan dan perbankan tahun tahun 2000-2005

3.2. Populasi Dan Sampling

Populasi merupakan kumpulan individu atau objek penelitian yang memiliki kualitas-kualitas serta ciri-ciri yang telah ditetapkan. Berdasarkan kualitas dan ciri tersebut, populasi dapat dipahami sebagai sekelompok individu atau objek pengamatan yang minimal memiliki satu persamaan karakteristik (Cooper dan Emory, 1995).

Dalam penelitian ini populasi yang digunakan adalah seluruh perusahaan yang tercatat dalam sektor keuangan dan perbankan pada Bursa Efek Jakarta. Sampel dalam penelitian ini diambil dengan metode *purposive sampling*.

Puposive sampling merupakan pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang telah ditetapkan (Sekaran, 1992). Beberapa kriteria pemilihan sampel adalah adanya ketersediaan dan kelengkapan data selama periode 2000-2005 dan tidak pernah *delisting* selama periode pengamatan. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel seperti yang telah disebutkan, maka dalam penelitian ini diperoleh sampel seperti tabel 3.1

Tabel 3.1
Sampel Penelitian

No	Nama Perusahaan
	Sektor Perbankan
1.	PT. Bank Arta Niaga Kencana, Tbk
2.	PT. Bank Buana Indonesia, Tbk
3.	PT. Bank Central Asia, Tbk
4.	PT. Bank International Indonesia, Tbk
5.	PT. Bank Mayapada, Tbk
6.	PT. Bank Mega, Tbk
7.	PT. Bank Niaga, Tbk
8.	PT. Bank Pan Indonesia, Tbk
	Sektor Keuangan
	PT. Bunas Finance Indonesia, Tbk
10.	PT. Clipan Finance Indonesia, Tbk
11.	PT. Equity Development Investment, Tbk
12.	PT. Global Financindo, Tbk
13.	PT. Indocitra Finance, Tbk
14.	PT. Pasific Utama, Tbk
15.	PT. Sinar Mas Multiartha, Tbk
16.	PT. Bhakti Investama, Tbk
17.	PT. Lippo Securities, Tbk
18.	PT. Makindo, Tbk
19.	PT. Panin Securities, Tbk
20.	PT. Trimegah Securities, Tbk
21.	PT. Asuransi Bina Dana Arta, Tbk
22.	PT. Asuransi Bintang, Tbk
23.	PT. Asuransi Dayin Mitra, Tbk
24.	PT. Asuransi Harta Aman Pratama, Tbk
25.	PT. Asuransi Ramayana, Tbk
26.	PT. Lippo General Insurance, Tbk
27.	PT. Maskapai Reasuransi Indonesia, Tbk
28.	PT. Panin Insurance, Tbk
29.	PT. Panin Life, Tbk

Sumber : ICMD 2000-2005 yang diolah

3.3 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian kali ini adalah dokumentasi.

Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan, yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari literatur-literatur yang berkaitan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan yaitu mengenai jenis data, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran cara pengolahan data.

Tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

3.4 Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis yang diajukan, dilakukan dengan cara sebagai berikut;

3.4.1 Uji Asumsi Klasik

Sebelum pengujian hipotesis dilakukan, terlebih dahulu perlu dilakukan pengujian terhadap gejala penyimpangan asumsi klasik. Asumsi model linear klasik adalah tidak terdapat multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedasitas. Cara pengujian gejala penyimpangan asumsi klasik adalah sebagai berikut (Gujarati, 1993):

1. Uji Normalitas

Pengujian normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah baik variabel bebas maupun terikat mempunyai distribusi normal atau tidak (Ghozali, 2002).

Model regresi yang baik mempunyai distribusi yang normal atau mendekati normal.

2. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas. Model regresi yang baik sebaiknya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas. Multikolinearitas berarti ada hubungan linear yang sempurna atau pasti antar beberapa atau semua variabel bebas dalam model regresi, sehingga koefisien regresi tidak tentu dan kesalahan menjadi tidak terhingga.

3. Uji Heteroskedasitas

Uji heteroskedasitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat ketidaksamaan variance dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain. Heteroskedasitas terjadi apabila tidak adanya kesamaan deviasi standar nilai variabel dependen pada setiap variabel independen. Jika terjadi heteroskedasitas akan menimbulkan akibat variance koefisien regresi menjadi minimum dan *confidence interval* melebar sehingga hasil uji signifikansi statistik tidak valid lagi.

4. Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah korelasi antara anggota-anggota serangkaian observasi yang diuraikan menurut ruang dan waktu (Gujarati, 1993). Konsekuensinya adalah selang keyakinan menjadi lebar serta variasi dan standar error ditaksir rendah.

3.4.2 Analisis Regresi

Adapun model persamaan analisis regresi penelitian ini adalah sebagai berikut : 1. Regresi berganda sampel perusahaan perbankan

$$Y_B = a_1 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e \quad (1)$$

2. Regresi berganda untuk sampel perusahaan keuangan

$$Y_K = a_2 + \beta_5 X_1 + \beta_6 X_2 + \beta_7 X_3 + \beta_8 X_4 + e \quad (2)$$

Keterangan:

Y_B, Y_K = Struktur modal perbankan, dan struktur modal sektor keuangan

a = koefisien konstanta

$\beta_1 - \beta_8$ = koefisien regresi

X_1, X_2, X_3 dan X_4 = variabel independen, yaitu likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan

e = *error term*

3.5 Uji Hipotesis

Uji hipotesis dalam penelitian ini dilakukan terhadap hipotesis statistik menggunakan uji t (secara parsial) dan uji F (secara simultan).

