

STAIN TULUNGAGUNG Press

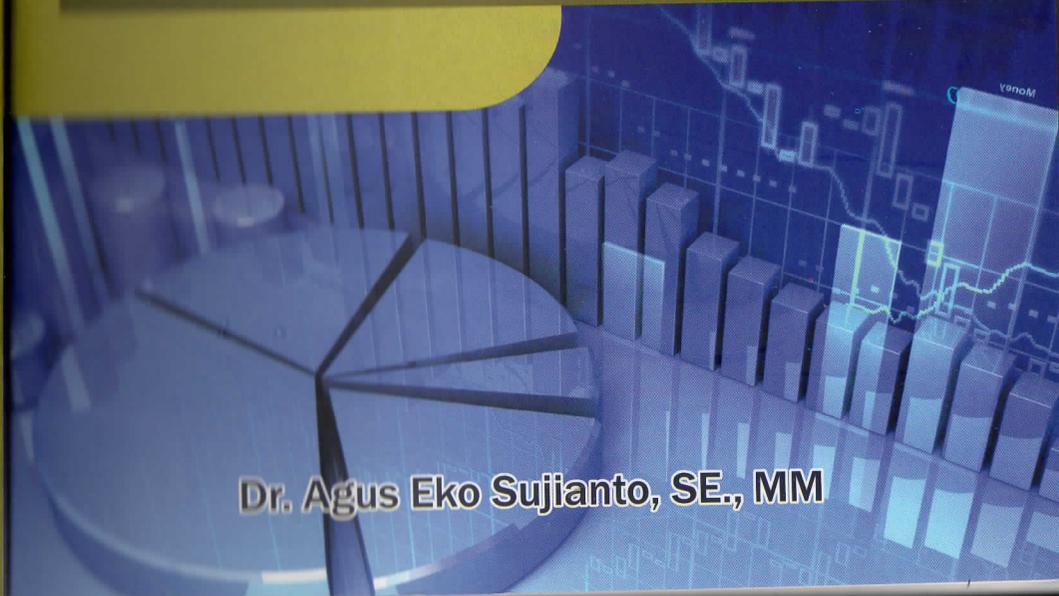
ISBN 978-602-7834-17-1



9 786027 834171



PEMBELAJARAN MENILAI STRUKTUR KEUANGAN PERUSAHAAN



Dr. Agus Eko Sujianto, SE., MM

**PEMBELAJARAN MENILAI
STRUKTUR KEUANGAN
PERUSAHAAN**

Oleh:

Dr. Agus Eko Sujianto, SE,MM

STAIN Tulungagung Press

**PEMBELAJARAN MENILAI STRUKTUR
KEUANGAN PERUSAHAAN**

Penulis:

Dr. Agus Eko Sujianto, SE.,MM

Cetakan, September 2013

Penerbit:

STAIN Tulungagung Press

Jl. Mayor Sujadi Timur 46 Tulungagung

Telp. (0355) 321513, Fax (0355) 311656,

E-mail: p3m@stain-tulungagung.ac.id

ISBN 978-602-7824-17-1

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, segala puji bagi Allah SWT yang senantiasa memberikan kemudahan dalam menyelesaikan segala urusan hingga penulis mampu menyelesaikan buku dengan judul "PEMBELAJARAN MENILAI STRUKTUR KEUANGAN PERUSAHAAN".

Penghargaan yang setinggi-tingginya penulis sampaikan kepada seluruh pimpinan Sekolah Tinggi Agama Islam Negeri (STAIN) Tulungagung, khususnya rekan-rekan di P3M STAIN Tulungagung dan teman sejawat di Jurusan Syariah STAIN Tulungagung. Tidak ketinggalan penghargaan untuk isteriku (dr. Dewi Retno Purnamawati) dan anak-anakku (Mirza Avicenna Asyifyan dan Ahmad Rafi Sharfandi) serta kedua orang tua penulis yang telah dengan sabar dan ikhlas memberi dukungan moril dalam setiap tahapan proses pembuatan buku ini.

Selamat membaca dan selamat belajar dalam menilai struktur keuangan perusahaan, mudah-mudahan buku ini bermanfaat dunia sampai dengan akhirat. Amin.

Tulungagung, Juni 2013
Dr. Agus Eko Sujianto, SE.,MM

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	v
DAFTAR ISI	vii
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang	1
B. Pokok Permasalahan	10
C. Ruang Lingkup Penelitian	12
D. Tujuan Penelitian	12
E. Manfaat Penelitian	13
F. Perbandingan dengan Penelitian Sebelumnya	13
BAB II KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS	17
A. Tinjauan Teoritis	17
B. Tinjauan Empiris	24
C. Hipotesis	30
BAB III METODE PENELITIAN	33
A. Data Penelitian	33
B. Sampel Penelitian	33

C. Teknik Pencarian Data	34
D. Identifikasi Variabel	35
E. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	35
F. Model Analisis	37
G. Teknik Pengujian Hipotesis	40
H. Koefisien Korelasi Partial (R-Partial).	41
I. Koefisien Determinasi (R^2).	42
BAB IV STRUKTUR KEUANGAN: STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG GO PUBLIK DI BURSA EFEK JAKARTA	43
A. Gambaran Umum Variabel Analisis	43
B. Analisis Statistik	51
BAB V STRUKTUR KEUANGAN: STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI JAKARTA ISLAMIC INDEX	63
Metode	68
Hasil	71
Pembahasan	74
BAB VI PENUTUP	79
DAFTAR PUSTAKA	83
INDEKS	89

BAB I

PENDAHULUAN

A. LATAR BELAKANG

Krisis mata uang telah menimbulkan dampak yang luas terhadap perekonomian Asia Tenggara. Gejolak moneter ini, menyebabkan penurunan nilai tukar rupiah terhadap dollar AS hingga lebih dari 50 persen pada awal semester kedua tahun 1997, yang membawa pengaruh pada kondisi ekonomi Indonesia. Timpangnya antara permintaan dan pasokan serta besarnya hutang swasta menjadi penyebab utama terjadinya krisis perekonomian.

Krisis nilai tukar, telah menyebabkan kesulitan luar biasa pada perekonomian nasional¹. Kesulitan besar ini sangat dirasakan oleh sektor produksi, diawali dengan berhentinya sektor konstruksi yang pada akhirnya merembet ke hampir seluruh kegiatan.

Akibat serius terjadi pada pertumbuhan produksi riil

¹ Ace Suhaedi M, Krisis Nilai Tukar, Kebijakan Likuiditas Ketat dan Dampaknya pada Perekonomian, *Makalah Seminar Nasional Krisis Rupiah dan Prospek Perekonomian Indonesia 1998*, (Malang: Universitas Muhamadiyah), 1997, hlm. 7.

sektor-sektor perekonomian yang menunjukkan penurunan dengan adanya krisis ekonomi. Sektor industri pengolahan misalnya, kinerja sektor ini merosot cukup tajam yang disebabkan tingginya prosentase kandungan impor sehingga kegiatan produksi menjadi mahal dalam kondisi lemahnya rupiah².

Banyak kegiatan industri manufaktur dan kegiatan-kegiatan ekonomi lainnya terpuruk, terutama sebagai akibat ekspansi usaha yang berlebihan (*over expansion*) yang sebagian besar pembiayaannya berasal dari hutang luar negeri. Serta masih besarnya ketergantungan sektor-sektor perekonomian pada komponen-komponen yang berasal dari luar Indonesia.

Krisis keuangan Asia ini telah memperlemah harga jual dan permintaan di seluruh dunia dan suatu pemulihan kembali mungkin memakan waktu 6 (enam) tahun. Bahkan pada beberapa perusahaan manufaktur utama (misalnya, industri kimia, dan turun-turunannya) sangat dipengaruhi oleh kondisi ini. Walaupun tampaknya produsen-produsen berlomba-lomba dalam penguasaan pasar utamanya³.

Persoalan di atas menunjukkan, bahwa sektor moneter tak pernah dan tak akan pernah lepas kaitannya dengan sektor riil. Karena, bagaimanapun keberadaan sektor

² Noor Yudanto dan M. Setyawan Santoso, Dampak Krisis Moneter terhadap Sektor Riil, *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, (Jakarta: Bank Indonesia. Vol.I. No. 2), 1998, hlm. 15.

³ Anonymous, Chem Industry Begins Retructuring in Wake of Biotech, *The Journal of Chemical Market Reporter (CHM)*. Nov. . 1998.

moneter dengan segala perangkat kebijakan dan berbagai lembaga keuangan yang menopangnya tidak dapat berdiri sendiri.

Di Indonesia sejumlah produsen manufaktur diketahui telah dan berencana menaikkan harga jual menyusul memburuknya nilai tukar rupiah beberapa bulan terakhir. Kebanyakan merk yang akan menaikkan harga adalah *built-up* di samping juga produk lokal. Produk-produk tersebut antara lain: makanan, dan obat-obatan⁴

Warner mengemukakan bahwa aktivitas ekonomi di Asia banyak yang terpukul badai dan berakibat pada mengeringnya sumber dana atau keuangan untuk proyek-proyek di Asia. Hal ini menyebabkan sektor industri berhenti berproduksi karena pada umumnya mereka menggunakan bahan baku impor⁵. Dampak selanjutnya manajer keuangan akan menghadapi masalah struktur keuangan, yaitu pos persediaan yang terkait dengan kewajiban yang timbul dari padanya⁶. Kewajiban-kewajiban yang terlihat pada neraca bagian pasiva ini secara signifikan telah terjadi perubahan-perubahan struktur keuangan khususnya pada unit usaha sektor riil. Perubahan tersebut meliputi tingkat nilai penjualan, beban biaya bunga, jumlah hu-

⁴ Bisnis Indonesia, *Manufaktur Mulai Naikkan Harga*, (Jakarta: Harian Bisnis Indonesia. Tahun XV No. 4938. Juli), 2000, hlm. 22.

⁵ Alison Warner, Project Activity Hit by Storms. *The Banker ournal*. February. 1998.

⁶ Budianto Tedjasuksmana, Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan pada Industri Kimia/Farmasi yang Go Publik di Bursa Efek Surabaya, *Jurnal Penelitian Ilmu-ilmu Sosial*, Vol. 1. No. 2. 1998, hlm. 21.

tang usaha jangka pendek kepada bank, tingkat keuntungan saham sebelum dikurangi pajak penghasilan, serta jumlah ekuitas⁷.

Adapun langkah-langkah penarikan hutang dengan beban bunga tinggi pada kenyataan akan menimbulkan beragam bentuk penyimpangan bila disertai dengan konsentrasi ekonomi yang tinggi pada berbagai sektor ekonomi. Dengan demikian yang ditawarkan oleh kebijakan adalah menggiring pengusaha kembali pada perilaku rasional yang menjunjung tinggi kaidah persaingan sehat.

Sektor manufaktur yang sehat dapat meredam gejala finansial. Sehingga perlu terus dikembangkan dalam meningkatkan daya saing di pasar internasional melalui peningkatan nilai ekspor (khususnya komoditas manufaktur) yang pada tahun 1998 mengalami penurunan yang disebabkan oleh penurunan ekonomi dan sosial di Indonesia.

Morrissey⁸ dalam studi empirisnya menyatakan, pakar-pakar perdagangan yakni bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur di AS pasti mengekspor produk AS dan memproduksinya di negara lain untuk melayani pasar luar negeri bila mereka ingin sukses dalam jangka panjang di pasar global.

Untuk mengembangkan usaha tersebut, perusahaan tentu memerlukan tambahan dana baik dari sumber inter-

⁷ Noor Yudianto dan M. Setyawan Santoso, *Dampak Krisis*, hlm. 22.

⁸ James A. Morrissey, *Experts Advise Varied Exports Approach. The Journal of Textile Word (TAIW)*. US. Aug. 1997.

nal perusahaan yang jumlahnya sangat terbatas maupun sumber eksternal perusahaan dengan modal asing atau melalui pasar modal. Dengan paket kebijakan 27 Oktober 1988 membuka peluang bagi perusahaan untuk menutupi kekurangan dananya melalui perbankan. Dimana sektor manufaktur pada tahun 1994-1995 merupakan sektor penerima kredit terbesar.

Selain pendanaan melalui perbankan, banyak perusahaan manufaktur yang menjual saham di pasar modal untuk mendapat dana jangka panjang. Terbukti pada tahun 1993-1995 jumlah perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta mengalami kenaikan sebesar 12,31% atau meningkat dari sekitar 130 perusahaan menjadi 146 perusahaan manufaktur⁹.

