

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN YANG *LISTED*
DI BURSA EFEK JAKARTA**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Disusun Oleh:

**HERRY SUSANTO, SE
C4A002274**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2004**

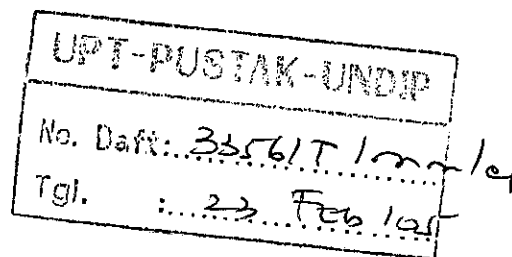


Sertifikasi

Saya, Herry Susanto, S.E., yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya

Herry Susanto, SE

7 September 2004



PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN YANG LISTED DI BURSA EFEK JAKARTA

yang disusun oleh Herry Susanto, S.E., NIM C4A002274
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 7 September 2004
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama



Drs. Kholiq Mahfud, MSi

Pembimbing Anggota



Drs. Syuhada Sofyan, MSIE

Semarang, September 2004
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

- ❖ *OJO DUMEH*
- ❖ *Ojo dadi wong sing rumangsa bisa, ananging dadio wong sing bisa rumangsa*
- ❖ *Elingo...bandha, mulia lan kuasa bisa marahi salin silada*
- ❖ *“Sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan. Maka apabila telah selesai (dari satu urusan) kerjakanlah dengan sungguh-sungguh (urusan) yang lain dan hanya kepada Allah hendaknya kamu berharap”
(Q.S. Al-Insyirah : 6-8)*

*Dengan segenap kerendahan hati, Tesis ini kupersembahkan untuk :
Ibunda tercinta, Mbak Ida, Isteriku Nina Herdwianti, Mutiara Hatiku : Ihsan
Arsyanu Zulhanadir dan Muhammad Dzakwan Zakyrazanda.*

*Terima kasih yang tak terkira atas segala doa, dukungan, motivasi dan
semangatnya, sehingga penyusunan Tesis ini selesai.*

ABSTRACT

This research is performed in order to test the influence of the traditional financial performance as Dividend Pay Out Ratio (DPR), Asset, Price Earning Ratio (PER), Retained Earning and Return on Investment (ROI) toward Debt to Equity Ratio (DER). The purpose of this study is to measure and to analyze influence company financial performance (DPR, Asset, PER, Retained Earning and ROI) toward DER.

Methodology research as the sample used purposive sampling with criteria as (1) The stock of industry was traded in Jakarta Stock Exchange; (2) The stock of industry was always seen the annual financial report over period 2000-2002 and (3) The stock of industry was continue given dividend over period 2000-2002. Data that needed in this research from Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2003) and total sample was acquired 52 of 330 was listed in JSX. Data analysis with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses test used t-statistic and f-statistic at level of significance 5%, a classic assumption examination which consist of data normality test, multicolinierity test, heteroskedasticity test and autocorrelation test is also being done to test the hypotheses.

During 2000-2002 period show as variable and data research was abnormal distributed from 52 samples to acquired 30 samples was normal distributed data as based transform Ln. Based on the result of this research, classic assumption deviation has not founded this indicate that the available data has fulfill the condition to use multi linier regression model. Empirical evidence show as Ln DPR, Ln Asset, dan Ln PER, Ln.Retained Earning, and Ln.ROI to have influence toward Ln DER at level of significance less than 5% (as 1,6%, 4,6%, 0,01%, 4,7% and 4,9% respectively). While, five independent variable (Ln DPR, Ln Asset, dan Ln PER, Ln.Retained Earning, and Ln.ROI) to have influence toward stock return at level of significance less than 5% (as 0,05) with predicted power as 91,9% and others 8,1% to have influence by other factors was not to be enter research model. But this research have four fundamental factors only with 30 samples over yearly period along 3 years, so the future research suggested to expand other fundamental factors (ie. Liquidity, leverage and firm activity) and macro economics (ie. Interest rate, foreign exchange rate, balance of payment, export-import, activity and other economic conditions) and non economic factors as political risk on government.

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel *Dividend Pay Out Ratio* (DPR), *Pertumbuhan Asset*, *Price Earning Ratio* (PER), *Laba Ditahan* dan *Return on Investasi* (ROI) terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Penelitian ini bertujuan untuk mengukur dan menganalisis pengaruh rasio-rasio keuangan perusahaan (DPR, *Pertumbuhan Asset*, PER, *Laba Ditahan* dan ROI) terhadap DER.

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria (1) perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta; (2) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan per Desember 2000-2002 dan (3) perusahaan yang secara kontinyu membagikan dividen per Desember 2000-2002. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2003). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 52 perusahaan dari 330 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

Selama periode pengamatan menunjukkan bahwa data penelitian berdistribusi tidak normal, dimana dari 52 sampel hanya diperoleh sejumlah 30 sampel berdasarkan data *transform-Ln*. Berdasarkan hasil penelitian tidak ditemukan variabel yang menyimpang dari asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa data yang tersedia telah memenuhi syarat untuk menggunakan model persamaan regresi linier berganda. Dari hasil analisis menunjukkan bahwa data Ln DPR, Ln *Pertumbuhan Asset*, dan Ln PER, Ln *Laba Ditahan*, dan Ln ROI secara parsial signifikan terhadap Ln DER perusahaan di BEJ periode 2001-2002 pada level of signifikan kurang dari 5% (masing-masing sebesar 1,6%, 4,6%, 0,01%, 4,7% dan 4,9%). Sementara secara bersama-sama (Ln DPR, Ln *Pertumbuhan Asset*, Ln PER, Ln *Laba Ditahan* dan Ln ROI) terbukti signifikan berpengaruh terhadap Ln DER perusahaan di BEJ pada level kurang dari 5% (dengan *level of significance* 0.05). Kemampuan prediksi dari kelima variabel tersebut terhadap *DPS* sebesar 78,9% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *adjusted R square* sebesar 91,9% sedangkan sisanya 8,1% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian. Namun demikian penelitian ini hanya terbatas pada lima faktor fundamental perusahaan dengan 30 sampel dan periode pengamatan tahunan selama 3 tahun. Disarankan agar dilakukan penelitian lanjutan dengan memperluas faktor fundamental lainnya seperti likuiditas, *leverage* dan aktivitas perusahaan serta faktor makro ekonomi seperti tingkat suku bunga, nilai tukar rupiah, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi negara lainnya serta faktor non ekonomi seperti kondisi politik negara.

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr.Wb.

Alhamdulillah, puji dan syukur kehadiran Allah SWT atas segala karunia rahmat dan hidayah-Nya, sehingga Tesis yang berjudul “Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan yang *Listed* di Bursa Efek Jakarta”, dapat selesai dengan melampaui berbagai kesulitan.

Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan guna memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang, disamping manfaat yang mungkin dapat disumbangkan dari hasil penelitian ini kepada pihak yang berkepentingan. Penulisan Tesis ini merupakan kesempatan yang berharga sekali untuk mencoba menerapkan beberapa teori yang diperoleh selama duduk di bangku kuliah dalam situasi duni nyata

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari kesempurnaan, oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahan dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Banyak pihak yang telah dengan tulus ikhlas memberikan bantuan, baik itu melalui kata-kata ataupun nasihat serta semangat untuk menyelesaikan penulisan tesis ini. Pada kesempatan ini penulis menyampaikan rasa terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Drs. Kholiq Mahfud, MSi, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
3. Drs. Syuhada Sofyan, MSIE, selaku dosen pembimbing anggota yang telah membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
4. Para staff pengajar Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.
5. Para staff administrasi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
6. Istri tercinta Nina Herdwianti, S.E. beserta anak-anak tersayang : Ihsan Arsyanu Zulhanadir dan Muhammad Dzakwan Zakyrazanda dan ibunda tercinta, yang telah memberikan segala cinta dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
7. Teman-teman sejawat dan teman-teman kuliah khususnya Angkatan XIX/B-Sore, yang telah memberikan dukungan, semangat serta sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama bekerja dan kuliah di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

8. Para pejabat di Kantor Wilayah DJP Jawa Bagian Tengah I yang memberikan restu dan ijin untuk menyelesaikan kuliah S-2.
9. Semua pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan tesis ini.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan semoga Allah SWT berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb.

Semarang, 7 September 2004

PENULIS

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis.....	ii
Halaman Pengesahan Tesis.....	iii
Halaman Moto dan Persembahan.....	iv
Abstract.....	v
Abstraksi	vi
Kata Pengantar.....	vii
Daftar Isi	x
Daftar Tabel.....	xiii
Daftar Gambar	xv
Daftar Lampiran.....	xvi
Daftar Rumus.....	xvii
Bab I. PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	7
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	8
1.3.1. Tujuan Penelitian	8
1.3.2. Manfaat Penelitian.....	9
Bab II. TELAAH PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS.....	10
2.1. Struktur Modal.....	10
2.2. Teori Struktur Modal.....	14
2.2.1. Trade off Model.....	16

2.2.2. Balancing Theory.....	17
2.2.3. Pecking Order Theory.....	20
2.2.4. Kombinasi Balancing Theory dan Pecking Order Theory.....	22
2.3. Debt to Equity Ratio (DER)	23
2.4. Faktor-faktor yang Mempengaruhi <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	23
2.4.1. <i>Dividend Payout Ratio</i> (DPT)	23
2.4.2. Pertumbuhan Asset	24
2.4.3. <i>Price Earning Ratio</i> (PER).....	24
2.4.4. Laba Ditahan.....	25
2.4.5. <i>Return On Investment</i>	25
2.5. Pengaruh Variabel Independen Terhadap DER.....	26
2.5.1. Pengaruh <i>Dividend Payout Ratio</i> Terhadap DER	26
2.5.2. Pengaruh Pertumbuhan Asset Terhadap DER.....	27
2.5.3. Pengaruh <i>Price Earning Ratio</i> Terhadap DER.....	28
2.5.4. Pengaruh Laba Ditahan Terhadap DER	29
2.5.5. Pengaruh Return on Investment Terhadap DER	29
2.6. Penelitian Terdahulu.....	30
2.7. Posisi Penelitian.....	34
2.8. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	35
2.9. Perumusan Hipotesis.....	36
2.10. Definisi Operasional Variabel	37
Bab III. METODE PENELITIAN.....	39
3.1. Obyek Penelitian, Jenis dan Sumber Data.....	39
3.2. Populasi dan Prosedur Pengumpulan Sampel.....	39

3.3. Prosedur Pengumpulan Data.....	40
3.4. Teknik Analisis.....	40
3.5. Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik.....	41
3.6. Pengujian Hipotesis.....	43
Bab IV. ANALISIS DATA.....	46
4.1. Gambaran Umum dan Data Deskriptif.....	46
4.1.1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia.....	46
4.1.2. Gambaran Umum Sampel.....	48
4.1.2.1. Sampel Berdasarkan Total Asset.....	49
4.1.2.2. Sampel Berdasarkan Jumlah Hutang.....	49
4.1.2.3. Sampel Berdasarkan Laba Bersih Setelah Pajak.....	51
4.2. Data Deskriptif.....	52
4.3. Pembahasan dan Hasil Analisis.....	53
4.3.1. Hasil Uji Asumsi Klasik.....	53
4.3.2. Goodness of Fit.....	61
Bab V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN.....	67
5.1. Simpulan.....	67
5.2. Implikasi Teoritis.....	71
5.3. Implikasi Manajerial.....	73
5.4. Keterbatasan Penelitian.....	74
5.4. Agenda Penelitian Mendatang.....	74
DAFTAR REFERENSI.....	76
LAMPIRAN.....	78
DAFTAR RIWAYAT HIDUP.....	92