3.5.1 Uji t (Secara Parsial)

Uji statistik t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen yang digunakan secara parsial. Pada penelitian ini hipotesis 1-4 diuji dengan uji t. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah suatu parameter (β_i) sama dengan nol, atau : $H_0 : \beta_i = 0$

Artinya, tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya (H_a), parameter suatu variabel tidak sama dengan nol, atau : $H_a: \beta_i \neq 0$

Artinya, terdapat pengaruh signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen.

3.5.2 Uji F (Secara Simultan)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara simultan terhadap variabel terikat. Pada penelitian ini hipotesis 5 diuji dengan uji F. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, atau :

$$H_0: \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8 = 0$$

Artinya, tidak ada pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari seluruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Hipotesis alternatifnya (H_a), parameter suatu variabel tidak sama dengan nol, atau

$$H_a: \text{Tidak semua } \beta = 0$$

Artinya, semua variabel independen secara simultan berpengaruh secara signifikan

terhadap variabel dependen.

3.5.3 Chow Test

Pada penelitian ini menggunakan *Chow Test* yang bertujuan untuk membandingkan 2 regresi sehingga akan diuji apakah persamaan regresi Y_B dan Y_K memiliki perbedaan atau sebaliknya.

- a. Y_B tercermin dalam persamaan (1)
- b. Y_K tercermin dalam persamaan (2)

Uji kesamaan koefisien untuk regresi kedua kelompok dilakukan dengan F Test sebagai berikut :

$$F \text{ hitung} = \frac{(SSR_r - SSR_u)/r}{SSR_u / (n-k)}$$

SSR_r = *sum of squared residual* dari *restricted regression*

SSR_u = *unrestricted regression*

r = jumlah parameter dalam *restricted regression*

k = jumlah parameter yang diestimasi pada *unrestricted regression*

n = jumlah observasi

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini akan dibahas mengenai profil atau gambaran umum dari obyek penelitian, yang diikuti dengan pengolahan data, pengujian hipotesis dan analisis hasil penelitian secara berurutan dan terinci. Untuk lebih memudahkan dalam memahami alur analisis, hasil-hasil perhitungan akan disusun dalam beberapa tabel dengan disertai interpretasi numerik atas hasil-hasil analisis data yang tersaji. Tabel-tabel yang tersaji hanya merupakan ringkasan dari perhitungan secara komputasi. Sedangkan *print-out* populasi dan proses perhitungan disertakan pada bagian lampiran.

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Data Deskriptif

Dalam penelitian ini yang menjadi obyek penelitian adalah perusahaan yang masuk dalam sektor industri perbankan dan sektor keuangan yang tercatat dalam BEJ dengan kriteria periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2005. Penelitian ini mengambil 2 sektor industri tersebut dengan maksud untuk menguji dan melengkapi penelitian-penelitian terdahulu. Sampel dalam penelitian ini diambil dengan metode *purposive sampling*. Pada periode waktu 2000-2005 kurang lebih 25 Bank di Indonesia yang tercatat di BEJ, namun selama periode waktu tersebut hanya 8 Bank yang tidak pernah mengalami *delisting*, yang artinya memenuhi kriteria pemilihan sampel penelitian. Oleh karena itu hanya 8 bank yang menjadi sampel penelitian. Sedangkan di sektor keuangan terdiri dari perusahaan *leasing*, sekuritas dan asuransi.

Dari 41 perusahaan di sektor keuangan yang tercatat di BEJ, hanya 21 perusahaan yang tidak pernah *delisting*. Oleh karena itu sampel penelitian untuk sektor keuangan diwakili sebanyak 21 perusahaan.

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan pooling data yaitu pengabungan antara data *cross section* dengan *time series*. Setelah dilakukan analisis, maka dihasilkan 174 observasi. Pada tabel 4.1 berikut ini akan menampilkan klasifikasi perusahaan.

Tabel 4.1
Klasifikasi Perusahaan

Sektor Industri	Jumlah Perusahaan	Persentase
Perbankan	8	28 %
Keuangan	21	72 %
	29	100 %

Sumber : ICMD tahun 2000-2005 yang diolah

Pada tabel 4.2 dan tabel 4.3 di bawah ini akan menampilkan klasifikasi perusahaan perusahaan berdasarkan total aset yang dimiliki.

Tabel 4.2
Jumlah Sampel Sektor Perbankan Berdasarkan Total Aset

No.	Total Aset	Jumlah Sampel	Persentase
1.	> 100 Milyar	1	11 %
2.	1 Milyar -100 Milyar	7	89 %
		8	100 %

Sumber : ICMD tahun 2000-2005 yang diolah

Tabel 4.3
Jumlah Sampel Sektor Keuangan Berdasarkan Total Aset

No.	Total Aset	Jumlah Sampel	Persentase
1.	> 1 Milyar	7	33 %
2.	500 juta -1 Milyar	2	10 %
3.	< 500 juta	12	57 %
		21	100 %

Sumber : ICMD tahun 2000-2005 yang diolah

Adapun klasifikasi perusahaan berdasarkan jumlah total hutang akan ditampilkan pada tabel 4.4 dan 4.5 berikut ini.