Peningkatan jumlah perusahaan ini selanjutnya berpengaruh terhadap keuangan perusahaan, dan keuangan merupakan salah satu unsur yang penting adalah kemampuan memenuhi kebutuhan dana, supaya kegiatan usaha perusahaan dapat berkembang¹⁰. Hal ini diatur untuk suatu persaingan dan mereka harus menciptakan sumber dana sendiri¹¹. Selanjutnya David dan Shan menyatakan bahwa struktur keuangan sangat berkaitan dengan per-

⁹ Bursa Efek Indonesia, *Indonesia Capital Market Directory*, (Jakarta:), 1996 & 1999).

¹⁰ Budianto Tedjasuksmana, *Analisis Variabel-variabel*, hlm. 11.

¹¹ Richard Helmut Rupp, "Hoechst Studies Venture Model for Research", *Chemical Week Journal*, Vol. 17 No. 3, (Oktober, 1996), hlm. 43. David LI D. dan Shan Li, "A Theory of Corporate Scope and Financial Structure", *The Journal of Finance*, Vol. 12, No. 4 (Juni, 1996), hlm. 26.

sahaan.

Pertumbuhan pasar modal di negara-negara sedang berkembang dapat menciptakan dukungan yang kuat dari pembuat kebijakan dan memperluas pilihan pembiayaan yang tersedia bagi perusahaan. Tetapi menurut Juoro, bahwa ekspansi usaha perusahaan bila mengandalkan kredit sebagai sumber pendanaan utama akan menimbulkan banyak korban, banyak perusahaan yang gulung tikar¹².

Dinyatakan oleh Bambang Riyanto¹³, bila perusahaan mengutamakan hutang saja, maka ketergantungan perusahaan pada pihak luar akan semakin besar resiko finansialnya pun makin besar. Sebaliknya kalau berdasarkan pada saham saja, biayanya akan sangat mahal karena biaya penggunaan dana yang berasal dari saham biasanya adalah yang paling mahal.

Aggarwal¹⁴ menyatakan bahwa perkembangan perekonomian di Jepang akhir-akhir ini selalu ditentukan oleh struktur keuangan dan perubahan yang akan datang di perekonomian Jepang. Sehingga perubahan perekonomian global berdampak pada perkembangan bisnis

¹² Umar Juoro, "Krisis Nilai Tukar, Kebijakan Likuiditas Ketat dan Dampaknya pada Perekonomian", *Makalah Seminar Nasional Krisis Rupiah dan Prospek Perekonomian Indonesia 1998*, (Malang: Universitas Muhammadiyah, 1997), hlm. 24.

¹³ Bambang Riyanto, *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, (Yogyakarta: BPF, 1995), hlm. 225.

¹⁴ Raj Aggarwal, "Emerging Characteristic of Japanese Finance: Responses to The Challenges of The Post-Bubble Era", *The Journal of Business Credit (CPM)*, Vol. 22, No. 4 (Nov./Dec, 1996), hlm. 22.

keuangan dan perusahaan tidak dapat seenaknya menentukan hutang karena sangat mempengaruhi daya saing dan tidak tahan terhadap perubahan sektor keuangan yang berjalan dengan cepat.

Kemampuan perusahaan-perusahaan manufaktur dalam bersaing baik di pasar domestik yang semakin terbuka maupun pasar global menjadi masa depan perekonomian Indonesia. Karena itu struktur keuangan perusahaan harus diperkuat¹⁵.

Berdasar pemikiran di atas, buku ini mengamati permasalahan struktur keuangan pada perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta yang diperluas dengan pembahasan mengenai struktur keuangan pada perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Indeks (JII)* yang go publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Struktur keuangan merupakan perbandingan antara hutang (modal asing) dengan ekuitas (modal sendiri). Keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana, baik yang berasal dari dalam (internal) maupun dari luar (eksternal) perusahaan, sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Modigliani dan Miller¹⁶ mengemukakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya hutang karena adanya efek dari *corporate tax rate shield*. Hal ini disebabkan karena dalam keadaan

¹⁵ Umar Juoro, "Krisis Nilai Tukar", hlm. 13.

¹⁶ F. Modigliani dan M.H. Miller, *The Cost of Capital. Corporation Finance and The Theory of Investment*, *American Economic Review*, Vol.48, No.13, pp.261-297.

pasar sempurna dan adanya pajak, pada umumnya bunga dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat digunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikurangkan pajak/ dengan kata lain bersifat *tax deductible*.

Dengan demikian, apabila ada 2 perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama tetapi yang satu menggunakan hutang dan membayar bunga sedangkan perusahaan yang lain tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Hal ini disebabkan 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 kena pajak) ini mengandung kritik dan keberatan dari para praktisi. Keberatan tersebut disebabkan oleh asumsi yang digunakan Modigliani dan Miller dalam analisis mereka, yaitu pasar modal adalah sempurna. Husnan¹⁷ menjelaskan, ketidaksempurnaan pasar modal menyebabkan pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan untuk menggunakan *leverage* yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan. Apabila pasar modal tidak sempurna, kemungkinan antara

¹⁷ Suad Husnan, *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*, (Jakarta: Erlangga, 1992).

lain munculnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan/ adanya informasi asimetris.

Karena perusahaan perlu mencapai keseimbangan yang optimal dalam menggunakan kedua sumber dana (yaitu modal asing baik jangka pendek maupun jangka panjang dan modal sendiri), maka diperlukan pembelajaran untuk menilai sumber-sumber keuangan perusahaan. Menurut UU RI No 20 tahun 2003, pembelajaran adalah proses interaksi peserta didik dengan pendidik dan sumber belajar pada suatu lingkungan belajar.

Peserta didik adalah anggota masyarakat yang berusaha mengembangkan potensi diri melalui proses pembelajaran yang tersedia pada jalur, jenjang, dan jenis pendidikan tertentu. Pendidik adalah tenaga kependidikan yang berkualifikasi sebagai guru, dosen, konselor, pamong belajar, widyaiswara, tutor, instruktur, fasilitator, dan sebutan lain yang sesuai dengan kekhususannya, serta berpartisipasi dalam menyelenggarakan pendidikan. Sedangkan sumber belajar yaitu berbagai atau semua sumber baik berupa data, orang dan wujud tertentu yang dapat digunakan siswa dalam belajar, baik secara terpisah maupun terkombinasi sehingga mempermudah siswa dalam mencapai tujuan belajar. Lingkungan belajar yang dimaksud adalah lingkungan alam maupun lingkungan sosial, sebab antara keduanya tidak dapat dipisahkan.

Implementasinya dalam buku ini, yang dimaksud dengan sumber belajar yaitu laporan keuangan perusahaan baik dalam bentuk neraca maupun laporan laba

rugi. Adapun lingkungan belajar berupa lingkungan sosial perusahaan, baik perusahaan manufaktur maupun perusahaan yang tergabung dalam JII yang go publik di BEJ.

Dengan mempertimbangkan variabel-variabel struktur aktiva, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, derajat "operating leverage", pertumbuhan permasalahan penjualan dan *return on asset* yang mempengaruhi struktur keuangan atau struktur pendanaan perusahaan diharapkan tercapai peningkatan keuntungan bagi perusahaan yang akhirnya ditujukan untuk dapat meningkatkan pendapatan pemiliknya melalui peningkatan nilai perusahaan.

B. POKOK PERMASALAHAN

Perusahaan akan selalu berusaha memperkuat organisasinya dalam meraih kesempatan-kesempatan yang baik untuk perkembangan di masa yang akan datang. Umar Juoro menyatakan, pada situasi krisis ekonomi kebutuhan dana semakin mahal harganya. Dan untuk menginginkan perkembangan ekonomi nasional yang berkesinambungan diperlukan transformasi ditingkat makro maupun mikro¹⁸.

Ditingkat mikro, perusahaan tidak dapat lagi mere-mehkan pentingnya struktur keuangan. Yaitu tidak dapat seenaknya menentukan rasio hutang dan modal sendiri karena sangat mempengaruhi daya saing dan tidak tahan

¹⁸ Umar Juoro, "Krisis Nilai Tukar", hlm, 20.

terhadap perubahan sektor keuangan yang berjalan dengan cepat.

Struktur keuangan sangat berkait dengan perusahaan¹⁹ dan pola pembelajaran yang akan diputuskan diharapkan mampu menentukan struktur keuangan yang terbaik²⁰. Dalam menganalisis struktur keuangan perusahaan, tentu tidak terlepas dari variabel-variabel yang mempengaruhinya. Meivinita menjelaskan, bahwa terdapat keterkaitan yang serta antara variabel struktur aktiva, *operating leverage*, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, stabilitas arus kas dan ROA dengan struktur keuangan²¹.

Dengan demikian maka permasalahan penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah variabel-variabel struktur keuangan, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, derajat "operating leverage", pertumbuhan penjualan dan *return on assets* mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap struktur keuangan perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta?
2. Dari variabel independen tersebut, variabel manakah yang dominan mempengaruhi struktur keuangan pe-

¹⁹ David LI D. dan Shan Li, "A Theory", hlm. 39.

²⁰ Budianto Tedjasuksmana, Analisis Variabel-variabel, hlm. 43.

²¹ Meivinita, Analisis Beberapa Variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Perusahaan Jasa Perhotelan yang Go Publik di Indonesia, (Malang: Universitas Brawijaya, 1999), hlm. 41.

rusahaan manufaktur yang go publik di bursa Efek Jakarta?

C. RUANG LINGKUP PENELITIAN

Masalah yang dikaji dalam penelitian ini dibatasi dalam ruang lingkup:

1. Penelitian ini mengambil obyek pada perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Bursa Jakarta.
2. Penelitian ini menggunakan data perusahaan manufaktur mulai tahun 1997 sampai dengan 1999.
3. Data yang digunakan adalah kata keuangan semesteran, terhitung mulai semester kedua tahun 1997 sampai dengan semester kedua tahun 1999.

D. TUJUAN PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui apakah variabel-variabel struktur aktiva, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, derajat "operating leverage", pertumbuhan penjualan dan *return on assets* mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap struktur keuangan perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta.
2. Untuk mengetahui variabel independen yang dominan mempengaruhi struktur keuangan perusahaan

manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta.

E. MANFAAT PENELITIAN

Penelitian ini diharapkan hasilnya dapat memberikan manfaat:

1. Bagi dunia praktik, digunakan oleh manajer dalam mempertimbangkan komponen-komponen yang mempengaruhi struktur keuangan perusahaan.
2. Bagi dunia akademik, untuk menambah bukti empiris yang berkaitan dengan manajemen keuangan khususnya yang berkaitan dengan analisis struktur keuangan perusahaan
3. Bagi peneliti selanjutnya, untuk dijadikan dasar referensi dalam melakukan studi di bidang manajemen keuangan utamanya yang berkaitan dengan analisis struktur keuangan.

F. PERBANDINGAN DENGAN PENELITIAN SEBELUMNYA

Penelitian ini merupakan perluasan dari Budianto Tedjasukmana²² perbedaan dengan penelitian sebelumnya, bahwa penelitian ini:

1. Dilakukan pada Bursa Efek Jakarta, penelitian sebelumnya di Bursa Efek Surabaya.
2. Obyek penelitian pada perusahaan-perusahaan man-

²² Budianto Tedjasuksmana, Analisis Variabel-variabel, hlm. 1-144.

ufaktur, penelitian sebelumnya pada perusahaan atau industri kimia/farmasi.

3. Variabel bebasnya ditambah dengan pertumbuhan penjualan dan *return on asset* yang pada penelitian sebelumnya tidak ada.
4. Jumlah datangnya 150 observasi, penelitian sebelumnya 72 observasi.
5. Dilakukan pada saat krisis ekonomi, penelitian sebelumnya sebelum kisis ekonomi.
6. Data keuangan yang digunakan adalah data per semester, penelitian sebelumnya data tahunan.
7. Periode penelitiannya dari tahun 1997 semester kedua sampai dengan tahun 1999 semester kedua, penelitian sebelumnya tahun 1991-1996.