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1. Jumlah Perusahaan di BEJ tahun 2000-2002 dengan DER lebih dari 1 dan DER kurang dari 1	3
Tabel 1.2. <i>Debt to Equity Ratio</i> Perusahaan di BEJ tahun 2000-2002.....	3
Tabel 2.1. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur modal.....	33
Tabel 2.2. Definisi Operasional Variabel.....	38
Tabel 3.1. Jumlah Perusahaan yang Sahamnya Terdaftar di BEJ	39
Tabel 4.1. Sampel Perusahaan berdasarkan Total Asset.....	49
Tabel 4.2. Sampel Perusahaan berdasarkan Jumlah Hutang.....	50
Tabel 4.3. Sampel Perusahaan berdasarkan Jumlah EAT.....	51
Tabel 4.4. Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean dan Standar Deviasi	52
Tabel 4.5. Rata-rata Rasio Keuangan dari 52 Perusahaan Sampel.....	53
Tabel 4.6. Perhitungan Rasio <i>Skewness</i> (Data Asli).....	55
Tabel 4.7. Perhitungan Rasio <i>Skewness</i> (Data Transform-LN).....	56
Tabel 4.8. Hasil Perhitungan VIF (Data Transform-LN).....	57
Tabel 4.9. Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	58
Tabel 4.10. Hasil Perhitungan Regresi Simultan.....	61
Tabel 4.11. Hasil Perhitungan Regresi Parsial	62

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur modal (DER)	36
Gambar 4.1. Grafik Scatterplot.....	59
Gambar 4.1. Hasil Uji Durbin Watson	60

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Dekriptive untuk data Asli dan Data Ln	78
Lampiran 2 Hasil Uji Normalitas (untuk data Asli dan Data Ln).....	79
Lampiran 3 Hasil Uji Multikolinieritas	80
Lampiran 4 Hasil Uji Heteroskedastisitas	81
Lampiran 5 Hasil Uji Autokorelasi.....	82
Lampiran 6 Hasil Analisis Regresi	83
Lampiran 7 Perhitungan Rasio DER	84
Lampiran 8 Perhitungan Rasio DPR.....	85
Lampiran 9 Perhitungan Pertumbuhan Asset	86
Lampiran 10 Perhitungan Rasio PER	87
Lampiran 11 Perhitungan Rasio Laba ditahan.....	88
Lampiran 12 Perhitungan Rasio ROI.....	89
Lampiran 13 Perhitungan Rasio-rasio Keuangan	90
Lampiran 14 Data Keseluruhan.....	91

DAFTAR RUMUS

	Halaman
Rumus 1 Persamaan kuadratik terkecil (<i>ordinary least square- OLS</i>).....	41
Rumus 2 Rasio <i>Skewness</i>	42
Rumus 3 Variance Inflation Factor (VIF).....	42
Rumus 4 Glejser Test.....	43
Rumus 5 t- hitung	44
Rumus 6 F- hitung.....	44
Rumus 7 Uji Glejser	57

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

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 semakin tinggi resiko yang akan terjadi pada perusahaan karena pendanaan perusahaan dari unsur hutang lebih besar daripada modal sendiri (*equity*) mengingat DER dalam perhitungannya adalah 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. Hal tersebut membuat perusahaan harus menanggung biaya atau beban 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.

Menentukan struktur modal (*capital structure*) sangat penting dalam rangka membiayai aktivitas operasionalnya. Besar kecilnya struktur modal sangat tergantung dari besar kecilnya sumber dana yang diperoleh dari pihak eksternal terhadap sumber dana yang diperoleh dari pihak internal perusahaan. Sumber dana dari pihak luar diperoleh dari pinjaman atau hutang (baik hutang

jangka pendek maupun hutang jangka panjang); sedangkan sumber dana dari pihak internal diperoleh dari modal saham (*equity*) dan laba tak dibagi (*retained earning*). Rasio antara sumber dana dari pihak eksternal (hutang) terhadap sumber dana dari pihak internal (ekuitas) lazim disebut sebagai *debt to equity ratio* (DER) (Brigham, 1983: p.412).

Berdasarkan ICMD 2003 sampai dengan tahun 2002 terdapat 330 perusahaan yang terdaftar di BEJ selama periode tiga tahun (2000-2002). Jumlah perusahaan terdaftar pada setiap tahunnya berfluktuatif, ada perusahaan yang keluar dari BEJ dan masuk ke dalam BEJ. Pada tahun 2000 terdaftar 287 perusahaan terdapat sebesar 64,45% yang tingkat DER nya lebih besar dari 1, untuk tahun 2001 terdaftar 307 perusahaan terdapat sebesar 56,03% perusahaan dengan tingkat DER lebih besar dari 1 sedangkan tahun 2002 terdaftar 330 perusahaan terdapat sebesar 53,64% perusahaan dengan tingkat DER lebih dari 1. Dengan demikian selama periode tahun 2000 sampai dengan 2002 terdapat lebih dari 50 % perusahaan yang listed di BEJ mempunyai tingkat DER yang lebih besar dari 1, artinya mempunyai proporsi hutang lebih besar daripada modal sendirinya. Selama periode tersebut lebih banyak perusahaan yang memiliki tingkat DER lebih dari 1 daripada perusahaan yang memiliki tingkat DER kurang dari 1.

Dengan adanya fenomena tersebut sangat menarik untuk dilakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (DER). Tingkat DER pada perusahaan yang terdaftar di BEJ tersebut dapat ditunjukkan dalam tabel 1.1. sebagai berikut:

Tabel 1.1
Jumlah Perusahaan di BEJ tahun 2000-2002 dengan DER lebih dari 1 dan DER kurang dari 1

DER	Jumlah Perusahaan			Prosentase(%)		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
DER > 1	185	172	177	64,45	56,03	53,64
DER < 1	102	135	153	35,55	43,97	46,36
TOTAL	287	307	330	100	100	100

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2003 (ICMD 2003)*

Perusahaan yang listed di BEJ dan membagikan dividen selama periode tahun 2000-2002 didapat sejumlah 52 perusahaan. Dipilihnya perusahaan yang membagikan dividen dikarenakan adanya pengaruh antara dividen terhadap kebijakan hutang perusahaan. Alasannya *Earning after tax* yang diperoleh perusahaan dalam satu periode tertentu (1 tahun) biasanya tidak dibagikan seluruhnya dalam bentuk dividen; tetapi sebagian ditahan untuk menambah modal kerja perusahaan. Semakin besar laba yang ditahan tentu semakin besar jumlah modal sendiri yang tertanam ke dalam perusahaan; sehingga *debt to equity ratio* akan semakin kecil (dengan asumsi tidak ada tambahan hutang baru selama periode yang sama). Berikut pada Tabel 1.2. disajikan hasil penghitungan DER pada 52 perusahaan yang listed di BEJ dan membagikan dividen :

Tabel 1.2
Debt to Equity Ratio Perusahaan di BEJ tahun 2000-2002

No	Nama Perusahaan	DER		
		2000	2001	2002
1	PT. Aneka Tambang	0,432494	0,327953	0,279518
2	PT. Andhi Chandra Automotive	0,160086	0,12751	0,163418
3	PT. Alfa Retailindo	1,073392	1,031715	0,992553
4	PT. Aqua Golden Mississippi	1,713761	2,079149	1,443567
5	PT. Asia Kapitalindo Securities	0,438197	0,162493	0,072143
6	PT. Astra Agro Lestari	1,181658	1,261781	0,966199
7	PT. Asuransi Dayin Mitra	0,923488	1,034871	0,92476
8	PT. Asuransi Ramayana	1,408326	1,272653	1,242242
9	PT. Bank Buana Indonesia	14,25319	10,92996	9,428398
10	PT. Bank Mega	17,32022	26,57359	14,2438

No	Nama Perusahaan	DER		
		2000	2001	2002
11	PT. BAT Indonesia	1,121892	0,802865	0,709516
12	PT. Berlian Laju Tanker	2,401786	2,041723	1,596363
13	PT. Bimantara Citra	2,72784	1,701548	1,392358
14	PT. Centris Multi Persada Pratama	0,184296	0,486692	0,999054
15	PT. Dankos Laboratories	2,000822	1,821904	1,379851
16	PT. Delta Djakarta	0,779563	0,347151	0,283807
17	PT. Duta Pertiwi Nusantara	0,283635	0,180391	0,133534
18	PT. Ekadharma Tape Industry	0,321201	0,275928	0,201421
19	PT. Eratex Djaya	6,822523	5,565529	4,729037
20	PT. Fast Food Indonesia	1,250099	1,021838	0,787234
21	PT. Good Year	0,617491	0,507678	0,426582
22	PT. Gowo Makasar Tourism	2,516584	2,637083	2,505859
23	PT. Gudang Garam	0,774341	0,640377	0,591471
24	PT. HM Sampoerna	1,23054	1,275715	0,887571
25	PT. Hexindo Adiperkasa	2,52576	2,700419	2,593964
26	PT. Humpus Intermoda	5,436749	3,454708	2,416047
27	PT. Indofood Sukses Makmur	3,09443	2,644197	3,164011
28	PT. Indosat	1,177637	1,080942	1,075038
29	PT. Intan Wijaya International	0,234876	0,159247	0,183327
30	PT. Lautan Luas	0,994717	0,91305	1,15451
31	PT. Lion Metal Works	0,24963	0,167322	0,145567
32	PT. Maskapai Reasuransi Ind.	1,385938	1,737541	2,191662
33	PT. Multi Bintang Ind.	1,01575	0,773658	0,678933
34	PT. Pan Brother Tax	1,53451	1,594991	0,919222
35	PT. Mustika Ratu	0,222532	0,18463	0,213978
36	PT. Panin Securitas	0,514874	0,294194	0,45547
37	PT. Petrosea	0,798386	0,268059	0,23837
38	PT. Pool Asuransi Indonesia	0,03204	0,115099	0,095584
39	PT. Rig Tenders Indonesia	0,049042	0,039922	0,052185
40	PT. Samudera Indonesia	1,679351	1,483361	1,326652
41	PT. Selamat Sempurna	0,81897	0,712477	0,676547
42	PT. Semen Gresik	1,508854	1,771709	1,121022
43	PT. Sepatu Bata	0,670503	0,572712	0,408522
44	PT. Summarecon Agung	4,376282	0,997088	1,177922
45	PT. Sucaco	1,048452	1,396743	0,69275
46	PT. Telkom	1,250015	2,4826	1,661908
47	PT. Tembaga Mulia Semanan	6,044142	5,924411	4,234387
48	PT. Tempo Scan Pacific	0,356049	0,309577	0,27604
49	PT. Tiga Raksa Satria	0,643388	1,003159	1,082603
50	PT. Tirta Mahakam Plywood Ind.	1,470072	1,805811	2,068479
51	PT. Trimegah Securities	0,203815	0,306677	0,399174
52	PT. Unilever Indonesia	0,58088	0,551945	0,530811
	Rata-rata	1,958751	1,914507	1,492595

Sumber: Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2003)

Catatan : **DER >1 dicetak tebal, miring**

Dilihat dari rata-rata DER perusahaan diatas dapat dilihat bahwa rata-rata rasio DER berada diatas 1, rata-rata DER untuk tahun 2000 sebesar 1,958751, untuk tahun 2001 sebesar 1,914507 dan untuk tahun 2002 sebesar 1,492595. Sehingga perusahaan di BEJ lebih banyak menggunakan dana dari hutang untuk aktivitas investasinya daripada modal sendirinya.

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*.

Hasil penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Fitrijanti & Hartono (2002). Wahidahwati menggunakan lima variabel independen sebagai faktor yang mempengaruhi struktur modal (diukur dari *debt to equity ratio*) yaitu: *size*, *dividend payout*, *asset*, *earning volatility*, dan *stock volatility*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend payout* dan *asset* yang tidak signifikan mempengaruhi *debt* rasio, dan tiga variabel yang lain (*size*, *earning volatility* dan *stock volatility*) berpengaruh secara signifikan. *Size* berpengaruh positif, sedangkan *earning* dan *stock volatility* berpengaruh negatif. Sementara, *dividend payout* ditemukan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt to equity ratio*. Hal ini bertentangan dengan teori yang menyatakan bahwa *dividend payout* (yang merupakan hasil dari profitabilitas perusahaan) seharusnya berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Brigham, 1983: p. 472).