Tabel 4.4
Jumlah Sampel Sektor Perbankan Berdasarkan Total Hutang

No.	Total Hutang	Jumlah Sampel	Persentase
1.	> 100 Milyar	1	11 %
2.	1 Milyar -100 Milyar	7	89 %
		8	100 %

Sumber : ICMD tahun 2000-2005 yang diolah

Tabel 4.5
Jumlah Sampel Sektor Keuangan Berdasarkan Total Hutang

No.	Total Hutang	Jumlah Sampel	Persentase
1.	> 1 Milyar	2	10 %
2.	500 juta -1 Milyar	3	14 %
3.	< 500 juta	17	76 %
		21	100 %

Sumber : ICMD tahun 2000-2005 yang diolah

Dalam penelitian ini sampel dibedakan ke dalam 2 kelompok yaitu kelompok lembaga perbankan dan kelompok lembaga keuangan. Adapun hasil perhitungan statistik secara umum untuk kelompok lembaga perbankan nampak sebagai berikut :

Tabel 4.6
Statistik Deskriptif Sektor Perbankan

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DFR		-.14 985	18 669	8 93052	5 031092
LO	48	.091	4 244	53371	213508
Risk	48	-.048	.023	.00571	.440617
ROA	48	-.108	.052	.01298	.006120
G.S	48	-.426	1 205	13567	.074205
Valid N (listwise)	48				

Sumber : JSX statistik yang diolah

Dari tabel di atas terlihat mean tertinggi dihasilkan oleh variabel terikat DER sebesar 8,93 dan mean terendah adalah variabel Risiko Bisnis dengan nilai 0.0057. Dengan melihat angka mean dari DER sektor Perbankan, memperlihatkan bahwa Perbankan di Indonesia masih membiayai aktifitasnya dengan hutang dibanding modal sendiri. Variabel Risiko bisnis dan *Growth of sales* yang memiliki standar deviasi yang lebih besar dari 20% rata-ratanya, hal ini menunjukkan adanya variasi yang relatif besar terdapat pada kedua variabel tersebut.

Tabel 4.7.
Statistik Deskriptif Sektor Keuangan

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DFR	126	-69.530	15.577	30034	.131752
LO	126	000	45.631	3.42427	1.518410
Risk	126	-.602	.290	.01054	.520114
ROA	126	-.1157	.558	.00751	.012483
G.S	126	-.999	13.208	.47517	.313260
Valid N (listwise)	126				

Sumber : JSX statistik yang diolah

Sedangkan dalam kelompok sektor keuangan, mean tertinggi dihasilkan oleh variabel Likuiditas sebesar 3.424 dan mean yang terendah adalah variabel ROA sebesar 0.007. Dari tabel tersebut di atas menunjukkan bahwa perusahaan sektor keuangan memilih membiayai aktifitasnya dengan modal sendiri. Dan tingkat likuiditas rata-rata relatif tinggi. Standar deviasi tertinggi terlihat dalam variabel Likuiditas yaitu sebesar 1.518. artinya likuiditas perusahaan keuangan lebih bervariasi dibanding dengan variabel-variabel lainnya. (Singgih, 2002)

4.2. Hasil Analisis

4.2.1 Pengujian Asumsi Klasik

Suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila memiliki sifat tidak bias linear terbaik suatu penaksir (Best, Linearity, Unbiased, Estimated). (Gujarati, 1997). Pengujian gejala penyimpangan asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari gambar *Normal Probability Plot* untuk menguji normalitas data, analisis matrik korelasi variabel-variabel bebas untuk menguji multikolinearitas, uji Durbin Watson untuk menguji autokorelasi dan grafik *scatter plot* untuk menguji gejala heterokedastisitas.

4.2.1.1 Uji Normalitas

Model regresi yang baik memiliki distribusi yang normal atau mendekati normal. Dengan mendasarkan gambar normal *probability plot* dalam lampiran, terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonalnya dan penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Sehingga dapat dinyatakan bahwa data baik sektor perbankan maupun keuangan memenuhi asumsi normalitas.

4.2.1.2 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas berarti ada hubungan linear yang sempurna atau pasti antar beberapa atau semua variabel bebas dalam model regresi, sehingga koefisien regresi tidak tentu dan kesalahan menjadi tidak terhingga. Berikut ini disajikan tabel uji korelasi kelompok perbankan.

Tabel 4.8
Hasil Pengujian Multikolinieritas Sektor Perbankan

		DER	LQ	Risk	ROA	G.S
Pearson Correlations	DER	1.000	.841	-.815	-.778	-.746
	LQ	.841	1.000	.811	.760	.729
	Risk	-.815	.811	1.000	-.698	-.673
	ROA	-.778	.760	-.698	1.000	.639
	G.S	-.746	.729	-.673	.639	1.000
Sig. (2-tailed)	DER	.	.000	.000	.001	.001
	LQ	.000	.	.000	.000	.000
	Risk	.000	.000	.	.002	.001
	ROA	.001	.000	.002	.	.001
	G.S	.001	.000	.001	.001	.
N	DER	48	48	48	48	48
	LQ	48	48	48	48	48
	Risk	48	48	48	48	48
	ROA	48	48	48	48	48
	G.S	48	48	48	48	48

Dilihat dari besaran nilai korelasi, nilai tertinggi 0,841 atau sekitar 84% karena masih dibawah 90% maka dapat dikatakan tidak terjadi Multikolinieritas yang serius (Imam, 2002).