Adapun keunggulan penelitian ini adalah:

1. Penelitian dilakukan pada saat krisis ekonomi dan menggunakan data keuangan per semester.
2. Diperlukan perluasan dan pembuktian apakah variabel-variabel bebas secara bersama-sama masih mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap struktur keuangan perusahaan manufaktur pada saat krisis ekonomi.
3. Diperlukan perluasan dan pembuktian apakah masih terdapat variabel yang dominan dalam mempengaruhi struktur keuangan perusahaan manufaktur pada saat krisis ekonomi.
4. Peneliti sebelumnya menulis pada kondisi krisis teta-

pi menggunakan data sebelum krisis ekonomi. Sehingga diperlukan perluasan, penyempurnaan dan pembuktian apakah kesimpulan dari peneliti sebelumnya masih layak dipertahankan dalam penelitian ini.

5. Buku ini juga menyajikan struktur perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index berbasis penelitian di 30 perusahaan.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. TINJAUAN TEORITIS

Kondisi keuangan terkait dengan pola pembelanjaan yang diharapkan mampu menentukan struktur keuangan yang terbaik. Sebab struktur keuangan mempelajari bagaimana perusahaan membiayai aktivitya dan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan modal pemegang saham¹.

Struktur keuangan adalah gabungan dari seluruh sumber-sumber keuangan yang nampak pada sisi kanan dari neraca perusahaan². Dan secara total umumnya struktur keuangan dipresentasikan oleh hutang jangka panjang, saham preferent, saham biasa dan hutang lancar perusahaan³.

¹J. Fred Weston dan Thomas E Copeland, *Manajemen Keuangan*, (Jakarta: Binarupa Aksara, 1997), hlm. 19.

²J William Petty, Arthur J Keown, David F Scott Jr dan John D Martin, *Basic Financial Management*. (New Jersey: Prentice-Hall International, 1993), hlm. 354.

³Handerson Jr, Glenn V., Gary L Trennepohl dan James E Wert,

Riyanto menyatakan bahwa struktur finansial mencerminkan pula perimbangan baik dalam artian absolute maupun relatif antara keseluruhan modal asing (baik jangka pendek maupun jangka panjang) dengan jumlah modal sendiri. Dalam hubungannya dengan struktur finansial dikenal dengan aturan struktur finansial yang konservatif baik vertikal maupun horizontal⁴.

Struktur finansial konservatif vertikal menjelaskan tentang batas imbalan yang harus dipertahankan perusahaan mengenai besarnya modal asing dengan modal sendiri. Aturan finansial ini menetapkan bahwa besarnya modal asing tidak boleh melebihi besarnya modal sendiri dengan perbandingan tidak boleh melebihi 1 : 1. Sebab perluasan basis modal sendiri akan memperbesar kemampuan perusahaan dalam menanggung resiko usaha yang dibelanjainya.

Struktur finansial konservatif horizontal menyatakan keseluruhan aktiva tetap dan persediaan besi harus sepenuhnya ditutup atau dibelanjai dengan modal sendiri. Besarnya modal sendiri tidak boleh kurang atau lebih kecil dari jumlah aktiva tetap plus persediaan besi. Apabila besarnya modal sendiri lebih kecil dari aktiva tetap plus persediaan besi berarti sebagian dari aktiva tersebut dibelanjai dengan modal asing.

Aktiva tetap dan persediaan besi adalah *assets* yang

An Introduction to Financial Management, (USA, 1984), hlm. 434.

⁴ Bambang Riyanto, *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan, (Yogyakarta: BPF, 1995), hlm. 22.*

akan tetap terikat dalam perusahaan untuk jangka waktu yang lama dan untuk membelanjai *assets* tersebut diperlukan modal yang akan tetap tertanam dalam perusahaan yaitu dalam modal sendiri.

Syamsudin⁵ menyatakan, dua hal yang dilakukan sehubungan dengan struktur keuangan perusahaan yaitu: penentuan alokasi yang terbaik antara hutang lancar dan modal jangka panjang serta penentuan jenis hutang lancar dan modal jangka panjang yang paling menguntungkan bagi perusahaan, jadi, struktur keuangan merupakan pencerminan dari cara perusahaan membiayai aktivitasnya.

Weston dan Brigham⁶ menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan juga menghadapi keputusan yang memerlukan pilihan antara hutang dan modal sendiri untuk pembelanjaan suatu kenaikan dalam investasi, maka jenis keputusan yang kedua ini selanjutnya akan dianalisis dengan memanfaatkan analisis yang lebih umum yang gambarannya tersedia dari keputusan struktur keuangan dalam bentuknya yang asli.

Penambahan hutang akan menaikkan resiko. Oleh karena itu dalam pemenuhan kebutuhan dananya manajer keuangan akan dihadapkan pada suatu siklus dalam pembelajarannya. Artinya, kadang-kadang lebih baik menggunakan dana yang bersumber dari hutang (jangka pendek/jangka panjang) ataupun lebih baik menggunakan

⁵ Lukman Syamsuddin, *Manajemen Keuangan Perusahaan, (Yogyakarta: PT. Raja Grafindo Persada, 1995), hlm. 9.*

⁶ J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, *Manajemen Keuangan, (Jakarta: Erlangga, 1985), hlm. 175.*

an dana yang bersumber dari modal sendiri.

Mishkin⁷ menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan di AS membiayai aktivitas dengan menggunakan dana dari luar perusahaan selama kurun waktu 1970-1985. Kategorinya adalah *loans*/pinjaman berkisar 61,9%, *bonds*/obligasi (termasuk surat-surat hutang seperti obligasi perusahaan dan *commercial paper*) berkisar 29,8%, *stock*/saham berkisar 2,1% dan *other*/yang lainnya (pinjaman dari pemerintah, pihak asing dan hutang dagang) berkisar 6,2% dari total pembiaaa eksternal perusahaan.

Petty, et.al⁸ menyatakan bahwa untuk membuat rancangan/design struktur keuangan yang hati-hati memerlukan jawaban dua pertanyaan sebagai berikut:

1. Komposisi kematangan apa yang seharusnya ad dipasar dari sumber-sumber dana perusahaan dengan kata lain, bagaimana perusahaan dengan kata lain, bagaimana perusahaan sebaiknya membagi keseluruhan sumber-sumber dana antara komponen-komponen jangka pendek dan jangka panjang?
2. Dalam proporsi relatif apa secara keseluruhan berbagai bentuk pembiayaan permanen seharusnya digunakan?

Meskipun sumber-sumber dana dari luar telah didapatkan, perusahaan harus tetap menjaga perbandin-

⁷ Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Market*, (New York: Hamer Collins Publishers Inc, 1992), hlm. 158.

⁸ J William Petty, Arthur J Keown, David F Scott Jr dan John D Martin, *Basic Financial*, hlm. 354.

gan antara modal asing dengan modal sendiri yang digunakan. Supaya struktur keugan yang ada tetap baik dan sehat, sebab akan mencerminkan bagaimana aktiva perusahaan dibelanjai. Jadi komposisi struktur keuangan perlu mendapat perhatian.

Penentuan struktur keuangan ini tidak terlepas dari biaya modal. Biaya hutang merupakan salah satu jenis biaya modal. Maka perusahaan yang menggunakan sumber dana hutang harus memenuhi kewajibannya secara legal dan didahulukan dari pemilik perusahaan. Logikanya, penggunaan hutang yang tinggi cenderung menurunkan nilai struktur keuangan perusahaan.

Struktur keuangan perusahaan akan membantu perusahaan dalam menentukan bagaimana sebaiknya pemenuhan kebutuhan dana yang harus dilakukan oleh perusahaan dalam mengembangkan usahanya. Weston dan Brigham⁹ menyatakan, *leverage* keuangan yang berarti mempergunakan hutang untuk memperbesar hasil (*return*) mempunyai risiko akan meningkatkan kerugian jika keadaan ekonomi perusahaan trsebut merosot. Sehingga variabel-variabel dan factor-aktor yang dapat mempengaruhi keputusan *leverage* keuangan/struktur keuangan harus diketahui perilakunya.

Menurut Weston dan Copeland¹⁰ serta Weston dan

⁹ J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, *Manajemen Keuangan*, hlm. 196-200.

¹⁰ J. Fred Weston dan Thomas E Copeland, *Manajemen Keuangan*. (Jakarta: Binarupa Aksara, 1997), hlm. 35.

Brigham¹¹, variabel-variabel yang mempengaruhi struktur keuangan adalah:

1. Tingkat pertumbuhan penjualan, Yaitu ukuran mengenai besarnya pendapatan persaham dari perusahaan yang diperbesar oleh *leverage*. Jika penjualan dan laba tumbuh maka pembelanjaan dengan hutang tertentu haruslah memperbesar hasil (*return*) pemilik saha. Fatah dan Alwi¹² menyatakan, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang lebih besar dari pada perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah.
2. Stabilitas arus kas/stabilitas penjualan. Dengan stabilitas yang besar dalam penjualan dan laba, akan mengambil beban tetap utang dengan risiko yang lebih sedikit daripada bila penjualan/labanya mengalami penurunan secara periodik.
3. Karakteristik industri. Karakteristik industri mempunyai pengaruh yang positif terhadap penggunaan hutang. Baik jangka pendek maupun jangka panjang yang tercermin dalam struktur keuangan.
4. Struktur aktiva. Perusahaan yang mempunyai aktiva dapat dijadikan jaminan hutang, cenderung menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif besar.
5. Sikap manajemen. Manajer yang cenderung konser-

¹¹ J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, *Manajemen Keuangan*, hlm. 198.

¹² Nur Fatah dan Syafaruddin Alwi, *Pembelanjaan Perusahaan: Teori, Soal Jawab dan Soal-soal*, (Yogyakarta: Andi Ofset, 1989), hlm. 117.

vatif umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif rendah dibandingkan rata-rata perusahaan dalam sektor usahanya. Fatah dan Alwi¹³ menyatakan, sikap manajemen yang optimis cenderung menggunakan proporsi hutang yang lebih banyak dibandingkan dengan sikap manajemen yang pesimis, yang lebih suka membelanjai kegiatannya dengan modal sendiri.

6. Sikap pemberi pinjaman. Dalam kasus-kasus, perusahaan membahas struktur keuangannya dengan para pemberi pinjaman memberikan perhatian yang besar terhadap nasehat-nasehat mereka.

Variabel-variabel lain yang mempengaruhi struktur keuangan¹⁴ adalah:

1. Klas Industri. Industri yang sama mempunyai pengalaman yang sama tentang risiko usaha dimasa mendatang yang dapat menentukan jumlah hutang yang disediakan pasar modal.
2. Ukuran perusahaan. Kenyataannya semakin besar perusahaan maka perusahaan cenderung menggunakan modal asing yang semakin besar.
3. Risiko bisnis. Semakin stabil pendapatan perusahaan semakin besar kemungkinan perusahaan memenuhi

¹³ Ibid, 118

¹⁴ Michael C. Ferry dan W. H. Jones, *Determinans of Financial Structure: A New Methodological Approach*, *The Journal of Finance*, Vol.: 34 No.: 3.

kewajiban tetapnya. Husnan¹⁵ menyatakan, perusahaan yang memiliki pendapatan stabil cenderung membelanjai kegiatannya dengan proporsi hutang yang lebih besar.

4. Tingkat *operating leverage*. Yaitu munculnya biaya tetap dalam operasi perusahaan yang dikaitkan dengan penggunaan aktiva tetap.

B. TINJAUAN EMPIRIS

Tedjasuksmana¹⁶ melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta terhadap industri kimia/farmasi yang go publik, dan menggunakan data laporan keuangan selama periode 1991 s/d 1996. Setelah dianalisis dengan analisis statistik dan laporan keuangan, hasilnya adalah struktur aktiva dan DOL mempunyai koefisien parameter yang positif, artinya perubahan dalam kedua variabel independen ini berpengaruh searah terhadap variabel dependen. Variabel intensitas aktiva, ukuran perusahaan dan biaya hutang koefisien parameternya negatif. Artinya perubahan dalam independen ini mempunyai pengaruh yang berlawanan struktur keuangan.

Meivinita¹⁷ dalam studi empirisnya yang bertujuan

¹⁵ Suad Human, *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*, (Jakarta: Erlangga, 1992), hlm. 323.

¹⁶ Budianto Tedjasuksmana, Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan pada Industri Kimia/Farmasi yang Go Publik di Bursa Efek Surabaya, *Jurnal Penelitian Ilmu-ilmu Sosial*, Vol. 1. No. 2. 1998, hlm. 21.