Mengingat hasil penelitian Wahidahwati (2002) terdapat dua variabel (*dividend payout* dan *asset*) masih bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya (Crutchley et. al., 1989; dan Bathala et. al., 1994; dan Fitrijanti & Hartono, 2002) yang menyatakan bahwa *asset* berpengaruh signifikan positif terhadap *debt to equity ratio*, maka perlu dilakukan penelitian lebih lanjut. Disamping itu juga perlu dikembangkan untuk menambah variabel profitabilitas (terutama *return on investment*), karena ROI secara teoritis berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio* (Brigham, 1983: 472). Sementara *asset*, *size* dan *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*) (Fitrijanti & Hartono, 2002, hal. 59) Sedangkan Suranta & Mediastuty (2003: hal. 65) menunjukkan bahwa struktur modal (diukur dengan *leverage*) tidak signifikan berhubungan PER. Dengan demikian terdapat hasil yang kontradiktif antara Fitrijanti & Hartono (2002) dengan Suranta & Mediastuty (2003), sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan. Di sisi lain Suad Husnan (2001) menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan (DER) berpengaruh signifikan negatif dengan kinerja perusahaan (ROE) bagi perusahaan yang mayoritas pemegang sahamnya non-multinasional; tetapi tidak signifikan bagi pemegang saham mayoritas multinasional. Sementara secara teoritis (Brigham, 1983: p.472) profitabilitas dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap DER tergantung dari perubahan relatif laba ditahan.

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 *dividend payout*, *asset*, *price earning ratio* dan perubahan laba ditahan, oleh karena itu perlu dilakukan penelitian lebih lanjut yang berkaitan dengan *research gap* dengan judul “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Yang Listed Di Bursa Efek Jakarta”.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap DER yaitu: (1) DPR dinyatakan tidak signifikan (Wahidahwati, 2002) tetapi dinyatakan signifikan negatif oleh Brigham (1983); (2) Assets dinyatakan tidak signifikan (Wahidahwati, 2002) tetapi dinyatakan signifikan positif (Fitrijanti dan Hartono, 2002); (3) PER dinyatakan tidak signifikan (Suranta dan Midiastuty, 2003) tetapi dinyatakan signifikan positif oleh (Fitrijanti dan Hartono, 2002); (4) Laba Ditahan dinyatakan signifikan negatif oleh Wahidahwati (2002) dan dinyatakan signifikan positif oleh Fitrijanti dan Hartono (2002) dan (5) ROI merupakan perluasan penelitian.

Atas dasar *research gap* dari hasil penelitian sebelumnya dan perlunya perluasan penelitian yang didukung oleh teori yang mendasari, maka diajukan permasalahan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dimana terdapat lima variabel yang diduga berpengaruh terhadap struktur modal. Kelima variabel tersebut adalah: *dividend payout*, *assets*, *price earning ratio*, laba ditahan dan *return on investment*.

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

1. Bagaimanakah pengaruh *dividend payout ratio* terhadap *debt equity ratio*?
2. Bagaimanakah pengaruh Pertumbuhan *assets* terhadap *debt equity ratio*?
3. Bagaimanakah pengaruh *price earning ratio* terhadap *debt equity ratio*?
4. Bagaimanakah pengaruh laba ditahan terhadap *debt equity ratio*?
5. Bagaimanakah pengaruh *return on investment* terhadap *debt equity ratio*?
6. Bagaimanakah pengaruh *dividend payout ratio* (DPR), Pertumbuhan *Assets*, *price earning ratio* (PER), Laba ditahan dan *return on investment* (ROI) secara bersama-sama terhadap *debt to equity ratio*?

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

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

1. Menganalisis pengaruh *dividend payout* terhadap struktur modal (*debt equity ratio*)
2. Menganalisis pengaruh Pertumbuhan *assets* terhadap struktur modal (*debt equity ratio*)
3. Menganalisis *price earning ratio* terhadap struktur modal (*debt equity ratio*)

4. Menganalisis laba ditahan terhadap struktur modal (*debt equity ratio*)
5. Menganalisis *return on investment* terhadap struktur modal (*debt equity ratio*)
6. Menganalisis pengaruh *dividend payout ratio* (DPR), Pertumbuhan *Assets*, *price earning ratio* (PER), Laba ditahan dan *return on investment* (ROI) secara bersama-sama terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).

1.3.2. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan mempunyai manfaat antara lain :

1. Bagi para pemakai laporan keuangan (terutama investor atau kreditor) dalam rangka menilai kinerja perusahaan yang tercermin dalam struktur modal (*debt 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 rangka membiayai aktivitas operasional perusahaan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Penentuan struktur modal banyak dipengaruhi oleh berbagai macam faktor. Konsep teori berkaitan dengan pembahasan dan penelitian masalah tersebut sangat banyak dan bermacam-macam cara pandangya 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. Struktur modal

Dasar kebijakan pendanaan 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 kebijakan pendanaan 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.

Kebijakan pendanaan 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 deviden. 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, ataukah 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 keputusan pendanaan. 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*.

2.2. Teori Struktur Modal

Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat resiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham,1999). Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan (Suad Husnan,1998).

Modigliani dan Miller (1958) yang selanjutnya terkenal dengan teori MM dalam artikelnya yang berjudul "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" dikemukakan bahwa nilai suatu

perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER karena adanya efek dari *corporate tax shield*. Hal ini disebabkan karena dalam keadaan pasar sempurna dan ada pajak, pada umumnya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak atau kata lain bersifat *tax deductible*. Dengan demikian, apabila ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama tetapi perusahaan yang satu menggunakan hutang dan membayar bunga sedangkan perusahaan yang lain tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

Namun pendapat Modigliani dan Miller yang menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilainya bila menggunakan hutang sebesar-besarnya (dalam keadaan pajak) ini mengundang kritik dan keberatan dari para praktisi. Keberatan tersebut disebabkan oleh asumsi yang dipergunakan oleh Modigliani dan Miller dalam analisis mereka, yaitu pasar modal adalah sempurna. Adanya ketidaksempurnaan pasar modal menyebabkan pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan untuk menggunakan leverage yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan (Suad Husnan, 1998). Apabila pasar modal tidak sempurna, kemungkinan antara lain karena munculnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan atau adanya informasi asimetris.

2.2.1. 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, dimana dalam keadaan pajak nilai perusahaan akan naik minimal dengan biaya modal yang minimal.

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.

2.2.2. 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 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 kerana 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 uantuk 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 *trade off*, 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)

2.2.3. 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 *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.

2.2.4. Kombinasi Balancing Theory dan Pecking Order Theory

Dengan mengkombinasikan Balancing Theory dan Pecking Order Theory dapat disimpulkan mengenai perilaku perusahaan sebagai berikut: (Brigham dan Gapenski,1996).

- (a) Penggunaan hutang memberikan keuntungan karena adanya pengurangan pembayaran pajak akibat bunga hutang, oleh karena itu perusahaan sebaiknya menggunakan hutang dalam struktur modalnya.
- (b) Namun demikian, biaya kebangkrutan dan biaya keagenan membatasi penggunaan hutang. Lewat dari suatu titik tertentu, biaya tersebut menutup keuntungan penggunaan hutang.
- (c) Karena adanya asimetri informasi, perusahaan cenderung memelihara kemungkinan hutang untuk dapat mengambil keuntungan dari kesempatan investasi yang baik tanpa harus menerbitkan saham baru pada harga yang turun akibat *bad signaling*

2.3. 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).

2.4. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Debt to Equity Ratio* (DER)

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:

2.4.1. *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Dividen merupakan hak pemegang saham biasa (*common stock*) untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam dividen, semua pemegang saham biasa mendapatkan haknya yang sama. Pembagian dividen untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham preferen (Jogiyanto, H.M, 1998: pp. 58).

DPR merupakan perbandingan antara *Dividend per share* (DPS) dengan *Earning per share* (EPS), jadi perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan *dividen per share* terhadap pertumbuhan *earning per share* nya. Didalam komponen DPS terkandung unsur dividen, jadi jika semakin besar dividen yang dibagikan maka akan semakin besar DPR nya. (Robert Ang, 1997: p.6.23).

2.4.2. Pertumbuhan Asset

Asset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar asset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan asset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya asset yang dimiliki perusahaan (Robert Ang, 1997).

2.4.3. Price Earning Ratio (PER)

PER merupakan perbandingan antara harga pasar suatu saham (*market price*) dengan *earning per share* (EPS) dari saham yang bersangkutan. Kegunaan dari PER ini adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh EPS nya. Semakin besar PER suatu saham maka menyatakan saham tersebut semakin mahal terhadap pendapatan bersih per sahamnya. Jika dikatakan suatu saham mempunyai PER 10x, berarti harga pasar saham tersebut 10 kali lipat terhadap EPSnya. Saham yang mempunyai

PER semakin kecil akan semakin bagus yang berarti saham tersebut semakin murah (Robert Ang, 1997:p.6.24).

2.4.4. Laba Ditahan

Laba ditahan merupakan sebagian keuntungan (*earning after tax*) yang tidak dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividend. Besarnya laba ditahan sangat tergantung dari keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan besarnya keuntungan yang diperoleh. Jika RUPS memutuskan untuk untuk menahan labanya relatif lebih besar daripada dividen yang dibagikan, tentu besarnya laba ditahan semakin meningkat namun jika RUPS memutuskan untuk menahan labanya relatif lebih kecil daripada dividen yang dibagikan, maka besar laba ditahan akan semakin kecil (Robert Ang, 1997).

2.4.5. Return on Investment (ROI)

ROI merupakan salah satu rasio rentabilitas yang terpenting digunakan untuk memprediksi harga atau return saham perusahaan publik. Rentabilitas merupakan salah satu rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental. Rasio-rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental dapat dikelompokkan dalam 5 jenis yaitu : rasio likuiditas, aktivitas, rentabilitas, solvabilitas dan rasio pasar (Robert Ang,1997).

ROI digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan total investasi yang dilakukan perusahaan. ROI juga merupakan perkalian antara *factor net income margin* dengan perputaran aktiva. *Net income margin* menunjukkan kemampuan memperoleh laba dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan perputaran aktiva menunjukkan seberapa jauh

perusahaan mampu menciptakan penjualan dari aktiva yang dimilikinya. Apabila salah satu dari faktor tersebut meningkat (atau keduanya), maka ROI juga akan meningkat. Bila ROI meningkat berarti profitabilitas perusahaan meningkat, sehingga dampak akhirnya adalah peningkatan profitabilitas yang dinikmati oleh pemegang saham (Suad Husnan, 1998: hal. 340).

2.5. Pengaruh Variabel Independen Terhadap Debt to Equity Ratio (DER)

2.5.1. Pengaruh *Dividend Payout Ratio* Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Secara normal DPS lebih kecil daripada EPS, sehingga besarnya DPR umumnya kurang dari satu (< 1) (Brigham, 1983: 208). DPS merupakan dividen per lembar saham yang diperoleh dari jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa dibagi dengan jumlah saham beredar (*outstanding share*); sedangkan EPS merupakan laba per lembar saham yang diperoleh dari laba bersih setelah pajak (*net income after tax – NIAT* atau *earning after tax – EAT*) dibagi dengan *outstanding share* (Brigham, 1983: 198). Perbandingan antara *Dividend per share* (DPS) dengan *Earning per share* (EPS) disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR), jadi perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan *dividen per share* terhadap pertumbuhan *earning per share* nya. Didalam komponen DPS terkandung unsur dividen, semakin besar DPR tentu semakin kecil jumlah modal sendiri yang tertanam ke dalam perusahaan; sehingga debt to equity ratio (DER) akan semakin kecil (dengan asumsi tidak ada tambahan hutang baru selama periode yang sama) (Robert Ang, 1997: p.6.23).