Tabel 4.9.
Hasil Pengujian Multikolinieritas Sektor Keuangan

		DER	LQ	Risk	ROA	G.S
Pearson Correlations	DER	1.000	.873	-.866	-.819	-.792
	LQ	.873	1.000	.857	.785	.761
	Risk	-.866	.857	1.000	-.771	.719
	ROA	-.819	.785	-.771	1.000	.687
	G.S	-.792	.761	.719	.687	1.000
Sig. (2-tailed)	DER	.	.000	.000	.001	.001
	LQ	.000	.	.000	.000	.000
	Risk	.000	.000	.	.001	.001
	ROA	.001	.000	.001	.	.002
	G.S	.001	.000	.001	.002	.
N	DER	126	126	126	126	126
	LQ	126	126	126	126	126
	Risk	126	126	126	126	126
	ROA	126	126	126	126	126
	G.S	126	126	126	126	126

Dilihat dari besaran nilai korelasi pada tabel 4.9, nilai tertinggi adalah 0,873 atau sekitar 87% karena masih dibawah 90% maka dapat dikatakan sektor kaeuangan tidak terjadi Multikolinieritas yang serius

4.2.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Jika terjadi heteroskedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi menjadi minimum dan *confindence interval* melebar sehingga hasil uji signifikansi statistik tidak valid lagi. Cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heterokedastisitas dengan melihat grafik *scatter plot* antara nilai prediksi variabel terikat dengan residualnya. Apabila tidak ada pola yang jelas, maka tidak terjadi heterokedastisitas.

Tampilan output grafik plot dalam lampiran menunjukkan baik sektor bank dan sektor keuangan posisi titik-titik tidak memiliki pola yang jelas sehingga dapat dikatakan tidak terjadi gejala heterokedastisitas.

4.2.1.4 Uji Autokorelasi

Konsekuensi dari adanya autokorelasi adalah selang keyakinan menjadi lebar serta varians dan standar eror ditaksir rendah. Dengan mendasarkan estimasi pada lampiran, Nilai DW dalam kelompok Perbankan sebesar 2.910, jika dibandingkan dengan nilai tabel dengan derajat kepercayaan 5% (1.72), maka nilai DW lebih besar dari nilai tabel sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi positif. Sedangkan dalam kelompok keuangan Nilai DW sebesar 2.735, jika dibandingkan

dengan nilai tabel dengan derajat kepercayaan 5% (1.76), maka nilai Durbin Watson lebih besar dari nilai tabel sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi positif

4.2.2 Pengujian Hipotesis

Dalam melakukan analisis untuk menguji pengaruh variabel bebas secara parsial terhadap DER perlu dilakukan uji *t*. Setelah dilakukan uji *t*, diperoleh hasil sebagai berikut :

Tabel 4.10
Hasil Regresi Multivariat 4 Variabel

Variabel	Bank		Keuangan	
	Koefisien	Sig	Koefisien	Sig
Likuiditas	1.197	.000	2.441	.000
Risk	.021	.000	.011	.000
ROA	.170	.000	.005	.000
Growth	.281	.000	.214	.000
	F hitung = 2.611	.162	F hitung = 2.511	.163

Dari tabel di atas, berikut ini hasil analisis untuk pengujian hipotesis ;

1. Variabel Likuiditas

Dalam sektor perbankan, variabel likuiditas berpengaruh positif secara signifikan terhadap DER. Koefisien regresi 1,197 menyatakan bahwa setiap penambahan likuiditas perusahaan (karena tanda positif) 1 satuan akan meningkatkan DER sebesar 1,197 satuan.

Sedangkan untuk sektor keuangan variabel likuiditas juga berpengaruh positif terhadap DER perusahaan. Koefisien regresi 2,441 menyatakan bahwa setiap

penambahan likuiditas perusahaan (karena tanda positif) 1 satuan akan meningkatkan DER sebesar 2,441 satuan. Hal ini berarti pertumbuhan likuiditas searah dengan perubahan DER baik dalam kelompok perbankan dan keuangan.

Likuiditas sering didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial yang harus segera dipenuhi. Hasil pengujian ini kembali menegaskan salah satu implikasi teori *Trade-off* yang menyatakan bahwa Perusahaan yang dapat segera mengembalikan hutang-hutangnya akan mendapat kepercayaan yang tinggi juga dari pemilik modal atau kreditur. Para pemilik modal tidak akan segan-segan untuk mengucurkan modalnya dengan melihat tingkat likuiditas perusahaan, sebaliknya bagi perusahaan yang mendapat kucuran dana akan memanfaatkan kesempatan tersebut untuk mengembangkan perusahaan. Dengan demikian akan ada hubungan saling membutuhkan diantara keduanya., walaupun secara teoritis dikatakan bahwa struktur modal perusahaan yang didominasi oleh sumber dana hutang yang besar akan sangat mengkhawatirkan tingkat likuiditas dan solvabilitas. Namun hal tersebut tidak akan menjadi masalah apabila ada kajian yang lebih mendalam berkaitan dengan perkembangan perusahaan.