¹⁷ Meivinita, *Analisis Beberapa Variabel yang Mempengaruhi Struk-*

untuk mengetahui apakah variabel struktur aktiva, *operating leverage*, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, stabilitas arus kas dan ROA mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur keuangan, serta untuk mengetahui variabel yang dominan pengaruhnya terhadap struktur keuangan perusahaan.

Hasil analisis dari penelitian ini adalah: (1) ke-6 (enam) variabel bebas secara bersama-sama/simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur keuangan perusahaan, (2) dengan uji secara parsial ke-6 (enam) variabel bebas yang diteliti ternyata ada 2 (dua) variabel yang mempunyai pengaruh signifikan secara parsial terhadap struktur keuangan perusahaan dan variabel tersebut adalah ROA dan stabilitas arus kas, (3) berdasarkan nilai koefisien korelasi parsial, diantaranya variabel bebas yang berpengaruh paling dominan adalah ROA.

Zanariyah¹⁸ dalam studi empirisnya yang berjudul variabel-variabel yang mempengaruhi struktur keuangan serta pengaruh struktur keuangan terhadap *return on equity* pada perusahaan produk metal yang go publik di Bursa Efek Jakarta. Terdapat delapan dari sepuluh perusahaan yang memenuhi syarat untuk ditetapkan sebagai sampel. Penelitian ini menetapkan, bahwa variabel terikat

tur Keuangan Perusahaan Jasa Perhotelan yang Go Publik di Indonesia, (Malang: Program Pasca Sarjana. Universitas Brawijaya, 1999), hlm. 22.

¹⁸ M. Zanariyah, *Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan serta Pengaruh Struktur Keuangan terhadap ROE pada Perusahaan Produk Metal yang Go Public di BEJ*, (Malang: Program Pasca Sarjana. Universitas Brawijaya, 1998), hlm. 23-33.

adalah struktur keuangan dan *return on equity* serta variabel bebasnya adalah *cash flow to total liabilities*, variabilitas pendapatan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, *return on investment* dan beban pajak.

Dengan model analisis regresi berganda model berulang (*Recursive Models*) maka hasil analisisnya adalah: (1) secara parsial variabel *cash flow to total liabilities*, variabilitas pendapatan, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *return on investment* berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan dengan tingkat signifikansi 5%; (2) beban pajak berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan dengan tingkat signifikan 10% dan (3) secara simultan variabel-variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan pada level 5%.

Studi ini menyimpulkan bahwa perusahaan tidak memperhatikan kemampuan dari arus kas untuk menutupi beban bunga maupun angsuran pokoknya sehingga risiko finansialnya sangat tinggi. Pengalokasian dana hutang lebih banyak ditanamkan pada aktiva lancar sehingga kurang menguntungkan bagi perusahaan dan penggunaan *leverage* oleh perusahaan tidak mendapatkan keuntungan dari penghematan pajak akibat dari bunga yang dibayarkan sebab perusahaan mengalami kerugian.

Windhyastiti¹⁹ dalam studinya yang berjudul "Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur keuangan

¹⁹ L. Windhyastiti, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan dan Pengaruhnya terhadap Biaya Modal pada Industri Manufaktur (Industri Makanan dan Minuman) dan Industri Jasa (Lembaga)*, (Malang: Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, 1999), hlm. 10-19.

dan pengaruhnya terhadap biaya modal pada industri manufaktur (industri makanan dan minuman) dan industri jasa (lembaga pembiayaan)".

Hasil analisis penelitiannya: (1) hasil kelompok makanan dan minuman; a) struktur aktiva, ukuran perusahaan, *operating leverage*, pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap struktur keuangan, b) secara parsial, biaya struktur aktiva dan ukuran perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan dan c) struktur keuangan mempunyai pengaruh signifikan terhadap biaya modal; (2) hasil kelompok lembaga pembiayaan: a) struktur aktiva, ukuran perusahaan, *operating leverage*, pertumbuhan penjualan tidak mempunyai pengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap struktur aktiva, b) secara parsial, struktur aktiva, ukuran perusahaan, *operating leveraged* dan pertumbuhan penjualan tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur keuangan, c) struktur keuangan mempunyai pengaruh signifikan terhadap biaya modal.

Mohamad²⁰ melakukan suatu pendekatan yang digunakan untuk memeriksa faktor-faktor penentu dari struktur permodalan di Malaysia yang meliputi periode 1986-1990. Dalam studinya ditekankan pada perilaku struktur modal di pasar perusahaan dan klas industri memainkan suatu peranan yang signifikan dalam menentukan struktur

²⁰ Mohamad H. Mohamad, *Capital Struktur in Large Malaysian Companies*, *The Journal of Management International Review [MIR]*. Malaysia, 1995, hlm. 44.

modal perusahaan.

Suparna²¹ yang melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur keuangan dan pengaruh struktur keuangan terhadap biaya modal pada industri pengalengan ikan di daerah Bali. Penelitian tersebut mengambil sampel secara acak, yaitu sebanyak tiga perusahaan dari lima pengalengan ikan.

Hasil analisisnya menyatakan bahwa: (1) *operating leverage*, *size* perusahaan dan variabilitas pendapatn secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap perubahan struktur keuangan perusahaan; (2) hanya *operating leverage* dan *size* perusahaan yang mempunyai pengaruh bermakna sedangkan variabilitas pendapatan tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap struktur keuangan; (3) struktur keuangan mempunyai pengaruh yang positif terhadap biaya modal dan (4) industri pengalengan ikan di Bali melaksanakan struktur keuangan dengan peinjaman jangka pendek dan jangka panjang lebih besar dibanding modal sendiri.

Berdasarkan tinjauan teoritis dan penelitian yang dikemukakan oleh Tedjakusmana, Meivinita, Windhyastiti, Zanariyah, Mohamad dan Suparna, maka dalam penelitian ini hanya beberapa faktor saja yang akan dianalisis dengan tujuan apakah faktor-faktor tersebut dapat berlaku pada perusahaan maufaktur yang go publik di

²¹ G. Suparna, *Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan dan Pengaruh Struktur Keuangan terhadap Biaya Modal Industri Pengalengan Ikan di Daerah Bali*. (Surabaya: Pasca Sarjana Universitas Airlangga, 1992), hlm. 41.

Bursa Efek Jakarta. Faktor-faktor tersebut adalah:

1. Struktur aktiva. Menurut Weston dan Brigham²², perusahaan yang memiliki aktiva yang dapat diserahkan sebagaimana jaminan, cenderung menggunakan hutang dalam jumlah besar. Riyanto²³ menyatakan, struktur aktiva merupakan perimbangan baik dalam artian absolut maupun relatif antara aktiva lancar dengan aktiva tetap. Dan Syamsudin²⁴ menyatakan, struktur aktiva digunakan untuk menentukan beberapa besar jumlah alokasi untuk masing-masing komponen aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap.
2. Intensitas aktiva. Tedjakusksmana²⁵ menyatakan, intensitas aktiva digunakan untuk mengukur kemampuan *assets* dalam menghasilkan penjualan dan termasuk kelompok produktivitas.
3. Ukuran perusahaan. Menunjukkan besar kecilnya perusahaan, dimana penentu skala perusahaan ditentukan berdasarkan rata-rata total aktiva²⁶. Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan, dimana penentuan skala perusahaan ini dapat ditentukan berdasarkan total penjualan, total aktiva, rata-rata tingkat penjualan dan rata-rata total aktiva²⁷.

²² J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, *Manajemen Keuangan*, hlm. 200.

²³ Bambang Riyanto, *Dasar-dasar Pembelanjaan*, hlm. 22.

²⁴ Lukman Syamsuddin, *Manajetnen Keuangan*, hlm. 8.

²⁵ Budianto Tedjasuksmana, *Analisis Variabel-variabel*, hlm. 43.

²⁶ Meivinita, *Analisis Beberapa*, hlm. 43.

²⁷ Michael C. Ferry dan W. H. Jones, *Determinans of Financial*, Vol.:

4. Derajat *operating leverage*. Penggunaan *leverage* operasi terjadi setiap kali perusahaan harus menanggung biaya tetap yang timbul sebagai akibat digunakan aktiva perusahaan dalam menghasilkan produksinya, yang besarnya tidak dipengaruhi oleh volume produksi yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut²⁸. Weston dan Brigham²⁹ menyatakan, *leverage* operasi mempengaruhi laba sebelum bunga dan pajak (EBIT). Semakin tinggi *operating leverage*, semakin peka laba operasi terhadap perubahan penjualan dan semakin besar proporsi biaya tetap semakin besar *operating leveragenya*³⁰.
5. Pertumbuhan penjualan. Tingkat pertumbuhan penjualan masa depan merupakan sampai sejauh mana laba persaham dari suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh *operating leverage*³¹.

C. HIPOTESIS

Berdasarkan literatur/teori dan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis dalam penelitian ini yaitu:

34 No.: 3.

²⁸ Horne, James C. Van, *Financial Management and Policy*. (New Jersey: Prentice-Hall International Inc, 1995), hlm. 336.

²⁹ J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, *Manajemen Keuangan*, hlm. 192.

³⁰ Suad Human, *Manajemen Keuangan*, hlm. 615-616.

³¹ J. Fred Weston dan Thomas E Copeland, *Manajemen Keuangan*, hlm. 35; Achmad Firdiansyah, *Analisis Beberapa Variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan pada Industri Properti*, (Malang: Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, 1998), hlm. 23-25.

1. Variabel-variabel struktur aktiva, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, derajat "*operating leverage*", pertumbuhan penjualan dan *return on assets* mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap struktur keuangan perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta
2. Terdapat variabel yang dominan dalam mempengaruhi struktur keuangan perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. DATA PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta, yaitu data neraca dan laporan rugi laba. Data tersebut diperoleh dari Indonesia Capital Market Directory 1998 dan *homepage* Bursa Efek Jakarta. Pemilihan Bursa Efek Jakarta sebagai nara sumber utama didasarkan pada logika bahwa Bursa Efek Jakarta merupakan pasar saham terbesar dan paling representatif di Indonesia.

Periodisasi data penelitian mencakup data per semester dimulai semester kedua tahun 1997 sampai dengan kedua tahun 1999, dipandang cukup mewakili kondisi perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta pada kondisi krisis ekonomi.

B. SAMPEL PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan menu-

faktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta yang dipilih dengan metode *purposive sampling* dengan *type judgement sampling*. Yaitu metode pemilihan sampel yang tergolong dalam sampel non probabilitas yang pemilihannya dilakukan berdasarkan kriteria tertentu.

Kriteria pemilihan sampel adalah perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan pada Bursa Efek Jakarta secara terus menerus per semester dari tahun 1997 sampai dengan tahun 1999 semester kedua, serta perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam kelompok perusahaan manufaktur yang menghasilkan produk. Tujuannya agar didapatkan kesamaan dari karakteristik laporan keuangan. Sehingga perusahaan yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini hanya perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria pengambilan sampel tersebut dan ketersediaan data yang bisa diakses melalui *internet*. Jumlah sampel akhir yang memenuhi persyaratan untuk ditetapkan sebagai sampel penelitian sebanyak 30 perusahaan.

C. TEKNIK PENCARIAN DATA

Untuk mencari data menggunakan teknik dokumentasi dengan *type pooled data*¹. Dengan *type* ini untuk setiap tahunnya terdapat 30 observasi *cross sectional* dan setiap perusahaan mempunyai 5 observasi *time series*. Sehingga

¹ Damodar N. Gujarati, *Basic Econometric*, (New York: Mc Graw-Hill Inc., 1995), hlm. 24.

total observasinya adalah 150 *pooled observasi*.

D. IDENTIFIKASI VARIABEL

Variabel-variabel yang dikaji dalam penelitian:

1. Dependen variabel (variabel terikat), dalam penelitian ini adalah struktur keuangan dan dinyatakan dengan variabel Y.
2. Independen variabel (variabel bebas) adalah variabel-variabel yang diduga mempengaruhi variabel Y, yaitu: struktur aktiva (X_1), intensitas aktiva (X_2), ukuran perusahaan (X_3), derajat *operating leverage* (X_4), pertumbuhan penjualan (X_5), dan *return on assets* (X_6).