Penelitian yang menghubungkan antara *Devidend Payout Ratio* (DPR) dengan *Debt Equity Ratio* (DER) antara lain dilakukan oleh Wahidahwati (2002), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *devidend payout ratio* ditemukan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*.

Atas dasar teori tersebut, maka hubungan antara *dividend payout ratio* dengan *debt to equity ratio* diduga mempunyai hubungan negatif; artinya jika DPR meningkat maka DER akan semakin menurun. Maka dapat dirumuskan sebagai hipotesis 1 sebagai berikut:

H1 : terdapat pengaruh negatif (-) *dividend payout ratio* (DPR) terhadap struktur modal (DER).

2.5.2. Pengaruh Pertumbuhan *Assets* Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Peningkatan *asset* yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya *asset* yang dimiliki perusahaan (Robert Ang, 1997).

Hasil penelitian yang menghubungkan antara *asset* dengan *debt to equity ratio* oleh Wahidahwati (2002) menunjukkan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt to equity ratio*. Hal ini kontardiktif dengan hasil penelitian dari Fitrijanti & Hartono (2002, hal. 59) yang menunjukkan bahwa *asset* (yang diukur dengan *market value asset to book value asset* – MVABVA) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).

Di sisi lain peningkatan proporsi hutang yang lebih besar daripada modal sendiri menunjukkan *debt to equity ratio* semakin besar. Dengan demikian *asset* diprediksikan berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio* (DER). Maka dapat dirumuskan sebagai hipotesis 2 sebagai berikut:

H2 : Terdapat pengaruh positif (+) *asset* terhadap struktur modal (DER)

2.5.3. Pengaruh *Price Earning Ratio* Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Price Earning Ratio (PER) merupakan rasio antara harga saham (penutupan) per lembar terhadap laba per lembar saham (*earning per share* – EPS). Semakin tinggi PER, perusahaan dinilai semakin baik oleh investor, tetapi juga mempunyai risiko yang semakin tinggi pula. Sebaliknya, jika PER semakin rendah (apalagi di bawah rata-rata industri) perusahaan tersebut dinilai semakin jelek kinerjanya oleh investor (Brigham, 1983: 220 dan 222).

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Fitrijanti & Hartono (2002), hal.59) menunjukkan *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt equity ratio*). Hasil ini kontradiktif dengan hasil penelitian dari Suranta & Mediastuty, 2003: hal. 65) yang menunjukkan bahwa struktur modal (diukur dengan *leverage*) tidak signifikan berhubungan dengan PER.

Robert Ang (1997) menyatakan bahwa peningkatan PER yang dinilai oleh investor menunjukkan kinerja yang semakin baik, juga berdampak semakin menarik perhatian para calon kreditor. Semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar daripada modal sendiri akan meningkatkan *debt to equity ratio*. Dengan demikian *price earning ratio* (PER) diharapkan berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio* (DER). Maka dapat dirumuskan sebagai hipotesis 3 sebagai berikut:

H3 : Terdapat pengaruh positif (+) *price earning ratio* (PER) terhadap struktur modal (DER).

2.5.4. Pengaruh Laba Ditahan Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Robert Ang (1997) menyatakan bahwa besarnya laba ditahan sangat tergantung dari keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan besarnya keuntungan yang diperoleh. Jika RUPS memutuskan untuk menahan labanya relatif lebih besar daripada dividen yang dibagikan, tentu besarnya laba ditahan semakin meningkat. Dengan meningkatnya laba ditahan, maka modal sendiri (ekuitas) di dalam perusahaan juga semakin besar. Apabila peningkatan laba ditahan relatif lebih besar daripada peningkatan hutang, maka *debt to equity ratio* semakin kecil. Dengan demikian hubungan antara laba ditahan dan *debt to equity ratio* diharapkan mempunyai hubungan negatif. Maka dapat dirumuskan sebagai hipotesis 4 sebagai berikut:

H4 : Terdapat pengaruh negatif (-) laba ditahan terhadap struktur modal (DER).

2.5.5. Pengaruh *Return on Investment* Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Return on investment (ROI) merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total investasi. Mengingat investasi perusahaan dalam bentuk aktiva (*assets*), maka ROI sering disebut juga dengan *return on asset* (ROA). Semakin tinggi ROI menunjukkan semakin baik kinerja perusahaan, karena dana yang diinvestasikan ke dalam *assets* dapat menghasilkan *earning after tax* (EAT) yang semakin tinggi (Robert Ang, 1997).

Meningkatnya ROI tersebut akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt to equity ratio* juga semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang

relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri). Dengan demikian hubungan antara ROI dan *debt to equity ratio* (DER) diharapkan mempunyai hubungan positif. Sedangkan dari hasil penelitian terdahulu belum ada penelitian yang menghubungkan antara ROI dengan DER, maka hal ini merupakan perluasan penelitian dari peneliti terdahulu. Sehingga dapat dirumuskan menjadi hipotesis 5 sebagai berikut:

H5 : Terdapat pengaruh positif (+) return on investment (ROI) terhadap struktur modal (DER).

2.6. Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu yang meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain dilakukan oleh:

1. Wahidahwati (2002).

Wahidahwati (2002) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dimana struktur modal diukur dari *debt to equity ratio* (variabel dependen); sedangkan variabel independennya terdiri dari: *size*, *dividend payout*, *asset*, *earning volatility*, dan *stock volatility*. Penelitian dilakukan selama 2 tahun berdasarkan data dari *Indonesian Capital Market Directory* dengan sampel sejumlah 61 perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend payout* dan *asset* yang tidak signifikan mempengaruhi *debt to equity ratio*, dan tiga variabel yang lain berpengaruh secara signifikan. *Size* berpengaruh positif, sedangkan *earning* dan *stock volatility* berpengaruh negatif. Dari tiga variabel yang signifikan, terdapat satu variabel yang tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya (Crutchley et. al., 1989; dan Bathala et. al., 1994) yaitu

variabel *stock volatile*; dimana kedua peneliti sebelumnya menunjukkan pengaruh signifikan positif terhadap *debt to equity ratio*. Sementara, *dividend payout* dan *size* ditemukan hasil yang tidak signifikan berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*, hasil penelitian tersebut bertentangan dengan teori yang menyatakan bahwa *dividend payout ratio* (yang merupakan hasil dari profitabilitas perusahaan) seharusnya berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Brigham, 1983: p. 472). Demikian pula dengan variabel struktur *asset* juga bertentangan dengan Fitrijanti & Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa *asset* berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*.

2. Fitrijanti & Jogiyanto HM (2002)

Dalam kaitannya dengan struktur modal, penelitian Fitrijanti & Jogiyanto HM (2002) mengkaji pengaruh dari berbagai *proxy* IOS yang diukur dari variabel-variabel seperti: *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) terbukti signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*). Hasil penelitiannya sesuai dengan Smith & Watt (1992) dan Wahidahwati (2002) untuk variabel *size*, tetapi bertentangan dengan Wahidahwati (2002) untuk variabel *assets*. Sedangkan untuk variabel PER tidak konsisten dengan Suranta & Mediastuty (2003) yang menunjukkan bahwa PER tidak signifikan berhubungan dengan *leverage*. Penelitiannya menggunakan purposive sampling dengan total sampel sejumlah 68 perusahaan dan periode pengamatan selama 1990–1998

berdasarkan laporan keuangan tahunan yang dipublikasi oleh *Indonesian Capital Market Directory*.

3. Suranta dan Mediastuty (2003)

Variabel yang berkaitan dengan struktur modal, oleh Suranta & Mediastuty diukur dengan *leverage* yang digunakan sebagai variabel independent, dan *price earning ratio* (PER) digunakan sebagai variabel dependen (Suranta & Mediastuty, 2003: hal. 65). Kedua variabel tersebut (*leverage* dan PER) terbukti tidak signifikan. Hasil ini tidak konsisten dengan Fitrijanti & Hartono (2002) yang menemukan bukti bahwa PER secara signifikan berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*.

4. Husnan (2001)

Penelitian Husnan (2001) menghubungkan antara *return on equity* (ROE) dengan *debt to equity ratio* (DER); dimana ROE sebagai variabel dependen, dan DER sebagai variabel independen. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa DER secara signifikan berpengaruh negatif terhadap ROE bagi perusahaan yang mayoritas pemegang sahamnya non-multinasional; tetapi tidak signifikan bagi pemegang saham mayoritasnya multinasional. Penelitiannya belum ada pembandingnya, sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan, mengingat rasio profitabilitas (termasuk ROE) secara teoritis dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap struktur modal (DER) tergantung perubahan relatif laba ditahan dengan perubahan relatif DER (Brigham, 1983: p. 472).

Beberapa penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal disajikan pada tabel 2.1 sebagai berikut:

Tabel 2.1 :
Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur modal

No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
1	Husnan	2001	Dependen: ROE dan Abnormal Return Independen: DER	DER tidak signifikan berpengaruh terhadap ROE bagi pemegang saham multinasional; sedangkan bagi pemegang saham mayoritas bukan multinasional DER berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE. Bagi dua kelompok pemegang saham tersebut DER tidak signifikan berpengaruh terhadap abnormal return
2	Wahidah-wati	2002	Dependen: Debt Rasio Independen: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, Size, DPR, Asset, Earning volatility, Stock volatility	Kepemilikan manajemen, institusional, <i>earning volatility</i> dan <i>stock volatility</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt to equity ratio</i> , dan Size berpengaruh positif terhadap <i>debt to equity ratio</i> . Sementara DPR dan Asset tidak signifikan terhadap <i>debt to equity ratio</i> .
3	Fitrijanti dan Hartono	2002	Dependen: Kebijakan pendanaan, Dividen, Pertumbuhan Independen: IOS (MVEBVE, MVABVA, PER, CAPBVA, CAPMVA)	Tak satupun variabel IOS mewakili level IOS perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh cenderung memiliki leverage dan kebijakan dividen yang relatif rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Terdapat hubungan positif antara <i>size</i> (MVEBVE), <i>asset</i> (MVABVA), dan PER dengan kebijakan pendanaan melalui hutang. Perusahaan yang tumbuh cenderung merupakan perusahaan besar.
4	Suranta dan Mediastuty	2003	Dependen: Nilai Perusahaan (Tobin's Q) Independen: nilai investasi, persentase kepemilikan manajerial, kepemilikan direksi, firm size, leverage, likuiditas dan 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

Sumber : dikembangkan untuk *research paper* ini

2.7. Posisi Penelitian

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu maka posisi penelitian ini dari setiap variable independen terhadap DER adalah sebagai berikut:

1. DPR: Sesuai dengan teori menunjukkan DPR berpengaruh negatif terhadap DER sehingga penelitian ini posisinya untuk mengevaluasi penelitian Wahidahwati (2002). Hal ini didasarkan pada alasan bahwa besarnya dividen yang dibagikan menunjukkan semakin besar jumlah modal sendiri yang tertanam ke dalam perusahaan; sehingga *debt to equity ratio* akan semakin kecil (dengan asumsi tidak ada tambahan hutang baru selama periode yang sama).
2. Asset: Posisi penelitian ini searah dengan hasil penelitian Fitriyani dan Hartono (2002) yang menunjukkan asset berhubungan positif dengan DER sehingga berbeda dengan penelitian Wahidahwati (2002). Hal ini didasar pada alasan bahwa besarnya asset juga dibiayai dengan semakin besarnya hutang.
3. PER: Penelitian ini searah dengan hasil penelitian Fitriyani dan Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa PER berhubungan positif dengan DER dan bertentangan Suranta dan Mediastuty (2003). Hal ini didasarkan pada alasan bahwa semakin tinggi PER harga saham direspon semakin meningkat oleh para investor sehingga para kreditor juga akan tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan.
4. Laba ditahan: Variabel ini merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya (Husnan, 2001; Wahidahwati, 2002; Fitriyani dan Hartono, 2002; dan Suranta dan Mediastuty, 2003) dimana laba ditahan

berpengaruh negatif terhadap DER, bila peningkatan laba ditahan relatif lebih besar daripada peningkatan hutang, maka *debt to equity ratio* semakin kecil.