2. Variabel Risiko Bisnis

Untuk sektor perbankan diketahui bahwa risiko bisnis berpengaruh secara signifikan secara positif terhadap DER. Koefisien 0,021 menunjukkan bahwa setiap penambahan 1 satuan Risiko Bisnis akan meningkatkan DER sebesar 0,021 satuan. sedangkan pada sektor keuangan koefisien regresi sebesar 0,011 menunjukkan bahwa

setiap penambahan 1 satuan Risiko Bisnis akan meningkatkan DER sebesar 0,011 satuannya. Hal ini sejalan dengan penelitian Syukriy (2001). Artinya jika risiko semakin besar, maka perusahaan akan memiliki rasio hutang yang semakin besar pula. Risiko bisnis perusahaan perbankan di Indonesia cukup mempengaruhi penggunaan hutang, besarnya biaya bunga akan menambah penggunaan hutang, dalam arti bahwa besarnya biaya bunga perusahaan perbankan dan keuangan di Indonesia ditutup dengan hutang, sehingga akan memperbesar risiko keuangan perusahaan. (IBM Santika, 2002). Hal ini tentu kontradiktif dengan salah satu implikasi Teori *Trade-off* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang yang lebih kecil dibanding perusahaan yang memiliki risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka.

3. Variabel Profitabilitas

Pada persamaan regresi untuk sektor perbankan dihasilkan koefisien profitabilitas sebesar 0,170 yang menunjukkan bahwa tiap penambahan 1 satuan profitabilitas (dalam hal ini ROA) akan meningkatkan DER sebesar 0,170 satuan. Hal ini berarti ROA berpengaruh positif terhadap DER. Sedangkan untuk sektor keuangan, koefisien profitabilitas sebesar 0,005 menunjukkan bahwa peningkatan ROA sebesar 1 satuan akan meningkatkan DER sebesar 0,005 satuan. Hal ini menunjukkan baik dalam kelompok perbankan maupun keuangan ROA berpengaruh positif secara signifikan terhadap DER. Koefisien profitabilitas yang positif

bertentangan dengan teori *Pecking Order* yang berargumentasi bahwa semakin tinggi profitabilitas semakin banyak laba yang ditahan sehingga struktur modal semakin rendah. Artinya Teori *Pecking Order* kurang dapat untuk menjelaskan struktur modal perusahaan khususnya sektor perbankan dan keuangan. Pengaruh positif profitabilitas terhadap struktur modal dapat terjadi apabila perusahaan melakukan ekspansi yang membutuhkan banyak dana untuk mendorong peningkatan laba di masa yang akan datang. Hasil penelitian terhadap variabel ini juga konsisten dengan hasil penelitian Brigham et.al (1999) dalam Hermeindito (2003) yang menegaskan bahwa semakin tinggi profitabilitas semakin besar laba yang ditahan tetapi akan diimbangi dengan utang yang lebih tinggi karena prospek perusahaan dianggap sangat bagus.

4. Variabel Pertumbuhan Penjualan.

Koefisien regresi sebesar 0,281 pada persamaan regresi untuk sektor perbankan menunjukkan bahwa setiap peningkatan 1 satuan Pertumbuhan penjualan akan meningkatkan DER sebesar 0,281 satuan. Sedangkan untuk persamaan regresi sektor keuangan koefisien regresi sebesar 0,214 menyatakan bahwa penambahan pertumbuhan penjualan sebesar 1 satuan akan meningkatkan DER sebesar 0,214 satuan. Dari hasil analisis tersebut diketahui bahwa pertumbuhan penjualan dalam sektor perbankan dan keuangan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan, artinya semakin pesat tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan maka akan semakin meningkat pembiayaan dengan hutang. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Baskin (1999) serta Thies dan Klock (1992) dalam

Mayangsari (2001). Semakin pesat pertumbuhan penjualannya akan semakin mudah untuk memperoleh hutang dibanding perusahaan kecil. Sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Mamduh (2004) bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat penjualan tinggi akan lebih menguntungkan jika menggunakan hutang karena dengan penjualan yang cukup tinggi *Earning Per Share* bisa dimaksimumkan.

Dari Uji Anova atau F test didapat F Hitung sebesar 2.611 (sektor perbankan) dan 2.511 (sektor keuangan) dengan probabilitas 0.162 (sektor perbankan) dan 0.163 (sektor keuangan). Karena probabilitas jauh lebih besar dari 0.05 maka variabel likuiditas, resiko bisnis, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan tidak secara bersama-sama memberikan berpengaruh secara signifikan terhadap DER perusahaan sektor perbankan dan keuangan. Hasil ini sebagian konsisten dengan hasil penelitian Mutamimah (2003) yang juga menyatakan secara simultan, tidak ada variabel yang signifikan berpengaruh terhadap struktur modal.

Fenomena ini menarik karena menjadi suatu paradoks keuangan dimana dalam situasi dan kondisi seperti ini terjadi efek yang saling melemahkan diantara variabel yang diteliti. Misalnya, likuiditas yang tinggi akan meningkatkan penggunaan hutang, hal ini akan menurunkan tingkat profitabilitas perusahaan dimana perusahaan dibebani oleh biaya bunga. Sebagaimana dikatakan oleh Van Horne (2005), bahwa penyimpangan dapat terjadi bila suatu perusahaan terlalu likuid secara relatif jika dibandingkan dengan industrinya, sehingga perusahaan tersebut akan menurunkan profitabilitasnya dengan melepaskan profit tambahan. Seperti halnya juga risiko, ada kecenderungan risiko tinggi akan menghasilkan tingginya

tingkat pengembalian (profit), namun dengan naiknya risiko bisnis akan meningkatkan jumlah pembiayaan dengan hutang, sehingga hal ini akhirnya akan menurunkan profit.