E. DEFINISI OPERASIONAL DAN PENGUKURAN VARIABEL

1. Struktur keuangan, mencerminkan baik dalam arti absolut maupu relatif antara keseluruhan modal asing, baik jangka panjang maupun jangka pendek dengan jumlah modal sendiri. Diukur dengan rumus

$$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

2. Struktur aktivitas, merupakan perbandingan antara aktiva lancar dengan aktiva tetap, dan diukur dengan rumus:

$$\frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Aktiva Tetap}}$$

3. Intensitas aktiva, digunakan untuk mengukur kemampuan *assets* dalam menghasilkan penjualan, dan diukur dengan rumus:

$$\frac{\text{Total Aktiva}}{\text{Penjualan Bersih}}$$

4. Ukuran perusahaan, dapat dilihat besarnya total aktiva. Beberapa penelitian menggunakan penjualan atau *assets* untuk mengukur besarnya perusahaan. Bila pertumbuhannya bernilai positif mencerminkan besarnya unuran perusahaan yang diukur dengan rumus:

$$\text{PTA} = \frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}}$$

dimana:

PTA : pertumbuhan total aktiva

TA_t : total *assets* pada tahun ke t

TA_{t-1} : total *assets* pada tahun t-1

5. *Derajat operating leverage*, besarnya ditentukan oleh hubungan antara *sales revenue* yang diperoleh perusahaan dengan laba sebelum bunga dan pajak. Diukur dengan rumus:

$$\frac{(\text{LSBP}_t - \text{LSBP}_{t-1}) / \text{LSBP}_{t-1}}{(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}}$$

dimana:

LSBP_t : laba sebelum bunga dan pajak tahun ke t

LSBP_{t-1} : laba sebelum harga dan pajak tahun $t-1$

P_t : penjualan tahun ke t

P_{t-1} : penjualan tahun ke t-1

6. Pertumbuhan penjualan, ditunjukkan oleh perubahan penjualan dari periode ke periode berakhirnya, dan

diukur dengan rumus: $\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$

dimana :

P_t : penjualan tahun ke t

P_{t-1} : penjualan ke t-1

7. *Return on assets*, menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang digunakan, dan diukur dengan rumus:

$$\frac{\text{Laba Setelah Pajak (EAT)}}{\text{Total Aktiva}}$$

F. MODEL ANALISIS

Data yang siap diolah, diuji dengan beberapa uji statistik dan ekonometrika adalah:

1. Analisis regresi linier berganda, dengan rumus:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \mu$$

Dimana :

Y = struktur keuangan

X_1 = struktur aktiva

X_2 = intensitas aktiva

X_3 = ukuran perusahaan

X_4 = derajat operating leverage

X_5 = pertumbuhan penjualan

X_6 = *return on assets*

$\beta_1 - \beta_6$ = koefisien regresi

μ = tingkat kesalahan

2. Uji normalitas data yaitu dengan analisis *Kolmogorov-Smirnov Normality Test*. Data dikatakan tidak normal apabila nilai p-value yang dihasilkan kecil. Atau jika taraf signifikan yang dihasilkan kecil, maka menolak hipotesis nol yang mengatakan sampel berasal dari populasi normal². Apabila datanya tidak normal atau modelnya tidak linier maka dapat diubah menjadi model linier dengan mentransformasikan variabel-variabelnya. Alat untuk mentransformasikan data digunakan *missing value*, yaitu *user-missing value* dan *system-missing value*.
3. Pengujian asumsi klasik, supaya estimator *Ordinary Least Square (OLS)* tidak bias dan mempunyai varians yang minimum, maka harus memenuhi asumsi-asumsi klasik berikut ini³:
 - a. Tidak terjadi multikolinieritas diantara variabel eksplanatori. Yaitu hubungan yang sempurna antara semua atau beberapa variabel eksplanatori dalam model regresi yang digunakan. Gujarati⁴ menyebutkan bahwa multikolinieritas dikatakan rendah bila terletak antara 1-10, moderat bila diantara 10-30 dan dikatakan serius bila diatas 30. Bila terjadi multikolinieritas ditanggulangi dengan menambah jumlah pengamatan atau meng-

² Agus Eko Sujianto, *Aplikasi Statistik dengan SPSS 16.0*, (Jakarta: Prestasi Pustaka, 2009), hlm. 44.

³ Damodar N. Gujarati, *Basic Econometric*, hlm. 313.

⁴ *Ibid*, hlm. 335.

ganti data salah satu variabel eksplanatori.

- b. Tidak terjadi heteroskedastisitas, yaitu komponen pengganggu (μ) mempunyai varians yang tidak sama atau homogeny. Untuk mendeteksi heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Park, langkahnya adalah : melakukan regresi OLS dengan tidak mengandung persoalan heteroskedastisitas. Residual yang diperoleh dari regresi tersebut di-regresi dengan masing-masing variabel independen. Selanjutnya melakukan uji t, jika t_{hitung} melebihi nilai t_{tabel} (df = N-7) berarti terdapat gejala heteroskedastisitas dan jika t_{hitung} lebih kecil t_{tabel} (df = N-7) berarti tidak terdapat gejala heteroskedastisitas.
- c. Tidak terjadi autokorelasi merupakan korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti dalam data *time series*) atau ruang (seperti pada data *cross sectional*). Sudrajad⁵ menyatakan bahwa perlu tidaknya pengujian autokorelasi didasarkan pada metode *run test*. Dasar penggunaan *run test* adalah menentukan deretan dari variabel pengganggu e_t dalam susunan/urutan tandanya bersifat random atau tidak. Jika susunannya random/acak berarti tidak terjadi autokorelasi.

⁵ M. Sudrajad, *Mengenal Ekonometrika Pemula*, (Bandung: Ar-mico, 1988), hlm. 62.

G. TEKNIK PENGUJIAN HIPOTESIS

1. Untuk menguji hipotesis pertama digunakan uji F (F-test), yaitu pengujian koefisien regresi secara simultan. Langkahnya adalah:

- a. Rumuskan hipotesis statistik :

$H_0: \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n = 0$, secara simultan tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari seluruh variabel bebas terhadap variabel terikat.

$H_a = \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n \neq 0$, secara simultan terdapat pengaruh yang signifikan dari seluruh variabel bebas terhadap variabel terikat.

- b. Menentukan nilai F_{hitung} dengan formula :

$$F_{hitung} = \frac{R^2(k-1)}{(1-R^2)(n-k)}$$

- c. Membandingkan nilai F_{hitung} dengan F_{tabel} dengan kriteria :

Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ berarti H_a diterima

Jika $F_{hitung} < F_{tabel}$ berarti H_0 diterima

Uji F disamping dengan membandingkan nilai F_{hitung} terhadap F_{tabel} bisa dengan membandingkan antara nilai Signitif F dengan α (misal 5%, pada $df = 95\%$). Dengan kriteria, apabila Signitif F lebih kecil dari 0.05 maka H_0 ditolak dan diterima H_a , sebaliknya jika Signitif F lebih besar dari 0.05 maka H_0 diterima dan ditolak H_a .

2. Hipotesis kedua dianalisis dengan uji t (t-test) yaitu pengujian koefisien regresi secara partial. Langkah-

ya adalah:

- a. Rumuskan hipotesis statistik :

$H_0: \beta_i = 0$, artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas (X_i) terhadap variabel terikat (Y).

$H_a: \beta_i \neq 0$ artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas (X_i) terhadap variabel terikat (Y).

- b. Menentukan nilai t_{hitung} dengan formula :

$$t_{hitung} = \frac{b_i}{Se(b_i)}$$

- c. Membandingkan nilai t_{hitung} dengan t_{tabel} dengan kriteria:

Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ berarti H_a diterima

Jika $t_{hitung} < t_{tabel}$ berarti H_a ditolak

Untuk uji t kriteria yang lain adalah membandingkan antara nilai Signif T dengan α (misal 5% pada $df = 95\%$). Dengan kriteria, apabila Signif T lebih kecil dari 0.05 maka H_0 ditolak dan diterima H_a , begitu sebaliknya.

H. KOEFISIEN KORELASI PARTIAL (R-PARTIAL).

Untuk mengukur keeratan hubungan individual (partial) antara variabel bebas dengan variabel terikat bisa dilihat dari nilai r-partial yang mempunyai range antara -1 hingga +1. Bila nilainya mendekati -/+ 1 berarti semakin erat hubungan positif atau negative an-

tara variabel independen dengan variabel dependen. Dan bila nilainya mendekati nol, maka hubungannya semakin lemah. Nilai r-partial yang paling besar menunjukkan bahwa variabel independen tersebut paling erat hubungannya dengan variabel dependen.

I. KOEFISIEN DETERMINASI (R^2).

Dimaksudkan untuk mengukur pengaruh secara simultan variabel independen terhadap variabel dependen. Nilai R^2 berada pada range antara 0 hingga 1. Bila mendekati 0 pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen kuat. Jika mendekati nilai 0 pengaruhnya lemah.

BAB IV

STRUKTUR KEUANGAN: STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG GO PUBLIK DI BURSA EFEK JAKARTA

A. GAMBARAN UMUM VARIABEL ANALISIS

1. Struktur Keuangan (Y)

Struktur keuangan diformulasikan dengan cara membandingkan antara total hutang dengan total aktiva, serta diukur dengan skala rasio. Perkembangan rata-rata struktur keuangan pada perusahaan manufaktur selama lima semester berturut-turut ditunjukkan dalam tabel berikut :

Tabel 4.1

Rata-rata Struktur Keuangan
Periode Th. 1997-1999

Th/Semester	Rata-rata
1997/II	0,6519
1998/I	6,4458
1998/II	0,6827
1999/I	0,6264
1999/II	0,6298
Keseluruhan	1,8073 atau 180,73%

Sumber: data sekunder, diolah

Dalam kurun waktu selama lima semester mulai semester ke-II 1997 sampai dengan semester II 1999 struktur keuangan perusahaan manufaktur sebesar 180,73% artinya perusahaan manufaktur dalam periode tersebut mengandalkan sebagian besar pendanaan aktivitasnya dari hutang. Selain itu pada tahun 1994-1995 kredit perbankan untuk sektor manufaktur menduduki ranking pertama. Tahun 1996-1997 peringkat kedua setelah sektor jasa, dan kembali sebagai penerima kredit terbesar pada tahun 1998, dengan nilai total sebesar Rp. 165,477 Miliar.

Struktur keuangan mencerminkan besarnya proporsi pendanaan melalui hutang terhadap *assets* secara keseluruhan. Sebagai contoh perusahaan-perusahaan diusa dalam kurun waktu sampai dengan tahun 1985 membiayai aktivitas-aktivitasnya menggunakan dana eksternal.

2. Struktur Aktiva (X_1)

Struktur aktiva diformulasikan dengan membandingkan antara aktiva lancar dengan tetap perusahaan dan diukur dengan skala rasio. Perkembangan rata-rata struktur aktiva pada perusahaan manufaktur selama lima semester berturut-turut ditunjukkan dalam tabel berikut :

Th/Semester	Rata-rata
1997/II	1,1801
1998/I	1,4597
1998/II	1,7000
1999/I	1,6110
1999/II	1,7414
Keseluruhan	1,5384 atau 153,84%

Tabel 4. 2
Rata-rata Struktur Aktiva
Periode Th. 1997-1999

Th/Semester	Rata-rata
1997/II	1,1801
1998/I	1,4597
1998/II	1,7000
1999/I	1,6110
1999/II	1,7414
Keseluruhan	1,5384 atau 153,84%

Sumber: data sekunder, diolah

Dari tabel tersebut terlihat bahwa rata-rata struktur aktiva perusahaan manufaktur selama lima semester sebesar 153,84%. Karena nilai rata-rata struktur aktiva besar, berarti semakin kecil aktiva tetap yang dapat dijadikan jaminan hutang oleh perusahaan. Semakin tinggi struktur aktiva suatu perusahaan, menunjukkan semakin rendah kemampuan perusahaan tersebut untuk dapat menjamin hutang jangka panjang yang dipinjamnya.

Sebaliknya pembiayaan aktivitas perusahaan cenderung menggunakan lebih banyak hutang jangka pendek. Sebab hutang jangka pendek umumnya bersifat terus menerus jadi permanen sifatnya.

3. Intensitas Aktiva (X_2)

Variabel ini diukur dengan skala rasio dan diformulasikan dengan membandingkan antara total aktiva dengan penjualan bersih perusahaan.