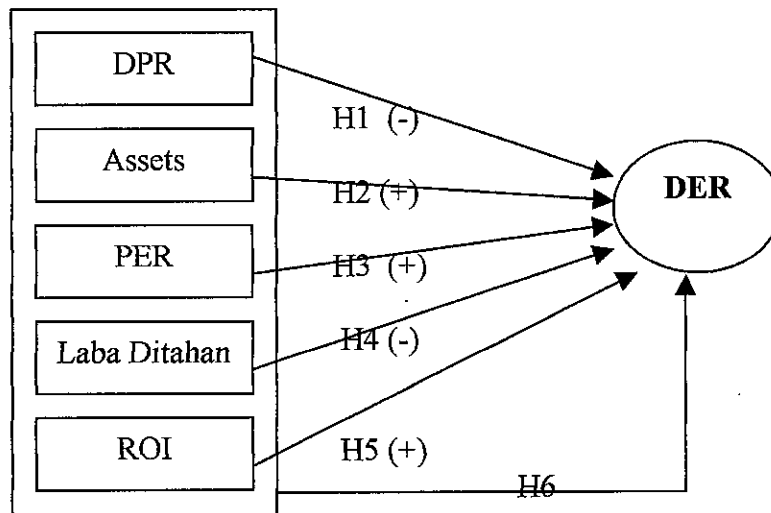
5. ROI: ROI diharapkan berhubungan positif dengan DER, karena meningkatnya ROI juga akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan. Variabel ini juga merupakan perluasan dari penelitian sebelumnya

2.8. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan telaah pustaka dan hasil penelitian terdahulu, maka faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah *dividend payout*, *asset*, *price earning ratio* dan perubahan laba ditahan. DPR merupakan besarnya dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham sehingga akan mengurangi kemampuan kas/likuiditas perusahaan. Dengan berkurangnya kemampuan kas tersebut perusahaan akan mencari tambahan dana yang berasal dari pihak luar (kreditor) sehingga meningkatkan DER. Assets yang semakin bertambah (tumbuh) menunjukkan kinerja yang semakin baik sehingga menarik para kreditor untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan. Semakin tinggi PER menunjukkan perusahaan dinilai oleh para investor semakin tinggi pula sehingga meningkatkan kepercayaan kreditor menanamkan dananya kedalam perusahaan. Laba ditahan merupakan salah satu komponen modal sendiri sehingga semakin tinggi laba ditahan rasio DER semakin menurun. Semakin tingginya ROI menunjukkan semakin tinggi laba bersih yang diperoleh perusahaan sehingga sumber dana internal semakin

besar. Dengan semakin meningkatnya sumber dana internal maka rasio DER semakin menurun. Berdasarkan hipotesis tersebut maka kerangka pemikiran teoritis dapat digambarkan pada Gambar 2.1 berikut :

Gambar 2.1:
Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur modal (DER)



Sumber : dikembangkan untuk *research paper* ini

2.9. Perumusan Hipotesis

Atas dasar telaah pustaka dan kerangka pemikiran teoritis tersebut diajukan 6 (enam) hipotesis alternatif (H_a) sebagai berikut :

H1 : Terdapat pengaruh signifikan negatif *dividend payout ratio* (DPR) terhadap struktur modal (DER)

H2 : Terdapat pengaruh signifikan positif *assets* terhadap struktur modal (DER)

H3 : Terdapat pengaruh signifikan positif *price earning ratio* (PER) terhadap struktur modal (DER)

H4 : Terdapat pengaruh signifikan negatif laba ditahan terhadap struktur modal (DER)

H5 : Terdapat pengaruh signifikan positif *return on investment* (ROI) terhadap struktur modal (DER)

H6 : Terdapat pengaruh signifikan secara bersama-sama/simultan (DPR, assets, PER, laba ditahan, dan ROI) terhadap struktur modal (DER).

2.10. Definisi Operasional Variabel

Berdasarkan telaah pustaka dan kerangka pemikiran teoritis serta hipotesis yang diajukan, maka definisi operasional variabel penelitian dapat diidentifikasi seperti yang ditunjukkan dalam tabel 2.2 berikut:

Tabel 2.2 :
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Skala	Pengukuran
1	DER	Rasio antara total hutang terhadap total modal sendiri yang mencerminkan struktur modal perusahaan	Rasio	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$
2	DPR	Rasio antara dividen per lembar (DPS) saham terhadap laba per lembar saham (<i>earning per share – EPS</i>)	Rasio	$\frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$
3	Pertumbuhan Asset	Rasio antara total asset periode sekarang (Asset_t) minus periode sebelumnya (Asset_{t-1}) terhadap total asset periode sebelumnya (Asset_{t-1})	Rasio	$\frac{\text{Asset}_t - \text{Asset}_{t-1}}{\text{Asset}_{t-1}}$
4	PER	Rasio antara harga penutupan per lembar saham (P_s) terhadap laba per lembar saham (<i>earning per share – EPS</i>)	Rasio	$\frac{P_s}{\text{EPS}}$
5	Laba ditahan	Selisih antara laba bersih setelah pajak (<i>earning after tax – EAT</i>) dikurangi total dividen yang dibagikan	Rasio	$\text{EAT} - \text{Total dividen}$

No	Variabel	Definisi	Skala	Pengukuran
6	ROI	Rasio antara laba bersih setelah pajak (<i>earning after tax – EAT</i>) terhadap total investasi / asset yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan	Rasio	$\frac{\text{EAT}}{\text{Total Investasi}}$

Sumber : dikembangkan untuk *research paper* ini

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Obyek Penelitian, Jenis dan Sumber Data

Obyek penelitian adalah perusahaan yang sahamnya terdaftar di BEJ periode 2000-2002. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang sumber datanya diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* 2003 untuk periode pengamatan 2000 sampai dengan 2002 secara tahunan. Sumber data ini didasarkan pada pertimbangan bahwa ICMD yang terakhir dipublikasi oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) adalah ICMD 2003; dimana dalam ICMD 2003 memuat laporan keuangan 3 tahun terakhir yaitu tahun 2000, 2001 dan 2002.

3.2. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya terdaftar di BEJ sejak 2000-2002. Sementara jumlah perusahaan yang *listed* di BEJ pada periode tersebut sejumlah 330 perusahaan yang dikelompokkan ke dalam 9 sektor industri seperti ditunjukkan pada tabel 3.1 berikut:

Tabel 3.1:
Jumlah Perusahaan yang Sahamnya Terdaftar di BEJ
Periode 2000 – 2002

No	Kelompok Industri	2000	2001	2002
1	Agriculture	12	15	15
2	Mining	6	8	10
3	Basic Industry	54	56	57
4	Miscellaneous Indutry	52	54	55
5	Consumer Goods	37	37	38
6	Property & Real Estate	30	33	37
7	Infras. Util. & Transport.	15	17	18
8	Finance	47	49	58
9	Trade & Service	36	40	42
	Total	287	307	330

Sumber: Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2003)

Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan dengan kriteria:

- (1) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan;
- (2) perusahaan yang sahamnya selalu diperdagangkan di BEJ sehingga dapat diketahui harga pasarnya; dan
- (3) Perusahaan yang selalu membagikan dividen selama periode pengamatan.

Dari populasi sebanyak 330 perusahaan, kemudian dilakukan teknik sampling yang digunakan melalui *purposive sampling* dengan kriteria diatas termasuk perusahaan yang selalu membagikan dividend selama peride pengamatan didapat jumlah sampel sebanyak 52 perusahaan

3.3. Prosedur Pengumpulan Data

Sesuai dengan dengan jenis data yang diperlukan yaitu data sekunder dan teknik sampling yang digunakan, maka pengumpulan data didasarkan pada laporan keuangan yang dipublikasikan oleh BEJ melalui *Indonesian Capital Market Directory 2003 (ICMD 2003)* periode 2000, 2001, dan 2002.

3.4. Teknik Analisis

Untuk menguji kekuatan variabel-variabel penentu (DPR, Pertumbuhan Asset, PER, Laba Ditahan/ *Reained Earning* – RE, dan ROI) terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER), maka dalam penelitian ini digunakan

analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (*ordinary least square* – OLS) dengan model dasar sebagai berikut :

$$DER = a + b_1 DPR + b_2 Asset + b_3 PER + b_4 RE + b_5 ROI + e \dots \dots \dots (1)$$

- DER : Rasio antara Total Debt terhadap Total Equity;
- DPR : Rasio antara dividen per lembar saham terhadap laba per lembar saham;
- Asset : Dilihat dari pertumbuhan asset periode sekarang terhadap periode sebelumnya;
- PER : Rasio antara harga penutupan (akhir tahun) per lembar saham terhadap laba per lembar saham (EPS);
- RE : Laba ditahan yang merupakan selisih antara laba bersih setelah pajak (EAT) minus total dividen yang dibagikan;
- ROI : Rasio antara laba setelah pajak (EAT) terhadap total investasi;
- e* : Variabel residual.

Besarnya konstanta tercermin dalam “a”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variabel independen ditunjukkan dengan b_1 , b_2 , b_3 , b_4 , dan b_5 .

3.5. Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik

Karena data yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang digunakan yaitu: uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut

3.5.1. Uji Normalitas

Uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio *skewness* yang mendasarkan pada besarnya rasio untuk melihat nilai kemiringan (*skewness*). Rasio *skewness* dihitung dengan rumus sebagai berikut : (Singgih Santoso, 1999 : 79).

$$\text{Rasio}_{\text{skewness}} = \frac{\text{Skewness}}{\text{S tan dar error of skewness}} \dots\dots\dots (2)$$

Jika rasio *skewness* berada di antara -2 sampai dengan +2, maka distribusi data adalah normal.

3.5.2. Multikolinearitas

Pengujian asumsi kedua adalah uji multikolinearitas (*multicollinearity*) antar variabel-variabel independen yang masuk ke dalam model. Metode untuk mendiagnosa adanya *multicollinearity* dilakukan dengan diduga korelasi (r) diatas 0,70 (Singgih Santoso, 1999:262); dan ketika korelasi derajat nol juga tinggi, tetapi tak satupun atau sangat sedikit koefisien regresi parsial yang secara individu signifikan secara statistik atas dasar pengujian t yang konvensional (Gujarati, 1995:166). Disamping itu juga dapat digunakan uji *Variance Inflation Factor* (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{VIF} = 1 / \text{Tolerance} \dots\dots\dots (3)$$

Jika VIF lebih besar dari 5, maka antar variabel bebas (*independent variable*) terjadi persoalan multikolinearitas (Singgih Santoso, 1999: 281).

3.5.3. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian asumsi ketiga adalah *heteroscedasticity* untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas yang dilakukan dengan *Glejser-test* yang dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Gujarati, 1995 : 187).

$$[e_i] = B_1 X_i + v_i \dots\dots\dots (4)$$

- X_i : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance (δ_i^2); dan
- V_i : unsur kesalahan.

3.5.4. Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi ke-empat dalam model regresi linier klasik adalah *autocorrelation*. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*, dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah *dl*, *du*, $4 - dl$, dan $4 - du$.