Dengan adanya hasil Uji F yang tidak signifikan, penelitian ini mencoba untuk melakukan uji secara univariat. Hasil pengujian tampak dalam tabel berikut ini

Tabel 4.11
Hasil Regresi Univariat

Variabel	Bank			Keuangan		
	Koefisien	Sig	R2	Koefisien	Sig	R2
Likuiditas	0.419	.730	.003	7.726E-02	.530	.003
Risk	270.739.	.000	.292	12.474	.044	.032
ROA	119.718.	.000	.292	6.490	.044	.032
Growth	1.001	.654	.004	-0.310	.401	.006

Dari hasil uji Univariat, tampak bahwa pada baik pada sektor perbankan maupun sektor keuangan hanya 2 variabel yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal yaitu variabel Risiko bisnis dengan koefisien sebesar 270.739 dan Profitabilitas dengan koefisien sebesar 12.474.

Pada sektor perbankan nilai R square untuk variabel risiko bisnis sebesar 29,2% menunjukkan variasi DER dapat dijelaskan oleh variasi variabel risiko bisnis, sisanya (71,8 %) dijelaskan oleh faktor-faktor yang lain. Begitu juga dengan variabel profitabilitas, nilai nilai R square sebesar 29,2% menunjukkan variasi DER dapat dijelaskan oleh variasi variabel Profitabilitas, sisanya (71,8 %) dijelaskan oleh faktor-faktor yang lain. Sedangkan pada sektor keuangan, nilai R square untuk variabel risiko bisnis sebesar 3,2% menunjukkan variasi DER dapat dijelaskan oleh variasi variabel risiko bisnis, sisanya (96,8 %) dijelaskan oleh faktor-faktor yang lain. Nilai

R square untuk variabel profitabilitas sebesar 3,2% menunjukkan variasi DER dapat dijelaskan oleh variasi variabel Profitabilitas, sisanya (96,8 %) dijelaskan oleh faktor-faktor yang lain

Meskipun likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, namun koefisien regresi variabel ini bertanda positif. Hal ini menunjukkan pertumbuhan likuiditas yang searah dengan DER, khusus dalam sektor perbankan DER makin meningkat seiring dengan likuiditas yang makin meningkat menunjukkan likuiditas yang berlebih dalam sektor Perbankan karena seperti yang telah disebutkan pada bab sebelumnya bahwa perusahaan perbankan dianggap cukup likuid apabila memiliki rasio likuiditas antara 15% - 20%. Sedangkan dari data yang ada nilai *mean* untuk variabel likuiditas dalam sektor perbankan mencapai 53%. Hal ini didukung adanya kenyataan bahwa dana yang masuk ke perbankan jauh lebih besar dan lebih cepat waktunya daripada penyaluran kredit itu sendiri.

Penelitian ini juga mencoba untuk melengkapi penelitian-penelitian sebelumnya dengan menganalisis ada tidaknya perbedaan kedua sektor. Pengujian dengan dilakukan Chow Test, yang menguji kesamaan koefisien. Hasil dari analisis disajikan berikut ini :

Tabel 4.12
Hasil Chow Test

Variabel	SSRr	SSRu	r	k	n	(SSRr -SSRu)/r	SSRu/(n-k)	F hitung
LQ	9877,798	7343,474	1	2	174	2534,324	42,695	59,359
RISK	9728,465	6832,88	1	2	174	2895,585	39,726	72,889
ROA	9713,627	6833,07	1	2	174	2880,557	39,727	72,509
GROWTH	9859,444	7325,882	1	2	174	2533,562	42,592	59,484

Nilai F hitung dibandingkan dengan F tabel dengan tingkat signifikansi 5% (253.5), karena $F_{hitung} < F_{Tabel}$ maka Hipotesa 6 diterima, hal ini konsisten dengan tingkat probabilitas $> 0,05$ yang berarti H_0 diterima. Dengan demikian fungsi DER tidak berbeda secara signifikan untuk kedua sektor yaitu perbankan dan keuangan.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan

Dari hasil analisis atas penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai jawaban atas permasalahan penelitian dan sekaligus mencapai tujuan yang diharapkan. Beberapa kesimpulan yang diperoleh yaitu ;

1. Dari hasil analisis multivariate, dihasilkan bahwa secara simultan tidak ada pengaruh simultan dari variabel Likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal, baik untuk kelompok lembaga perbankan maupun kelompok lembaga keuangan. Hal ini menjadi suatu paradoks keuangan, dimana terjadi efek saling melemahkan diantara variabel. Likuiditas dan Risiko bisnis yang tinggi meningkatkan penggunaan hutang, yang nantinya menurunkan profit dikarenakan perusahaan menggunakan sebagian profitnya untuk membayar beban bunga.
2. Dengan adanya uji F yang tidak signifikan, penelitian ini mencoba analisis univariat, yang menghasilkan baik di sektor perbankan maupun keuangan hanya ada 2 variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal yaitu risiko bisnis dan profitabilitas. Pengaruh positif risiko bisnis terhadap struktur modal dilandasi bahwa biaya bunga perusahaan menambah penggunaan hutang dan besarnya biaya bunga tersebut ditutup dengan hutang. Sedangkan pengaruh positif Profitabilitas terhadap struktur modal dapat terjadi apabila perusahaan

melakukan ekspansi yang membutuhkan banyak dana untuk mendorong peningkatan laba di masa yang akan datang. Hal ini menunjukkan bahwa Teori *Trade Off models* dan *Pecking Order* belum dijalankan oleh perusahaan perbankan maupun keuangan.