Tabel 4.3

Rata-rata Intensitas aktiva
Periode Th. 1997-1999

Th/Semester	Rata-rata
1997/II	2,2697
1998/I	4,5723
1998/II	1,6671
1999/I	3,3042
1999/II	3,3113
Keseluruhan	3,0249 atau 302,49%

Sumber: data sekunder, diolah

Nilai rata-rata intensitas aktiva sebesar 302,49%. Rasio ini memberikan informasinya yang menunjukkan indikasi tingkat hambatan masuk dalam industri (*barrier to entry*). Karena rata-rata intensitas aktiva besar, maka semakin besar pula hambatan untuk memasuki industri. Sebab calon pendatang baru akan melihat tingkat risiko yang tinggi dalam bisnis. Nilai rata-rata intensitas aktiva sebesar 302,49% ini memaksa perusahaan harus menggunakan lebih banyak *assetsnya* untuk menghasilkan penjualan. Sehingga hubungannya dengan struktur keuangan adalah positif. Sebab perusahaan akan mengandal-

kan hutang untuk meningkatkan jumlah *assetsnya* dalam menghasilkan penjualannya.

4. Ukuran Perusahaan (X_3)

Karakteristik ukuran perusahaan, semakin tinggi rasio variabel ini mencerminkan semakin tinggi peluang untuk melakukan lebih banyak alternatif strategi yang dapat dipilih perusahaan dalam meningkatkan profitnya. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan ditentukan oleh besarnya total aktiva. Perkembangan rata-rata ukuran perusahaan pada perusahaan manufaktur adalah:

Tabel 4.4

Rata-rata Ukuran perusahaan
Periode Th. 1997-1999

Th/Semester	Rata-rata
1997/II	0,2708
1998/I	4,8457
1998/II	0,7560
1999/I	0,0097
1999/II	0,0671
Keseluruhan	1,1899

Sumber: data sekunder, diolah

Nilai rata-rata ukuran perusahaan sebesar Rp. 1.189,9 juta. Semakin besar ukuran perusahaan semakin mudah bagi perusahaan untuk memasarkan perusahaan. Dan ukuran perusahaan akan mempengaruhi struktur keu-

angan, sebab semakin besar suatu perusahaan maka ada kecenderungan perusahaan akan menggunakan modal asing yang semakin besar. Dampaknya dapat meningkatkan risiko perusahaan dimata investor.

5. Derajat *Operating leverage* atau DOL (X_4)

DOL diformulasikan dengan membandingkan persentase perubahan EBIT dengan persentase perubahan penjualan serta diukur dengan skala rasio. Tabel berikut menunjukkan rata-rata *operating leverage* perusahaan.

Tabel 4.5
Rata-rata Derajat *Operating leverage*
Periode Th. 1997-1999

Th/Semester	Rata-rata
1997/II	-1,4302
1998/I	0,4725
1998/II	1,9116
1999/I	0,4282
1999/II	1,2371
Keseluruhan	0,5328 atau 52,38%

Sumber : data diolah

Rata-rata *operating leverage* (OL) perusahaan sebesar 52,38%. Semakin besar tingkat OL, semakin peka laba operasi terhadap perubahan penjualan. Tingkat hubungan antara OL suatu perusahaan dengan struktur keuangan

adalah searah. Artinya, semakin kecil OL suatu perusahaan maka akan semakin kecil struktur keuangannya. Nilai rata-rata OL 52,38% artinya kenaikan 1% dalam OL mengarah pada meningkatnya rata-rata struktur keuangan sebesar 52,38%, dan sebaliknya.

6. Pertumbuhan Penjualan (X_5)

Rata-rata pertumbuhan penjualan untuk perusahaan manufaktur pada periode tahun 1997-1999 untuk setiap semesternya adalah:

Tabel 4.6
Rata-rata pertumbuhan penjualan
Periode Th. 1997-1999

Th/Semester	Rata-rata
1997/II	1,4377
1998/I	-0,0883
1998/II	1,2575
1999/I	-0,4561
1999/II	1,0014
Keseluruhan	0,6304 atau 63,04%

Sumber: data sekunder, diolah

Besarnya pertumbuhan penjualan hakekatnya sangat dipengaruhi oleh besarnya penjualan dari setiap periode. Rata-rata pertumbuhan penjualan adalah 0,6304 menunjukkan bahwa besarnya rasio pertumbuhan penjualan

adalah 63,04% selama periode 1997-1999. Kondisi ini dipengaruhi kebijakan pemerintah, dengan mengembangkan dunia swasta nasional. Yaitu dengan mengembangkan ekspor (khususnya non migas) untuk meningkatkan daya saing di pasar internasional.

7. Return on assets (X_6)

Perkembangan rata-rata ROA pada perusahaan manufaktur untuk periode tahun 1997-1999 adalah :

Tabel 4.7
Rata-rata ROA
Periode Th. 1997-1999

Th/Semester	Rata-rata
1997/II	-0,0024
1998/I	-0,7979
1998/II	0,0177
1999/I	0,0417
1999/II	0,0478
Keseluruhan	-0,1457 atau 14,57%

Sumber: data sekunder, diolah

Nilai rata-rata ROA perusahaan manufaktur adalah -0,1457%. Artinya kenaikan ROA 1% mengarah pada penurunan struktur keuangan sebesar 14,57%. Jadi ada hubungan yang terbalik antara ROA dengan struktur keuangan. Perusahaan dengan tingkat pengembalian investinya tinggi, secara relatif menggunakan dana yang

cukup melalui laba yang ditahan. Ini berarti hubungan antara ROA dengan struktur keuangan adalah berlawanan.

B. ANALISIS STATISTIK

1. Analisis regresi

Asumsi utama dalam analisis regresi linier berganda adalah normalitas data, untuk mengetahui pengaruh dari variabel independen dan variabel dependen. Bila terjadi ketidaklinieran model umumnya dapat disederhanakan menjadi model regresi linier dengan jalan mentransformasikan perubahan-perubahan yang ada. Setelah dilakukan transformasi data dengan menggunakan *missing value* melalui *system missing value* maka hasilnya adalah:

Tabel 4.8

Hasil analisis regresi berganda (N=150, dengan *System-Missing Value*)

Variabel	Koef. Regresi	t Stat.	t-Sig.	r-partial	VIF
X_1	-0,032	-2,127	0,035	-0,302	1,553
X_2	0,00132	0,141	0,888	0,176	2,173
X_3	0,0333	0,845	0,399	0,094	1,504
X_4	0,000665	0,250	0,803	0,112	1,079
X_5	-0,013	0,0677	0,500	-0,043	1,159

Variabel	Koef. Regresi	t Stat.	t-Sig.	r-partial	VIF
X ₆	-1,127	-11,075	0,000	-0,706	1,102
Constanta	0,724	14,959	0,000		
Multiple R	0,727				
r. Square	0,528				
Adjusted R Square	0,508				
F Statistik	26,684				
F Sig	0,000				
Durbin Watson Statistik	0,829				

Sumber: data sekunder, diolah

Keterangan:

X₁ = Struktur aktiva

X₂ = Intensitas aktiva

X₃ = Ukuran perusahaan

X₄ = Derajat "operating leverage"

X₅ = Pertumbuhan penjualan

X₆ = Return on assets

Y = Struktur keuangan

Signifikan pada level $\alpha = 5\%$

Berdasarkan hasil analisis, persamaan regresi linier bergandanya adalah :

$$Y = 0.724 - 0.32 X_1 + 0.0013 X_2 + 0.0333 X_3 + 0.0007 X_4 - 0.013 X_5 - 1.127 X_6$$

2. Pengujian Asumsi Klasik

Supaya estimator OLS dari koefisien regresi tidak bisa, diperlukan pengujian asumsi klasik agar pengambilan keputusan mendekati keadaan yang sebenarnya. Uji yang dimaksud adalah multikolinieritas dilihat dari nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* dari masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat. Dan nilai VIF untuk masing-masing variabel bebas (1.553 ; 2.173 ; 1.504 ; 1079 ; 1.159 ; multikolinieritas).

Uji asumsi klasik yang kedua adalah heteroskedastisitas. Asumsi ini menggunakan uji Park, yaitu dengan cara meregres residual dengan masing-masing independen variabel selanjutnya melakukan uji t. Apabila t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Dari uji Park nilai t_{hitung} semua variabel independen (0.000; -0.000 ; 0.000 ; -0.000 ; -0.000 ; 0.000) lebih kecil dari $t_{tabel} = 1.960$ ($\alpha = 5\%$; $df = 143$). Maka disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas.

Asumsi klasik ketiga adalah autokorelasi. Metode Run- digunakan untuk menguji apakah residual berupa urut (order) atau acak (random). Jika data random berarti tidak terjadi autokorelasi. Dari hasil uji secara manual diketahui nilai : N_1 (jumlah tanda +) = 74, N_2 (jumlah tanda -) = 76 dan n (run/deretan) = 44. Karena N_1 dan N_2 lebih

besar dari 10 maka diperlukan pendekatan *normal-standard distribution*. Sehingga nilai $Z_{hitung} = 4.916$ lebih kecil dari $Z_{tabel} = 1.64$ ($\alpha = 5\%$). Jadi karena residualnya bersifat acak yang berarti tidak terjadi autokorelasi.

3. Pengujian Hipotesis

Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah diduga variabel-variabel struktur aktiva, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, derajat *operating leverage*, pertumbuhan penjualan dan *return on assets* mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap struktur keuangan perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta. Untuk menguji hipotesis ini digunakan uji F (F-Test) yaitu dengan membandingkan antara nilai F signifikan dengan nilai $\alpha = 5\%$.

Dari analisis diketahui nilai F signifikan = 0.000 lebih kecil dari $\alpha = 0.05 = 5\%$. Adanya secara bersama-sama dari koefisien variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur keuangan seluruh perusahaan yang menjadi obyek penelitian. Sehingga hipotesis pertama penelitian ini terbukti (diterima) dengan derajat keyakinan 95% ($\alpha = 5\%$).

Hipotesis kedua berbunyi adalah dari variabel-variabel independen tersebut diduga terdapat variabel yang dominan dalam mempengaruhi struktur keuangan perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta. Pengujian terhadap hipotesis ini menggunakan uji t. yaitu dengan membandingkan antara nilai t signifikan dengan

nilai $\alpha = 5\%$

Dari hasil analisis, secara partial hanya variabel struktur aktiva (X_1) dan *return on assets* (X_6) yang mempunyai pengaruh bermakna terhadap struktur keuangan. Diketahui bahwa nilai t signifikan untuk struktur aktiva (X_1) = 0.035 lebih kecil dari nilai $\alpha = 0.05$. dan t signifikan untuk *return on assets* (X_6) = 0.000 yang lebih kecil dari nilai $\alpha = 0.05$. maka dengan taraf keyakinan 95% bisa dikatakan hipotesis kedua ini diterima (teruji).

4. Interpretasi Koefisiensi Korelasi Partial

Untuk mengetahui hubungan pengaruh yang murni dari masing-masing variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y) ditunjukkan oleh harga koefisien korelasi partial sebagai berikut:

- Hubungan antara struktur aktiva (X_1) dengan keuangan (Y) dimana variabel independen yang lain konstan adalah kuat dan meyakinkan (sebab nilai t signinya $< \alpha = 0.05$) yaitu sebesar 0.032 atau 30.2%. tanda negatif (-) menunjukkan hubungan berlawanan antara struktur aktiva dengan struktur keuangan.
- Hubungan antara intensitas aktiva (X_2) dengan struktur keuangan (Y) dimana variabel independen yang lain konstan adalah lemah/rendah dan kurang meyakinkan (sebab nilai t signinya $> \alpha = 0.05$) yaitu sebesar 0.176 atau 17.6%. tanda positif (+) menunjukkan

- hubungan yang searah antara intensitas aktiva dengan struktur keuangan.
- c. Hubungan antara ukuran perusahaan (X_3) dengan struktur keuangan (Y) dimana variabel independen yang lain konstan adalah sangat lemah dan kurang meyakinkan (sebab nilai t sig-nya $> \alpha = 0.05$) yaitu sebesar 0.094 atau 9.4% dengan struktur keuangan.
 - d. Hubungan antara derajat "Operating leverage" (X_4) dengan struktur keuangan (Y) dimana variabel independen yang lain konstan adalah renda/lemah dan kurang meyakinkan (sebab nilai t sig-nya $> \alpha = 0.05$) yaitu sebesar 0.112 atau 11.2%. tanda positif (+) menunjukkan hubungan searah antara derajat "OL" dengan struktur keuangan.
 - e. Hubungan antara pertumbuhan penjualan (X_5) dengan struktur keuangan (Y) dimana variabel independen yang lain konstan adalah sangat lemah dan kurang meyakinkan (sebab nilai t -signya $> \alpha = 0.05$) yaitu sebesar 0.043 atau 4.3%. Tanda negatif (-) menunjukkan hubungan yang berlawanan antara pertumbuhan penjualan dengan struktur keuangan.
 - f. Hubungan antara *return on assets* (X_6) dengan struktur keuangan (Y) dimana variabel independen yang lain konstan adalah kuat dan meyakinkan (sebab nilai t sig-nya $< \alpha = 0.05$) yaitu sebesar 0.706%. Tanda negatif (-) ini menunjukkan hubungan berlawanan antara *return on assets* struktur keuangan.