3.6. Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap masing-masing hipotesis yang diajukan dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut:

Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) baik secara parsial maupun secara bersama-sama pada hipotesis 1 (H1) sampai dengan hipotesis 6 (H6) dilakukan dengan uji statistik t (t-test) dan uji F (F-test) pada level 5% ($\alpha = 0,05$).

a. Uji t-statistik

Uji keberartian koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik-t. Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya.

Adapun hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

$$H_1 : b_i \geq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen X_i terhadap variabel dependen (Y).

Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i} \dots\dots\dots (5)$$

Jika $t_{hitung} > t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $t_{hitung} < t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 diterima.

b. Uji F-statistik

Uji ini digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Hipotesis ini dirumuskan sebagai berikut :

$$H_1 : b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 \geq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen (X_1 s/d X_5) terhadap variabel dependen (Y).

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / (k-1)}{(1-R^2) / (N-k)} \dots\dots\dots (6)$$

Jika $F_{hitung} > F_{tabel} (\alpha, k-1, n-1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $F_{hitung} < F_{tabel} (\alpha, k-1, n-k)$, maka H_0 diterima.

Sedangkan untuk menguji dominasi variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) dilakukan dengan melihat pada koefisien beta standar.

BAB IV

ANALISIS DATA

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 330 perusahaan yang terdaftar hanya 52 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. Gambaran Umum dan Data Deskriptif

4.1.1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia

Pasar modal Indonesia pertama kali didirikan pada waktu penjajahan Belanda pada tanggal 14 Desember 1912 dengan nama *Vereniging Voor Effectenkandel* dengan mayoritas saham yang diperdagangkan adalah saham-saham perusahaan Belanda. Pasar modal

yang didirikan oleh Belanda ini beroperasi sampai dengan tahun 1942, bertepatan pada saat kedatangan Jepang di Indonesia.

Pasar modal ditutup oleh pemerintah Jepang sejak tahun 1942, pasar modal Indonesia baru dibuka kembali oleh pemerintahan orde lama (1952-1960) setelah Jepang meninggalkan Indonesia. Hal tersebut dilakukan untuk menampung obligasi pemerintah serta larinya saham-saham perusahaan Belanda ke luar negeri. Namun karena adanya sengketa antara pihak Belanda dengan Indonesia mengenai Irian Barat pada tahun 1960-an, seluruh perusahaan Belanda dinasionalisasikan dan mengakibatkan larinya modal Belanda dari Indonesia, sejak itu aktivitas pasar modal boleh dikatakan tidak ada lagi.

Pada jaman pemerintahan orde baru (1977-1988) pasar modal Indonesia boleh dikatakan lahir kembali dengan adanya Keppres nomor 52 tahun 1976 yang menetapkan pendirian pasar modal, Bapepam dan PT Danareksa. Pasar modal Indonesia kembali diresmikan pada tanggal 10 Agustus 1977. PT Semen Cibinong adalah perusahaan yang pertama kali mencatatkan sahamnya di bursa saham.

Tahun 1988 merupakan era kebangkitan pasar modal Indonesia. Dalam kurun waktu 1988-1990 jumlah perusahaan yang mencatatkan sahamnya di bursa sudah mencapai 127 emiten, sampai tahun 1996 jumlahnya meningkat sampai 238 emiten. Peningkatan tersebut disebabkan beberapa hal : diijinkannya investor asing memiliki saham perusahaan Indonesia sebesar 49%, adanya Pakto'88 (kebijakan untuk

meningkatkan pertumbuhan ekonomi) yang menyebabkan mengalirnya dana sebesar 4 triliun Rupiah dari Bank Indonesia ke sektor keuangan mengakibatkan masyarakat mempunyai dana untuk bermain dalam pasar modal, serta adanya perubahan kultur bisnis dari perusahaan keluarga menjadi perusahaan profesional yang terbuka.

Pada tahun 1995, PT Bursa Efek Jakarta mulai melakukan otomatisasi kegiatan di bursa dengan menggunakan komputer yang digunakan broker untuk menunjang perdagangan sekuritas di bursa yang lebih dikenal dengan JATS (*Jakarta Automated Trading System*). Penggunaan JATS mulai tahun 1995 dimaksudkan untuk menciptakan pasar modal yang siap menghadapi persaingan internasional di masa yang akan datang.

4.1.2. Gambaran Umum Sampel

Jumlah perusahaan yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode tahun 2000 sampai dengan 2002 berjumlah 330 perusahaan. Selama periode tahun 2000-2002, perusahaan tersebut selalu menyajikan laporan keuangan per 31 Desember 2000-2002 dan secara kontinyu membagikan dividen pada periode tahun 2000-2002 berjumlah 52 perusahaan. Berikut akan diuraikan sampel perusahaan sampel total asset, jumlah hutang dan laba bersih setelah pajak (EAT)

4.1.2.1. Sampel Berdasarkan 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	27	51,92
2	500 milyar – 1 trilyun	10	19,23
3	> 1 trilyun	15	28,85
	Jumlah	52	100

Sumber: ICMD 2003, data diolah

Dari Tabel 4.1 dapat dilihat bahwa total asset yang dimiliki perusahaan sampel selama periode pengamatan (2000-2002) terdapat sejumlah 27 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.

4.1.2.2. Sampel Berdasarkan 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	36	69,23
2	500 milyar – 1 trilyun	3	5,77
3	> 1 trilyun	13	25
	Jumlah	52	100

Sumber: ICMD 2003, data diolah

Dari Tabel 4.2 dapat dilihat bahwa jumlah hutang yang dimiliki perusahaan sampel selama periode pengamatan (2000-2002) terdapat sejumlah 36 perusahaan atau 69,23% yang memiliki jumlah hutang kurang dari 500 milyar, terdapat 3 perusahaan atau 5,77% yang memiliki jumlah hutang antara 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan terdapat sebanyak 13 perusahaan atau 25% yang memiliki jumlah hutang diatas 1 trilyun.

4.1.2.3. Sampel Berdasarkan Laba Bersih Setelah Pajak (EAT)

EAT perusahaan menunjukkan besarnya keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan setelah dipotong pajak dan bunga. EAT juga menunjukkan tingkat keberhasilan perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya baik dengan menggunakan dana dari modal sendiri maupun hutang, Hal tersebut dapat meningkatkan kepercayaan investor atas kinerja dari perusahaan tersebut. Pada Tabel 4.3. berikut akan disajikan besarnya jumlah EAT perusahaan sampel yang dikelompokkan dengan jumlah EAT < 500 milyar, 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan > 1 trilyun sebagai berikut:

Tabel 4.3
Sampel Perusahaan Berdasarkan Jumlah EAT

No	Jumlah EAT	Sampel	Persentase (%)
1	< 500 milyar	45	86,54
2	500 milyar – 1 trilyun	3	5,77
3	> 1 trilyun	4	7,69
	Jumlah	52	100

Sumber: ICMD 2003, data diolah

Dari Tabel 4.3 dapat dilihat bahwa jumlah EAT yang dimiliki perusahaan sampel selama periode pengamatan (2000-2002) terdapat sejumlah 45 perusahaan atau 86,54% yang memiliki jumlah hutang kurang dari 500 milyar, terdapat 3 perusahaan atau 5,77% yang memiliki jumlah hutang antara 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan terdapat sebanyak 4 perusahaan atau 7,69% yang memiliki jumlah hutang diatas 1 trilyun.

4.2. Data Deskriptif

Berdasarkan data mentah yang diinput dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2003) maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi DER, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, Laba Ditahan dan ROI.

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut ini:

Tabel 4.4.
Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean dan Standar Deviasi

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	52	,05	19,38	1,7888	3,10347
DPR	52	,06	7,58	,5540	1,02516
PTMASSET	52	-,21	,68	,0710	,11580
PER	52	,00	,19	,0177	,03129
LABADTHN	52	951,88	2115679	108494,7	321695,69700
ROI	52	,01	,98	,1202	,14568
Valid N (listwise)	52				

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2003 diolah.

Sampel hasil perhitungan pada tabel 4.4 tersebut nampak bahwa rata-rata (*mean*) DER dari 52 perusahaan sampel selama periode pengamatan (2000-2002) sebesar 1,7888 dengan standar deviasi (SD) sebesar 3,10347; dimana nilai SD ini jauh lebih besar daripada rata-rata DER. Demikian pula nilai minimum yang lebih kecil dari rata-ratanya (0,05) dan nilai maksimum yang jauh lebih besar daripada nilai rata-ratanya (19,38) menunjukkan bahwa DER perusahaan selama periode pengamatan distribusi datanya tidak normal.

Hasil yang sama juga terjadi pada 5 (lima) variabel independen yaitu, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, Laba Ditahan dan ROI.

4.3. Pembahasan dan Hasil Analisis

Sebelum dilakukan analisis lebih lanjut maka tahap awal dalam pembahasan analisis ini adalah melakukan perhitungan-perhitungan yang didasarkan pada data mentah (*raw data*) yang diperoleh dari teknik pengumpulan data.

Sampel data yang disajikan pada hasil lampiran 7 dan seterusnya maka untuk kepentingan analisis lanjutan dihitung rasio-rasio keuangan (sebagai faktor fundamental) dan sekaligus sebagai variabel independen dan perhitungan *debt to equity ratio* (DER) sebagai variabel dependennya.

Hasil perhitungan rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yaitu DPR, Pertumbuhan Asset, PER, Laba Ditahan, dan ROI secara terperinci seperti ditunjukkan pada lampiran 14.

Berdasar lampiran 14 maka rata-rata rasio keuangan dari 52 perusahaan sampel dapat ditunjukkan pada tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5.
Rata-rata Rasio Keuangan dari 52 Perusahaan Sampel
Periode 2000 – 2002

No	Jenis Rasio	2000	2001	2002
1	DPR	0,511	0,544	0,606
2	Pertumb. Asset	0,027	0,152	0,034
3	PER	0,020	0,019	0,015
4	Laba Ditahan	108380,4	97054,8	120048,9
5	ROI	0,144358	0,1056	0,111762

Sumber: Data Skunder, ICMD 2003 diolah.

Hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan yang ditunjukkan pada tabel 4.5 tersebut dihitung setiap tahun yaitu untuk periode 31 Desember 2000, 2001 dan 2002 dari 52 perusahaan sampel. Hasil perhitungan tersebut sampel konsep atau rumus yang digunakan dalam penelitian ini seperti telah dijelaskan pada bab terdahulu. Sebagai contoh rata-rata DPR pada tahun 2000 diperoleh dari total DPR untuk 52 perusahaan (sebesar 99,55434), kemudian total DPR tersebut dibagi dengan 52 sehingga menghasilkan rata-rata DPR tahun 2000 sebesar 0,511. Demikian pula untuk periode-periode berikutnya dan rata-rata rasio keuangan yang lain.

Dari kelima rasio keuangan tersebut menunjukkan bahwa semua variabel mempunyai rata-rata rasionya positif. Hal ini mungkin dipengaruhi oleh kondisi ekonomi Indonesia pada periode 2000–2002 pasca krisis sehingga perekonomian mulai bergerak ke arah yang membaik. Hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan tersebut digunakan sebagai dasar untuk memprediksi DER pada periode berikutnya. Sebagai contoh, rasio keuangan 31 Desember 2000 digunakan untuk memprediksi DER saham pada periode 31 Desember 2001–2002. Demikian pula untuk periode-periode berikutnya.