3. Chow test telah dilakukan untuk menguji kesamaan koefisien diantara kedua sektor, dan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan diantara keduanya, chow test ini juga dapat dijadikan uji stabilitas struktural, yang berarti dengan asumsi koefisien yang benar di dalam hubungan struktural akan sama sepanjang waktu dari pengamatan data. Dikarenakan hubungan dimaksud terbukti stabil, maka semua data berasal dari satu proses ekonomi yang sama.

5.2 Implikasi Kebijakan

5.2.1 Implikasi Teori

Dari hasil analisis penelitian ini diketahui bahwa faktor-faktor seperti risiko bisnis dan profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Penelitian ini tidak sejalan dengan implikasi Teori *Trade-off models* dan *Trade-off*. Dengan demikian hasil penelitian ini menegaskan apa yang dihasilkan oleh penelitian-penelitian terdahulu yaitu :

1. Syukriy (2001) mengemukakan bahwa semakin besar risiko bisnis, maka perusahaan akan memiliki rasio hutang yang semakin besar pula. Santika dan Ratnawati (2002) juga sependapat dengan Syukriy (2001), risiko bisnis perusahaan perbankan di Indonesia cukup mempengaruhi penggunaan hutang, besarnya biaya bunga akan menambah penggunaan hutang, dalam arti bahwa

besarnya biaya bunga perusahaan perbankan dan keuangan di Indonesia ditutup dengan hutang, sehingga akan memperbesar risiko keuangan perusahaan.

3. Brigham et.al (1999) dalam Kaaro (2003) menegaskan bahwa semakin tinggi profitabilitas semakin besar laba yang ditahan tetapi akan diimbangi dengan utang yang lebih tinggi karena prospek perusahaan dianggap sangat bagus. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal dapat terjadi karena perusahaan melakukan ekspansi yang membutuhkan banyak dana untuk mendorong peningkatan laba di masa yang akan datang
4. Meskipun pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan namun dengan adanya koefisien positif pada pertumbuhan penjualan maka sesuai dengan penelitian Baskin (1999) serta Thies dan Klock (1992) dalam Mayangsari (2001) menunjukkan semakin pesat pertumbuhannya akan semakin mudah untuk memperoleh hutang dibanding perusahaan kecil. Sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Mamduh (2004) bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat penjualan tinggi akan lebih menguntungkan jika menggunakan hutang karena dengan penjualan yang cukup tinggi *Earning Per Share* bisa dimaksimumkan.

5.2.2 Implikasi Manajerial

Dengan mengetahui beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan dapat disimpulkan bahwa faktor Risiko bisnis memberikan pengaruh paling besar terhadap kebijakan hutang. Implikasi kebijakan manajerial yang muncul dari hasil penelitian ini adalah adanya keharusan bagi para investor atau

pelaku usaha untuk senantiasa mencermati perkembangan kondisi internal perusahaan dengan tidak mengabaikan faktor eksternal perusahaan. Sehingga tujuan utama perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham dapat tercapai. Mengingat kesalahan dalam pengelolaan modal akan berakibat fatal bagi kelangsungan perusahaan.

Selain itu dengan mengetahui hasil penelitian ini bahwa variabel-variabel seperti Risiko Bisnis dan Profitabilitas, mempengaruhi struktur modal perusahaan, hal ini menyiratkan bahwa variabel-variabel tersebut merupakan variabel yang dapat dikendalikan oleh perusahaan, sehingga dengan memperhatikan variabel-variabel tersebut dan mengelolanya dengan maksimal diharapkan kebijakan hutang perusahaan akan lebih baik untuk terciptanya struktur modal optimal dan tercapainya nilai perusahaan. Hal ini mengingat khususnya perusahaan perbankan, permodalan dan likuiditas merupakan bagian dari tingkat kesehatan bank.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Kekurangan dan kelemahan yang ditemukan dalam penelitian ini antara lain adalah:

1. Keterbatasan variabel yang diteliti dalam menentukan determinan daripada struktur modal, sehingga dalam hal ini khususnya proksi dari *Pecking Order Theory* dirasakan masih kurang.
2. Adanya perbedaan kebijakan yang diberlakukan oleh sektor Perbankan yang dalam hal ini menggunakan kebijakan Bank Indonesia dan sektor keuangan

yang dalam hal ini menggunakan kebijakan Departemen Keuangan, menimbulkan perbedaan perlakuan dalam hal kebijakan keuangan perusahaan, sehingga sedikit banyak akan berpengaruh dalam proses perhitungan proksi dari variabel-variabel dalam penelitian ini.

3. Terdapat standar deviasi dari variabel-variabel yang terdapat dalam sektor keuangan yang lebih besar dari 20% rata-ratanya.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Keterbatasan-keterbatasan penelitian ini sebagaimana diuraikan di atas dapat dijadikan dasar bagi pengembangan penelitian ini di masa yang akan datang. Oleh karena itu, agenda penelitian mendatang antara lain adalah:

1. Menganalisis lebih banyak variabel yang dianggap dapat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Baik itu variabel internal maupun eksternal perusahaan. Sehingga akan lebih menggambarkan keadaan yang sesungguhnya.
2. Menambah dasar teori struktur modal yang telah digunakan dalam penelitian ini sehingga akan menambah kesempurnaan analisis.