Hasil uji r -partial ini bisa digunakan mendukung pengujian hipotesis kedua.

5. Interpretasi Koefisien Determinasi (R-Square)

Untuk mengukur pengaruh variabel bebas terdapat variabel terikat diperlukan koefisiensi determinasi (R-square). Dari hasil regresi berganda dapat dijelaskan R-Squarenya sebagai berikut:

Diketahui nilai R-Square sebesar 0.528 atau 52.8 atau 52.8%. artinya secara keseluruhan variabel bebas hanya dapat menjelaskan perubahan struktur keuangan sebesar 52.8% sedangkan sisanya sebanyak 47.2% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak terliput dalam persamaan ini. Ditunjukkan oleh R-Square sebesar 52.8%, berarti perubahan dari struktur keuangan mampu menjelaskan oleh variabel independen yang dipilih melalui penelitian ini dengan uji regresi yang dilakukan terhadap seluruh sampel tanpa dikelompokkan industrinya. Hasil uji R-Square ini bisa digunakan untuk mendukung pengujian hipotesis pertama.

6. Interpretasi dan Implikasi Hasil Penelitian

Variabel *struktur aktiva* berpengaruh signifikan secara simultan maupun partial terhadap struktur keuangan. Diketahui bahwa koefisien parameter struktur aktiva adalah -0.032 dan partial sebesar -0.302. hasil ini menunjukkan bahwa perubahan 1 unit struktur aktiva menye-

babkan perubahan struktur keuangan -0.032 sedangkan r -partial sebesar -0.302 menunjukkan bahwa korelasi variabel struktur aktiva terhadap struktur keuangan sangat kuat. Walaupun nilainya lebih mendekati 0 daripada 1, tetapi nilai t signifikannya $< \alpha$ (5%). Hasil signifikan dan negatif (-) ini menunjukkan bahwa studi ini konsisten dengan hasil penelitian dari Zanariyah¹, bahwa terdapat hubungan yang berlawanan antara struktur aktiva dengan struktur keuangan perusahaan. Semakin kecil struktur aktiva yang dimiliki perusahaan, semakin besar aktiva tetap yang dijadikan jaminan hutang oleh perusahaan tersebut.

Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Windhyastiti² yang menunjukkan hubungan searah (+) antara struktur aktiva dengan struktur keuangan. Perbedaan ini disebabkan oleh sampel yang berbeda. Sebab penelitian tersebut hanya menitikberatkan pada industri makanan dan minuman serta periode penelitiannya sebelum tahun 1997, yang berarti sebelum krisis ekonomi. Tedjasuksmana³ menyatakan hubungan yang searah (+)

¹ M. Zanariyah, *Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan serta Pengaruh Struktur Keuangan terhadap ROE pada Perusahaan Produk Metal yang Go Public di BEJ*, (Malang: Program Pasca Sarjana. Universitas Brawijaya, 1998), hlm. 23-33.

² L. Windhyastiti, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan dan Pengaruhnya terhadap Biaya Modal pada Industri Manufaktur (Industri Makanan dan Minuman) dan Industri Jasa (Lembaga)*, (Malang: Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, 1999), hlm. 34-35.

³ Budianto Tedjasuksmana, *Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan pada Industri Kimia/Farmasi yang Go Publik di Bursa Efek Surabaya*, *Jurnal Penelitian Ilmu-ilmu Sosial*, Vol. 1. No. 2. 1998, hlm. 24.

antara struktur aktiva dengan struktur keuangan. Disamping karena periode penelitiannya sebelum krisis ekonomi penelitian tersebut hanya dilakukan pada industri kimia dan farmasi.

Intensitas aktiva, mempunyai koefisien parameter 0.00132 dan r partialnya 0.176 yang berarti kenaikan 1 unit intensitas aktiva akan menaikkan 0.00132 unit struktur keuangan. Tetapi secara individual hubungan antara variabel ini dengan struktur keuangan kurang meyakinkan. Sebenarnya untuk mencapai penjualan komponen-komponen dalam struktur keuangan. Lemahnya hubungan antara intensitas aktiva dengan struktur keuangan juga disebabkan oleh semakin berkurangnya *assets* perusahaan yang menghasilkan penjualan. Kenyataan ini memaksa perusahaan untuk berhubungan dengan pihak eksternal dalam mendapatkan hutang, yang tentunya digunakan untuk menambah jumlah *assets* perusahaan dalam rangka meningkatkan hasil penjualan.

Tedjasuksmana⁴ menunjukkan hasil yang berbeda dalam penelitiannya, yaitu adanya hubungan yang berlawanan antara intensitas aktiva dengan struktur keuangan. Perbedaan ini disebabkan oleh investor yang cenderung mempertimbangkan risiko dalam melakukan investasi, khususnya pada industri kimia dan farmasi yang umumnya menggunakan bahan baku

⁴ Ibid

import.

Ukuran perusahaan, mempunyai hasil uji yang menunjukkan pengaruh signifikan (positif) terhadap struktur keuangan. Yang ditunjukkan oleh koefisien parameter 0.0333 dan r-partial 0.094. Bila dijumpai hasil analisis secara bersamaan (simultan) sama, tetapi secara partial berbeda, bisa disebabkan oleh perbedaan pada periode penelitian dan obyek penelitian. Hubungan variabel bebas ini dengan struktur keuangan positif. Artinya semakin kecil ukuran perusahaan semakin sulit bagi perusahaan untuk memasarkan perusahaan. Sehingga penggunaan terhadap modal asing pun juga mengalami penurunan.

Hasil penelitian ini mendukung Ferry dan Jones⁵ yang mengemukakan bahwa semakin besar perusahaan, maka perusahaan cenderung menggunakan modal asing yang besar. Tedjasuksmana⁶ menunjukkan hasil yang berbeda, yang menyatakan semakin besar perusahaan semakin cenderung mengurangi jumlah hutangnya. Sampel dan periode penelitian merupakan penentu perbedaan hasil penelitian, sebab penelitian ini dilakukan pada saat krisis ekonomi.

Hasil analisis statistik dari derajat *operating leverage (DOL)*, terhadap struktur keuangan menunjukkan pengaruh individual yang rendah, yaitu sebesar 11.2%

⁵ Michael C. Ferry dan W. H. Jones, *Determinans of Financial*, Vol.: 34 No.: 3.

⁶ Budianto Tedjasuksmana, *Analisis Variabel-variabel*, hlm. 24.

tetapi secara bersama-sama mempengaruhi struktur keuangan. Tingkat hubungan DOL dengan struktur keuangan perusahaan. Semakin kecil DOL perusahaan, semakin kecil struktur keuangannya.

Tedjasuksmana⁷ dan Windhyastiti⁸ mendukung hasil penelitian ini. Yaitu sumbangan penjualan terhadap profit diimbangi dengan peningkatan struktur keuangan. Tetapi pengaruh individual yang rendah menunjukkan bahwa manajemen perlu memperhatikan pertumbuhan profit dalam jangka panjang, sebab tingkat keuntungan yang rendah mempengaruhi penilaian kreditur dan investor terhadap perusahaan.

Pertumbuhan penjualan, yang mempunyai koefisien regresi -0.013 ini berhubungan signifikan secara bersama-sama terhadap struktur keuangan. Tetapi secara partial mempunyai hubungan yang sangat lemah terhadap struktur keuangan. Windhyastiti⁹ menunjukkan hasil yang berbeda dalam studinya. Yaitu adanya hubungan yang searah antara pertumbuhan penjualan dengan struktur keuangan. Demikian halnya Fatah dan Alwi¹⁰ yang menyatakan bagi perusahaan dengan pertumbuhan penjualan dan laba yang tinggi kecenderungan penggunaan hutang adalah lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertum-

⁷ Ibid

⁸ L. Windhyastiti, *Analisis Faktor-Faktor*, hlm. 34-35.

⁹ Ibid

¹⁰ Nur Fatah dan Syafaruddin Alwi, *Pembelajaran Perusahaan: Teori, Soal Jawab dan Soal-soal*, (Yogyakarta: Andi Offset, 1989), hlm. 117.

buhan penjualannya rendah.

Perbedaan ini disebabkan oleh sampel yang digunakan sebanyak 30 perusahaan, dan periode penelitiannya semester II tahun 1997 sampai dengan semester II tahun 1999. Serta penelitian ini tidak memperhatikan satu industri tertentu, tetapi seluruh industri manufaktur yang memenuhi kriteria tertentu.

ROA berpengaruh signifikan baik secara simultan maupun partial terhadap struktur keuangan, yang ditunjukkan oleh koefisien regresi -1.127. Perusahaan yang tingkat pengembalian investasinya tinggi secara relatif menggunakan hutang yang lebih kecil, karena perusahaan mampu menggunakan persediaan dana yang cukup melalui laba yang ditahan¹¹.

¹¹ E.F. Brigham dan Louis C. Gapenski, *Intermediate Financial Management*, (Jakarta: Erlangga, 1996), hlm. 421.

BAB V

STRUKTUR KEUANGAN: STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI JAKARTA *ISLAMIC INDEX*

Era globalisasi ekonomi telah mendorong persaingan yang makin ketat dan lingkungan yang makin kompleks, manajer keuangan tidak saja dituntut untuk bereaksi secara cepat, tetapi lebih dari itu. Manajer keuangan dituntut untuk lebih kreatif dalam menciptakan instrumen keuangan dan inovatif dalam bidang investasi dan pendanaan.

Lahirnya *Jakarta Islamic Index (JII)* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) merupakan "benchmark" bagi saham-saham yang memenuhi syari'ah Islam. Indeks ini diperlukan dalam upaya untuk memenuhi prinsip *suitability* bagi investor tertentu dan juga untuk mengukur kinerja suatu Reksa Dana yang berbasis syari'ah Islam yang merupakan produk yang baru dikembangkan di pasar modal Indonesia. Diharapkan dengan adanya indeks ini, industri Reksa Dana dapat berkembang dengan pesat¹.

Sementara itu, salah satu keputusan penting yang

¹ Anonymous, *Laporan Kegiatan Pasar Modal Indonesia*, 2000.

harus diambil oleh seorang manajer keuangan adalah bagaimana perusahaan dapat memperoleh dana untuk memenuhi kebutuhan investasinya yang nantinya akan tercermin di dalam aset perusahaan? Apakah diperoleh dari utang jangka pendek, utang jangka panjang atau dari ekuitas? Hal tersebut berkaitan dengan struktur keuangan.

Struktur keuangan menurut Weston dan Copeland² mempelajari bagaimana perusahaan membiayai aktivasinya dan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan neraca yang terdiri dari utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan modal pemegang saham Menurut Petty, *et al*³, struktur keuangan adalah gabungan dari seluruh sumber-sumber keuangan yang nampak pada sisi kanan dari neraca perusahaan.

Syamsuddin⁴ menyatakan, dua hal yang dilakukan sehubungan dengan struktur keuangan pemisahaan yaitu: penentuan alokasi yang terbaik antara utang lancar dan modal jangka panjang serta penentuan jenis utang lancar dan modal jangka panjang yang paling menguntungkan bagi perusahaan. Jadi, struktur keuangan merupakan pencerminan dari cara perusahaan membiayai aktrvanya.

² J. Fred Weston dan Thomas E Copeland, *Manajemen Keuangan*. (Jakarta: Binarupa Aksara, 1997), hlm. 19.

³ J William Petty, Arthur J Keown, David F Scott Jr dan John D Martin, *Basic Financial Management*. (New Jersey: Prentice-Hall International, 1993), hlm. 354.

⁴ L. Syamsuddin, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, (Yogyakarta: PT Raja Grafindo Persada, 1995), hlm. 9.