4.3.1. Hasil Uji Asumsi Klasik

Sampel 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: normalitas data, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut:

1. Normalitas Data

Berdasar output SPSS 11.5 seperti ditunjukkan pada lampiran 2 maka hasil pengujian normalitas data yang diukur dari rasio *skewness*-nya dapat ditunjukkan pada tabel 4.6 sebagai berikut:

Tabel 4.6
Perhitungan Rasio *Skewness*
(Data Asli 2000 – 2002)

	DER	DPR	ASSET	PER	LABA	ROI
Skewness	4,378	6,556	2,666	4,142	5,199	4,434
Std. Errow of Skewness	0.330	0.330	0.330	0.330	0.330	0.330
Rasio Skewness	13,266667	19,86667	8,078788	12,55152	15,75455	13,43636

Sumber: Output SPSS 11.5; Descriptive-Statistics diolah

Sampel hasil pada tabel 4.6 tersebut menunjukkan bahwa tak satupun variabel yang datanya berdistribusi normal, karena rasio *skewness*nya lebih besar dari 2,00.

Karena tidak ada variabel yang berdistribusi normal maka perlu dilakukan teknik lain; dalam hal ini dilakukan transform-*LN*. Secara rinci hasil perhitungan rasio *skewness* berdasar data transform- *LN* besarnya rasio *skewness* dari masing-masing variabel ditunjukkan pada tabel 4.7 sebagai berikut:

Tabel 4.7
Perhitungan Rasio *Skewness*
(Data Transform-LN)

	LnDER	LnDPR	LnASSET	LnPER	LnLABA	LnROI
Skewness	0.046	0.596	-0.154	0.562	3,333	0.743
Std. Errow of Skewness	0.330	0.330	0.374	0.388	0.330	0.330
Rasio Skewwness	0,139394	1,806061	-0,41176	1,458763	1,290909	-0,15758

Sumber: Output SPSS 11.5; Descriptive-Statistics diolah

Sampel hasil pada tabel 4.7 tersebut nampak bahwa variabel LN.DPR menunjukkan data yang terdistribusi normal (1,806) dimana rasio *skewness* lebih kecil dari 2,00; sedangkan variabel lainnya masing-masing sebesar -0,412 (LN.Asset); LN.PER sebesar 1,459; LN.Laba sebesar 1,291; dan LN.ROI sebesar -0,158. Hasil uji normalitas tersebut menunjukkan hasil dengan data yang berdistribusi normal dan diketahui hanya 30 perusahaan sampel yang mempunyai data normal sehingga sample tersebut memenuhi syarat untuk dilakukan penelitian lanjut. Dengan demikian kelima variabel independen tersebut dapat digunakan untuk memprediksi DER perusahaan yang listed di BEJ selama periode pengamatan (2000–2002).

2. Hasil Uji Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinearitas antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Sampel hasil yang ditunjukkan dalam lampiran 3 maka besarnya VIF dari

masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 4.8 sebagai berikut:

Tabel 4.8
Hasil Perhitungan VIF
(Berdasar Data Transform-LN)

Variabel	Tolerance	VIF
Ln.DPR	0,862	1,160
Ln.Asset	0,963	1,039
Ln.PER	0,965	1,036
Ln.Laba	0,699	1,430
Ln.ROI	0,768	1,301

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Sampel tabel 4.8 menunjukkan bahwa kelima variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai VIF < 5,00. Dengan demikian lima variabel independen (LN-DPR, LN-Asset, LN-PER, LN-Laba dan LN-ROI) dapat digunakan untuk memprediksi DER selama periode pengamatan.

3. Heteroskedastisitas

Uji *Glejser test* digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari e_i terhadap variabel X (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan δ_i^2 dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i \dots\dots\dots (7)$$

dimana:

$[e_i]$ merupakan penyimpangan residual; dan X_i merupakan variabel bebas.

Sampel lampiran 4 maka hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam tabel 4.9 sebagai berikut:

Tabel 4.9
Hasil Uji Heteroskedastisitas

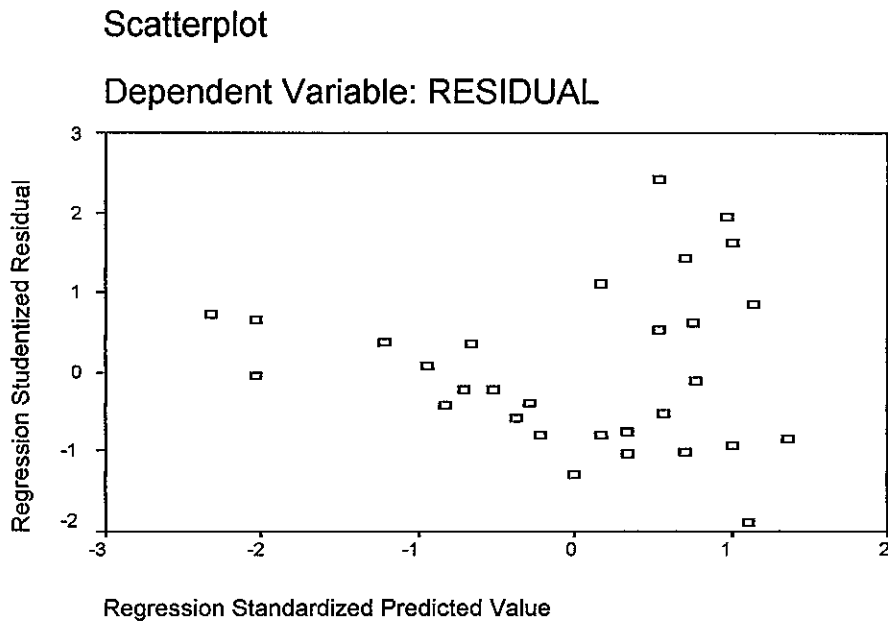
Variabel	t	Sig.
Konstanta	-0,596	0,557
Ln.DPR	0,937	0,358
Ln.Asset	-0,086	0,932
Ln.PER	-0,496	0,635
Ln.Laba	0,084	0,934
Ln.ROI	0,165	0,870

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam tabel 4.9 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.

Untuk menentukan heteroskedastisitas juga dapat menggunakan grafik scatterplot, titik-titik yang terbentuk harus menyebar secara acak, tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, bila kondisi ini terpenuhi maka tidak terjadi heteroskedastisitas dan model regresi layak digunakan. Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik scatterplot di tunjukan pada gambar 4.1 dibawah ini:

Gambar 4.1
Grafik Scatterplot



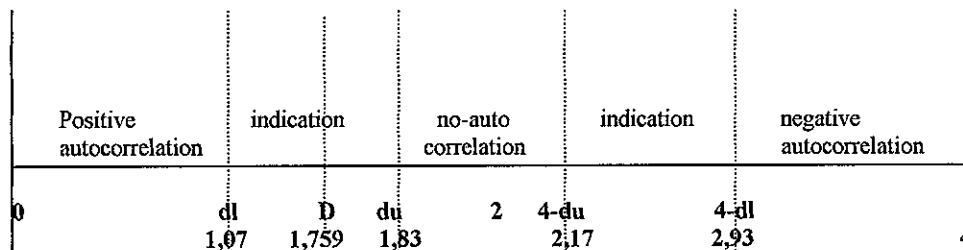
4. Hasil Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hal tersebut untuk menguji apakah model linier mempunyai korelasi antara *disturbance error* pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Hasil regresi dengan *level of significance* 0.05 ($\alpha = 0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 5$) dan banyaknya data ($n = 30$). Banyaknya data sebelum dilakukan LN sebanyak 52 perusahaan, tetapi setelah dilakukan transform-LN data yang dapat digunakan sejumlah 30 perusahaan.

Berdasarkan hasil hitung Durbin Watson sebesar 1,759; sedangkan dalam tabel DW untuk “ k ”=5 dan $N=30$ besarnya DW-

tabel: dl (batas luar) = 1,07; du (batas dalam) = 1,83; $4 - du = 2,17$; dan $4 - dl = 2,93$ maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.2 sebagai berikut:

Gambar 4.2
Hasil Uji Durbin Watson



Sesuai dengan gambar 4.2 tersebut menunjukkan bahwa Durbin Watson berada di daerah *indication* (ragu-ragu) sehingga perlu dilakukan *run-test* sebagai berikut:

- 1) n_1 (*number of positive*) = 17
- 2) n_2 (*number of negative*) = 13
- 3) k (*number of run*) = 13

$$\begin{aligned} \text{Mean } E(k) &= \frac{2 n_1 n_2}{n_1 + n_2} + 1 \\ &= \frac{2 * 17 * 13}{17 + 13} + 1 \\ &= 15,733 \end{aligned}$$

$$\text{Variance} = \delta_k^2 = \frac{2 * n_1 * n_2 (2n_1 n_2 - n_1 - n_2)}{(n_1 + n_2)^2 (n_1 + n_2 - 1)}$$

$$= \frac{2 * 17 * 13 (2 * 17 * 13 - 17 - 13)}{(17 + 13)^2 (17 + 13 - 1)}$$

$$= \frac{182104}{26100}$$

$$= 6,9772$$

$$\delta_k = \sqrt{6,9772}$$

$$= 2,6149$$

$$E(k) \pm 1,96 * \delta_k = 15,733 \pm 1,96 * 2,6149$$

$$= 15,733 \pm 5,1252$$

sehingga $10,6078 < k < 20,8582$

Karena “k” berada diantara 10,6078 dan 20,8582 (pada *level of significance* 0.05), maka dapat dikatakan bahwa data tersebut tidak terjadi autokorelasi (*no autocorrelation*).

4.3.2. Goodness of Fit

Berdasarkan lampiran 6 nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama lima variabel independen tersebut (LN-DPR, LN-Asset, LN-PER, LN-Laba dan LN-ROI) terhadap DER seperti ditunjukkan pada tabel 4.10. sebagai berikut :

Tabel 4.10
Hasil Perhitungan Regresi Berganda

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					Change	F Change	df1	df2	sig. F Change
1	,966 ^a	,933	,919	,23293	,933	67,183	5	24	,000

^a.Predictors: (Constant), LNROI, LNPER, LNPTMASS, LNDPR, LNLABADT

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 67,183 dan nilai signifikansi sebesar 0,0000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel LN.DPR, LN.Asset, LN.PER, LN.Laba dan LN.ROI secara bersama-sama terhadap variabel LN.DER.

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,919 atau 91,9% hal ini berarti 91,9% variasi LN.DER yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu LN.DPR, LN.Asset, LN.PER, LN.Laba dan LN.ROI sedangkan sisanya sebesar 8,1% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model.

Sementara itu secara parsial pengaruh dari kelima variabel independen tersebut terhadap DER ditunjukkan pada tabel 4.11 sebagai berikut:

Tabel 4.11
Hasil Perhitungan Regresi Parsial

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	4,763	,438		10,881	,000
	LN.DPR	-,107	,075	-,681	-8,943	,016
	LN.PTMASS	,029	,055	,329	5,536	,046
	LN.PER	1,049	,058	,971	18,095	,000
	LN.LABADT	-,007	,025	-,317	-5,271	,047
	LN.ROI	,010	,050	,302	5,204	,049

a. Dependent Variable: LNDER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari tabel 4.11 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{LN.DER} = 4,763 - 0,107 \text{ LN.DPR} + 0,029 \text{ LN.PTMASS} + 1,049 \text{ LN.PER} - 0,007 \text{ LN.LABADT} + 0,010 \text{ LN.ROI}$$

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

1. Variabel *Dividend Payout Ratio* (LN.DPR)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel LN.DPR sebesar (0,107). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel LN.DPR sebesar 1% maka akan turun variabel LN.DER sebesar 0,107% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Kondisi ini sesuai dengan teori yang ada dimana bila terjadi kenaikan DPR maka DER akan turun.

Dari perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-8,943) dan nilai signifikansi sebesar 0,016. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan ada pengaruh yang signifikan antara variabel LN.DPR dengan variabel LN.DER.

Hasil ini menolak penelitian dari Wahidahwati (2002), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* ditemukan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*.

2. Variabel Pertumbuhan Asset (LN.Asset)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel LN.Asset sebesar (0,029). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel LN.Asset sebesar 1% maka akan menaikkan variabel LN.DER sebesar 0,029% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (5,536) dan nilai signifikansi sebesar 0,046. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel LN.Asset terhadap variabel LN.DER.

Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menunjukkan hasil, Asset tidak signifikan mempengaruhi *debt to equity ratio*. Namun penelitian ini mendukung hasil penelitian dari Fitrijanti & Hartono (2002, hal. 59) yang menunjukkan bahwa asset (yang diukur dengan *market value asset to book value asset* –

MVABVA) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).

3. Variabel *Price Earning Ratio* (LN.PER).

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel LN.PER sebesar (1,049). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel LN.PER sebesar 1% maka akan menaikkan variabel LN.DER sebesar 1,049% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (18,095) dengan nilai signifikansi sebesar 0,0001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel LN.PER terhadap variabel LN.DER.

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*) dan menentang hasil penelitian yang dilakukan oleh Suranta & Mediastuty, 2003: hal. 65) yang menunjukkan bahwa struktur modal (diukur dengan *leverage*) tidak signifikan berhubungan dengan PER.

4. Variabel Laba Ditahan (LN.Laba).

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel LN.Laba sebesar (-0,007). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel LN.Laba sebesar 1% maka akan menurunkan variabel LN.DER sebesar 0,007% dengan anggapan variabel

bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-5,271) dengan nilai signifikansi sebesar 0,047. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel LN.Laba dengan variabel LN.DER.

Hasil penelitian diatas menunjukkan bahwa dengan meningkatnya laba ditahan, maka modal sendiri (ekuitas) di dalam perusahaan juga semakin besar. Apabila peningkatan laba ditahan relatif lebih besar daripada peningkatan hutang, maka *debt to equity ratio* semakin kecil.

5. Variabel ROI (LN.ROI).

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel LN.ROI sebesar (0,010). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel LN.ROI sebesar 1% maka akan menaikkan variabel LN.DER sebesar 0,010% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Meningkatnya ROI tersebut akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt to equity ratio* juga semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri).

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 5,204 dengan nilai signifikansi sebesar 0,049. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel LN.ROI dengan variabel LN.DER.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Sampel hasil analisis menunjukkan bahwa analisis rata-rata selama periode pengamatan (2000 – 2002) yang lebih panjang menunjukkan hasil yang lebih baik daripada analisis secara tahunan yang relatif lebih pendek. Dari enam hipotesis yang diajukan semuanya dapat diterima, artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependennya.

1. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara parsial variabel DPR berpengaruh signifikan negatif (-) terhadap variabel DER. Artinya semakin besar DPR tentu semakin kecil jumlah modal sendiri yang tertanam ke dalam perusahaan; sehingga *debt to equity ratio* (DER) akan semakin kecil (dengan asumsi tidak ada tambahan hutang baru selama periode yang sama) sehingga DPR berpengaruh negatif terhadap DER. Hasil penelitian ini kontradiktif dengan Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa DPR tidak signifikan terhadap DER.
2. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Pertumbuhan Asset berpengaruh signifikan positif (+) terhadap variabel DER. artinya peningkatan asset yang diikuti peningkatan hasil operasi semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan yang listed di BEJ periode 2000-2002. Dengan

meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri sehingga pertumbuhan asset berpengaruh positif terhadap DER. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Fitriyani dan Hartono (2002) yang menunjukkan asset berhubungan positif dengan DER dan kontradiktif dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002) yang mengatakan pertumbuhan asset tidak signifikan terhadap DER.

3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara parsial variabel PER berpengaruh signifikan positif (+) terhadap variabel DER. Artinya peningkatan PER yang dinilai oleh investor menunjukkan kinerja yang semakin baik, juga berdampak semakin menarik perhatian para calon kreditor. Semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar daripada modal sendiri akan meningkatkan *debt to equity ratio*. Hasil penelitian ini Penelitian ini mendukung Fitriyani dan Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa PER berhubungan positif dengan DER dan bertentangan dengan hasil penelitian Suranta dan Mediastuty (2003)
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Laba Ditahan berpengaruh signifikan negatif (-) terhadap variabel DER. Artinya dengan meningkatnya laba ditahan, maka modal sendiri (ekuitas) di dalam perusahaan juga semakin besar. Apabila peningkatan laba ditahan relatif lebih besar daripada peningkatan hutang,

maka *debt to equity ratio* semakin kecil. Sehingga semakin meningkat laba ditahan akan menurunkan DER.

5. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara parsial variabel ROI berpengaruh signifikan positif (+) terhadap variabel DER. Artinya peningkatan rasio ROI akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor) di BEJ, dan banyak kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sehingga *debt to equity ratio* juga semakin meningkat.
6. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel DPR, Pertumbuhan Asset, PER, Laba Ditahan dan ROI berpengaruh signifikan positif (+) terhadap variabel DER. Artinya jika kelima variable tersebut meningkat secara bersamaan maka akan meningkatkan struktur modal (DER).

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. Investor sebaiknya memperhatikan rasio-rasio yang dikeluarkan oleh perusahaan (DPR, Pertumbuhan Asset, PER, Laba Ditahan dan ROI) karena dengan adanya informasi tersebut maka dapat dimanfaatkan untuk mengambil keputusan yang tepat sehubungan dengan investasinya. 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.

2. Perusahaan sebelum melakukan kebijakan yang terkait dengan pendanaan perusahaan harus mengkaji terlebih dahulu rasio-rasio yang mempengaruhi besar kecilnya *Debt to Equity Ratio* (DER) sehingga dalam pelaksanaannya nanti akan saling menguntungkan antara pihak perusahaan dan investor, karena tidak semua investor hanya menginginkan keuntungan dari dividen saja tetapi juga dari kemampuan perusahaan tersebut dalam mengembalikan biaya hutangnya. Oleh karena itu bila investor pada saat itu tidak menginginkan dividen maka laba perusahaan yang diperoleh lebih baik untuk mengembalikan biaya modal guna memperkuat posisi perusahaan di pasar.

5.2. Implikasi Teoritis

Hasil Penelitian ini menunjukkan bahwa faktor fundamental perusahaan (terutama DPR, Pertumbuhan Asset, PER, Laba Ditahan dan ROI) digunakan oleh investor untuk memprediksi DER di Bursa Efek Jakarta pada periode 2000–2002. Sisi positif dari hasil penelitian ini adalah mempertegas hasil penelitian sebelumnya yang menyebutkan variabel DPR, Pertumbuhan Asset, PER, Laba Ditahan dan ROI ke dalam model regresi untuk memprediksi DER. Bahkan dari hasil pengujian menunjukkan bahwa PER sangat signifikan berpengaruh terhadap DER pada level kurang dari 1%.

Hasil penelitian ini ada yang mendukung dan membantah teori-teori sebelumnya yang merupakan hasil studi para pakar, dan telah disebarluaskan melalui berbagai jurnal maupun bentuk-bentuk pustaka lainnya. Adapun Peneliti-peneliti tersebut adalah sebagai berikut:

1. Wahidahwati (2002), Hasil penelitiannya tidak searah dengan hasil penelitian dari Wahidahwati (2002) yang mengatakan bahwa DPR dan asset tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil dalam penelitian ini menunjukkan DPR berpengaruh signifikan negatif dan asset berpengaruh signifikan positif terhadap DER.
2. Fitriyani dan Hartono (2002), Hasil penelitiannya searah dengan hasil penelitian dari Fitriyani dan Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa asset berhubungan positif dengan DER. Hal ini didasarkan pada alasan bahwa besarnya asset juga dibiayai dengan semakin besarnya hutang. Fitriyani dan Hartono (2002) juga menunjukkan bahwa PER berhubungan positif dengan DER Hal ini didasarkan pada alasan bahwa semakin tinggi PER harga saham direspon semakin meningkat oleh para investor sehingga para kreditor juga akan tertarik untuk menanamkan dananya kedalam perusahaan.
3. Suranta dan Mediastuty (2003), Hasil penelitian ini membantah hasil penelitian dari Suranta dan Mediastuty (2003) yang mengatakan bahwa PER tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Penelitian ini juga mengembangkan pengaruh laba ditahan dan ROI terhadap struktur modal dari penelitian sebelumnya (Husnan, 2001;

Wahidahwati, 2002; Fitriyani dan Hartono, 2002; dan Suranta dan Mediastuty, 2003) dengan alasan bahwa dengan meningkatnya laba ditahan menunjukkan kinerja perusahaan semakin meningkat sehingga meningkatkan daya tarik kreditor untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan. Sedangkan ROI juga berpengaruh terhadap struktur modal, karena meningkatnya ROI juga akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan.

Implikasi bagi penelitian selanjutnya adalah perlu dilakukan justifikasi metode penelitian terutama periode pengamatan dan jumlah sampel yang diteliti. Bagaimanapun hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor fundamental perusahaan tetap digunakan oleh investor untuk memprediksi DER perusahaan yang *listed* di BEJ.

5.3. Implikasi Manajerial

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

1. Manajer perusahaan yang *listed* di BEJ harus lebih memperhatikan *price earning ratio* (PER) dalam pengambilan keputusan pendanaan. Kemudian berurutan DPR, pertumbuhan asset, laba ditahan dan ROI. Hal tersebut didasarkan pada beta standar pada hasil regresi, dimana beta standar PER sebesar 0,971, DPR sebesar -0,681, Pertumbuhan Asset sebesar 0,329, laba ditahan sebesar -0,317 dan ROI sebesar 0,302.

Dengan adanya dominasi PER terhadap DER maka peningkatan PER yang dinilai oleh investor semakin menarik perhatian para calon kreditor. Semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar daripada modal sendiri akan meningkatkan *debt to equity ratio*

2. Penambahan modal kerja dapat dilakukan meskipun tidak dari laba ditahan. Penambahan laba ditahan dapat mempengaruhi komposisi modal perusahaan. Untuk menyeimbangkan kembali, perusahaan dapat menarik jangka panjang sebesar rasio hutang dengan modal sendiri seperti semula. Hutang tersebut dapat dipergunakan untuk menutup kekurangan modal kerja yang bersifat permanen. Kebutuhan penambahan modal kerja yang permanen dapat terjadi karena adanya investasi baru.
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.

5.4. Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun dengan sampel yang terbatas pula (30 sampel). Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi *return* saham hanya terbatas pada DPR, Pertumbuhan Asset, PER, Laba Ditahan, dan ROI.

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.

5.5. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 91,9% mengindikasikan bahwa kelima variabel independen (DPR, Pertumbuhan Asset, PER, Laba Ditahan dan ROI) mampu menjelaskan variabel DER dengan derajat kepastian sebesar 91,9%. Karena masih terdapat 8,1% dijelaskan oleh variabel lain maka disarankan untuk penelitian mendatang ditambahkan variabel lain yang diduga mempunyai pengaruh terhadap DER, yaitu dengan menghubungkan antara variabel makro ekonomi dan non ekonomi terhadap DER. 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.

Juga disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan mengingat investor dalam jangka yang relatif pendek tidak menggunakan faktor fundamental dalam memprediksi 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 akan memberikan hasil yang lebih baik jika faktor fundamental lainnya seperti aktivitas perusahaan dimasukkan dalam model. Demikian pula variabel makro ekonomi (seperti tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi ekonomi lainnya) serta variabel non ekonomi (seperti kondisi politik) mungkin signifikan berpengaruh terhadap DER di BEJ, mengingat sampai dengan saat penelitian berlangsung variabel-variabel makro ekonomi dan non-ekonomi tersebut masih menunjukkan kondisi yang belum stabil.

Juga disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan mengingat investor dalam jangka yang relatif pendek tidak menggunakan faktor fundamental dalam memprediksi DER.

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, **Symposium 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
- Singgih Santoso. (1999). **SPSS (Statistical Product and Service Solutions)**. Penerbit PT. Elex Media Komputindo-Kelompok Gramedia .Jakarta.
- Sofiati, “Pengaruh Timbal Bálík 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 Midiastuti, 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.