DAFTAR PUSTAKA

Adler Haymans Manurung, 2004, "Teori Stuktur Modal : Sebuah Survey", **USAHAWAN**, No. 04 TH XXXIII, April 2004, p.20-26.

Aulia Pohan, 2002, "Arah dan Perkembangan Kebijakan Perbankan Nasional", **Ventura**, Vol. 5 No.1, April.

Bacharuddin, 2002, "EVA dan MVA Sebagai Pengukur Kinerja Perusahaan", **SINERGI, Kajian Bisnis dan Manajemen**, Vol.5 No. 1, p.13-18

Bambang Riyanto, 1995, **Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan**. BPFE, UGM Yogyakarta.

Barton, S.L, N.C. Hill, and S. Sundaram, 1989, 'An Empirical Test of Stakeholder Theory Prediction Of Capital Structure,' **Financial Management**, Spring, pp.36-44.

Baskin, J., 19889, "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", **Financial Management**, spring, p.26-35.

Bayless, Mark E. and J. david Diltz, 1994, "Securities Offerings and Capital Structure Theory", **Journal of Business Finance & Accounting**, 21 (1), January.

Carleton, W.T., and I.H. Silberman, 1977, "Joint Determination og Rate of Return and Capital Structure: An Econometric Analysis", **Journal of Finance**, 32, (3) June, pp. 811-821.

Chang, R.P, and S.G.Rhee, 1990, "The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions". **Financial Management**, Modigliani-Millerer, p.21-31.

Cherry R.T. and Spradley L.W., 1989, "Further Tests of Industry Influence On Capital Structure": Critical Moment", **Journal of Financial Economics**, p.417-425

De Angelo H., and R.W.Masulis, 1980, "Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation," **Journal of Finance**, 35 (2), May, p.453-464

Durand , D.,1989, "Afterthoughts on a Controversy with MODIGLIANI-MILLER, Plus New Thoughts on Growth and the Cost Of Capital", **Financial Management**, summer.

Hermeindito Kaaro, 2003, "Prediksi Struktur Modal Berbasis Pecking Order Theory Pada Kondisi Normal dan Ekonomi Krisis", **Kajian Bisnis STIE Widya Wiwaha Yogyakarta**, No. 28 Januari-Aprilp.51-67.

Homaifar, Ghassem, et al, 1994, "An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence", **Journal of Business Finance & Accounting**, 21 (1), January 1994.

I.B.M Santika dan Kusuma Ratnawati, 2002, "Pengaruh Struktur Modal, Faktor Internal, dan Faktor Eksternal Terhadap Nilai Perusahaan Industri Yang Masuk Bursa Efek Jakarta, **Jurnal Bisnis Strategi**, Vol. 10, Desember, Th. VII Desember, p. 27-47

Imam Ghozali , 2002, Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS, Edisi II

Jensen, M.C. and Meckling, W.H, 1976, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, 3, p.305-360.

Keown AJ, et.al, 1996, **Basic Financial Management**, United States of america: Seventh Edition. Prentice Hall International, Inc.

Koch, P.D. amd C. Shenoy, 1999, "The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies", **Financial Management**, 28(4), Winter, p.16-35.

Mamduh Hanafi, 2004, **Manajemen Keuangan**, BPFE Yogyakarta.

Modigliani, F. and Miller, M.H., 1963, "Corporate Income Taxes and Cost Of Capital", **American Economic Review**, June.

Mutamimah, 2003, "Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial yang *Go Public* di Pasar Modal Indonesia", **Jurnal Bisnis Strategi**, Vol.11 Juli, Th VIII, p.71-82.

Myers, s.c., and N.S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information that Investor do not Have", **Journal of Financial Economics**, 13, p.187-221.

M. Noor Aliansyah, 2001, " Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Saham", **USAHAWAN**, No. 1 TH XXX, Januari 2001.

Ozkan, Aydin, 2001, "Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target : Evidence from UK Company Panel Data, " **Journal of Business Finance and Accounting**, January/March, p. 175-197.

Sekar Mayangsari, 2001, "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Pendanaan Perusahaan: Pengujian *Pecking Order Hypothesis*", **Media riset Akuntansi , Auditing dan Informasi**, Vol. 1, No. 3 Desember.

Shrieves, R.E & Dahl, D. 1992, " The Relationship Between Risk and Capital in Comercial Banks ", **Journal Banking and Finance**, Vol :16, Apr, p. 439-457.

Singgih Santoso, 2002, Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik, Elex media Komputindo.

Suad Husnan, 1988, **Manajemen Keuangan (Keputusan Keuangan Jangka Panjang)**, Edisi Kedua, Cetakan Kedua, BFE, Yogyakarta.

Syukriy Abdullah, 2001, "Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Kebijakan Dividen', **Jurnal Manajemen & Bisnis**, Vol.3, No.2, Mei, p.159-176.

Titman, Sheridan and Roberto Wessels, 1988, "The Determinants of Capital Structure Choice", **The Journal of Finance**, Vol. XLIII, No. 1, March, p:1-19

Weston J. Fred dan Brigham e.F., 1985, **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan**, Jilid kedua, Edisi Ketujuh, Erlangga, Jakarta.

Van Horne, J.C and Machowich, J.M. Jr , 2005, **Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan**, Salemba Empat.

Weston J.F and Brigham E.F, 1994, **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan**, Erlangga, Edisi 9 Jilid 2.

Yuniningsih, 2002, "Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta, **Jurnal Bisnis dan Ekonomi**, Vol 9, No.2 September, p. 164-182.