Banyak variabel yang mempengaruhi struktur keuangan. Menurut Halim⁵ variabel-variabel tersebut antara lain: (1) tingkat pertumbuhan penjualan, (2) stabilitas penjualan, (3) struktur aktiva, (4) sikap manajemen, (5) sikap pemberi pinjaman, (6) kebijakan dividen, (7) pengendalian, (8) perbedaan kegiatan perusahaan, (9) kelas industri; (10) ukuran perusahaan. Menurut Weston dan Copeland⁶ serta Weston dan Brigham⁷, variabel variabel yang mempengaruhi struktur keuangan adalah: (1) tingkat pertumbuhan penjualan, (2) stabilitas arus kas/ stabilitas penjualan, (3) karakteristik industri, (4) struktur aktiva, (5) sikap manajemen, (6) sikap pemberi pinjaman. Variabel-variabel lain yang mempengaruhi struktur keuangan yaitu: klas industri, ukuran perusahaan, risiko bisnis dan tingkat *operating leverage*.

Juoro⁸ menjelaskan, pembahasan mengenai struktur keuangan ini mengemuka mengingat lemahnya struktur keuangan perusahaan di Indonesia sangat nyata ditunjukkan oleh minimnya ekuitas dan lemahnya aliran dana (*cashflow*) yang menyebabkan perbankan cenderung menaikkan premi risiko pada saat mengalirkan kredit. Den-

⁵ Abdul Halim, *Manajemen Keuangan Bisnis*, (Bogor: Ghalia Indonesia, 2007), hlm. 92-93.

⁶ J. Fred Weston dan Thomas E Copeland, *Manajemen Keuangan*, hlm. 35.

⁷ J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, *Manajemen Keuangan*, (Jakarta: Erlangga, 1985), hlm. 198.

⁸ Umar Juoro, *Menstabilkan Kembali Perekonomian*, Senin, 25 April 2005. http://www.republika.co.id/korandetail.asp?id=195421&kat_id=15&kat_idl=&katid2=. On line.

gan kelemahan struktur keuangan demikian maka aliran kredit yang tinggi ke perusahaan akan sangat berisiko menimbulkan kredit macet lagi. Kelemahan struktur keuangan di perusahaan ini juga menyebabkan sumber keuangan lainnya seperti pasar modal dan pasar obligasi tidak terjangkau oleh sebagian besar perusahaan.

Berkaitan dengan uraian di atas, Suparna⁹ dalam penelitiannya menemukan bahwa: (1) *operating leverage*, *size* perusahaan dan variabilitas pendapatan secara bersama-sama berpengaruh bermakna terhadap perubahan struktur keuangan perusahaan; (2) hanya *operating leverage* dan *size* perusahaan yang mempunyai pengaruh bermakna sedangkan variabilitas pendapatan tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap struktur keuangan; (3) struktur keuangan mempunyai pengaruh yang positif terhadap biaya modal; dan (4) industri pengalangan ikan di Bali melaksanakan struktur keuangan dengan pinjaman jangka pendek dan jangka panjang lebih besar dibanding modal sendiri. Tedjasuksmana¹⁰ dalam penelitiannya menemukan bahwa struktur aktiva dan tingkat *leverage* operasi berpengaruh positif terhadap struktur keuangan. Sementara intensitas aktiva, ukuran

⁹ G. Suparna, *Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan dan Pengaruh Struktur Keuangan terhadap Biaya Modal Industri Pengalangan Ikan di Daerah Bali*, (Surabaya: Pasca Sarjana Universitas Airlangga, 1992), hlm. 32-33.

¹⁰ Budianto Tedjasuksmana, Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan pada Industri Kimia/Farmasi yang Go Publik di Bursa Efek Surabaya, *Jurnal Penelitian Ilmu-ilmu Sosial*, Vol. 1. No. 2. 1998, hlm. 21.

perusahaan dan biaya utang berpengaruh negatif, Meivinita¹¹ dalam penelitiannya menemukan bahwa struktur aktiva, *operating leverage*, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, stabilitas arus kas dan *return on assets*, secara bersamaan berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan. Sementara secara *parsial return on assets* berpengaruh dominan terhadap struktur keuangan. Zanariyah¹² dalam penelitiannya menemukan bahwa (1) secara parsial variabel *cashflow to total liabilities*, variabilitas pendapatan, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *return on investment* berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan. Windhyastiti¹³ dalam penelitiannya menemukan bahwa: (1) untuk kelompok perusahaan makanan dan minuman: a) struktur aktiva, ukuran perusahaan, *operating leverage*, pertumbuhan penjualan, secara bersamaan berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan, b) struktur aktiva dan ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan, c) struktur keuangan berpengaruh signifikan terhadap biaya modal; (2) untuk

¹¹ Meivinita, *Analisis Beberapa Variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Perusahaan Jasa Perhotelan yang Go Publik di Indonesia*, (Malang: Program Pasca Sarjana. Universitas Brawijaya, 1999), hlm. 22.

¹² M. Zanariyah, *Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan serta Pengaruh Struktur Keuangan terhadap ROE pada Perusahaan Produk Metal yang Go Public di BEJ*, (Malang: Program Pasca Sarjana. Universitas Brawijaya, 1998), hlm. 23-33.

¹³ L. Windhyastiti, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan dan Pengaruhnya terhadap Biaya Modal pada Industri Manufaktur (Industri Makanan dan Minuman) dan Industri Jasa (Lembaga)*, (Malang: Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, 1999), hlm. 34-35.

kelompok perusahaan lembaga pembiayaan: a) struktur aktiva ukuran perusahaan, *operating leverage*, pertumbuhan penjualan secara bersamaan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur aktiva, b) struktur aktiva, ukuran perusahaan, *operating leverage* dan pertumbuhan penjualan secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan, c) struktur keuangan berpengaruh signifikan terhadap biaya modal.

Penelitian ini dikembangkan untuk menjawab permasalahan-permasalahan sebagai berikut "bagaimana variabel-variabel struktur aktiva, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan penjualan dan *return on assets*, berpengaruh terhadap struktur keuangan perusahaan yang tergabung pada kelompok *JII* yang *listing* di BEJ.

METODE

Data Penelitian dan Cara Perolehannya

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu laporan keuangan perusahaan yang tergabung pada kelompok *JII* yang *listing* di BEJ tahun 2005 dan 2006. Data tersebut diperoleh melalui internet.

Populasi dan Penarikan Sampel penelitian

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung pada kelompok *JII* yang *listing* di BEJ sebanyak

perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* yaitu sebanyak 30 perusahaan. Oleh karena, jumlah populasi relatif sedikit, maka tidak diambil sampelnya. Sehingga keseluruhan populasi juga merupakan sampel penelitian. Hal ini dilakukan untuk menghindari risiko sampling dan menghindari simpulan yang bias.

Definisi operasional dan pengukuran variabel

Struktur keuangan (Y), mencerminkan seberapa besar *assets* perusahaan dibiayai oleh utang. Struktur aktiva (X_1), mencerminkan seberapa besar komposisi *assets* perusahaan yang terdiri dari *current assets* dan *fixed assets*. Intensitas aktiva (X_2), mencerminkan seberapa besar kemampuan *assets* dalam menghasilkan penjualan. Ukuran perusahaan (X_3), mencerminkan besar kecilnya perusahaan dapat dilihat dari besarnya total aktiva. Tingkat pertumbuhan penjualan (X_4), mencerminkan besar kecilnya tingkat pertumbuhan perusahaan. *Return on assets* (X_5), mencerminkan kemampuan *assets* perusahaan dalam menghasilkan laba.

Teknik Analisis

Karena penelitian ini akan mempelajari ketergantungan satu variabel dependen (struktur keuangan), dengan beberapa variabel independen, yaitu struktur aktiva, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan penjualan dan *return on asset*, maka model statistik

yang akan digunakan adalah Model Regresi Linear Berganda dengan formula sebagai berikut:

$$Y = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + -l$$

di mana:

Y = Struktur keuangan

X_1 = Struktur aktiva

X_2 = intensitas aktiva

X_3 = ukuran perusahaan

X_4 = tingkat pertumbuhan penjualan

X_5 = *return on assetss*

o = konstanta

$b_1 \dots b_5$ = koefisien regresi

l = variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model (*error term*)

Untuk menguji hipotesis *pertama*, yaitu struktur aktiva, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan penjualan dan *return on asset*, secara bersamaan berpengaruh terhadap struktur keuangan perusahaan yang tergabung pada kelompok *III* yang *listing* di BEJ, digunakan uji F, yaitu dengan cara membandingkan *probability value*-nya yang terdapat dalam analisis regresi linier berganda dengan $\alpha = 5\%$. Kriterianya menurut Santoso¹⁴ adalah:

- ❖ Jika *probability value*-nya menunjukkan lebih kecil

¹⁴ Singgih Santoso, *SPSS versi 10.0: Mengolah Data Statistik Secara Profesional*, (Jakarta: PT Elex Media Komputindo Kelompok Gramedia, 2001), hlm. 369.

dari $\alpha 5\%$, maka hipotesis yang diajukan diterima.

- ❖ Jika *probability value*-nya menunjukkan lebih besar dari $\alpha = 5\%$, maka hipotesis yang diajukan ditolak.

Untuk menguji hipotesis *kedua*, yaitu *return on asset* secara parsial berpengaruh dominan terhadap struktur keuangan perusahaan yang tergabung pada kelompok *III* yang *listing* di BEJ digunakan uji t, yaitu ditentukan oleh nilai *standardized coefficients beta*-nya. Apabila nilainya menunjukkan paling besar, dapat disimpulkan bahwa variabel tersebut mempunyai pengaruh dominan.

Sebelum analisis regresi dilakukan, terlebih dahulu dilakukan uji normalitas data, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Untuk mengolah data tersebut digunakan komputer dengan memanfaatkan program *SPPS*.

HASIL

Dari data sampel yang diperoleh tampak bahwa struktur keuangan terbaik adalah perusahaan International Nickel Indonesia Tbk, yaitu sebesar 21,50%. Ini menunjukkan bahwa total *assets* perusahaan sebesar Rp 16.159.976 juta, 21,5%-nya dibiayai oleh utang, sisanya dibiayai oleh modal sendiri. Sementara struktur keuangan kurang baik adalah perusahaan Bumi Resources Tbk, yaitu sebesar 88,15%. Ini menunjukkan bahwa total *assets* perusahaan sebesar Rp 16.446.361 juta, 88,15%-nya dibiayai

oleh utang, sisanya dibiayai oleh modal. Di sisi lain, bila dilihat dari *return on assets* yang terbaik adalah perusahaan Unilever Indonesia, Tbk, yaitu sebesar 37,49%. Ini menunjukkan bahwa setiap Rp 1,0 dana yang diinvestasikan dalam *assets* perusahaan selama setahun dapat menghasilkan laba bersih setelah pajak bagi investor dan kreditor sebesar Rp 0,3749. Sementara, *return on assets* terjelek adalah Bakrie Telecom, Tbk, yaitu minus 9,48%. Selanjutnya, bila dilihat dari sisi *assets* perusahaan, yang terbesar adalah Telekomunikasi Indonesia, Tbk, yaitu sebesar Rp 62,171,044 juta. Sementara yang terkecil adalah Total Bangun Persada Tbk, yaitu sebesar Rp 790.581 juta.

Berdasarkan analisis normalitas data, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi, hasilnya menunjukkan bahwa analisis regresi linier berganda layak dilanjutkan. Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$Y = 2,980 + 0,283X_1 + 0,120X_2 + 0,191X_3 + 0,152X_4 + 0,587X_5$$

Koefisien regresi yang sudah distandarisasi untuk variabel X_1 adalah positif 0,283 dan *probability value* 0,015 lebih kecil $\alpha = 5\%$. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh struktur aktiva terhadap struktur keuangan (Y) adalah positif dan signifikan. Apabila struktur aktiva ditingkatkan, maka struktur keuangan, *ceteris paribus*.

Koefisien regresi yang sudah distandarisasi untuk variabel X_2 adalah positif 0,120 dan *probability value* 0,046

lebih kecil $\alpha = 5\%$. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh intensitas aktiva terhadap struktur keuangan (Y) adalah positif dan signifikan. Apabila intensitas aktiva ditingkatkan, maka struktur keuangan, *ceteris paribus*.

Koefisien regresi yang sudah distandarisasi untuk variabel X_3 adalah positif 0,191 dan *probability value* 0,028 lebih kecil $\alpha = 5\%$. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur keuangan (Y) adalah positif dan signifikan. Apabila ukuran perusahaan ditingkatkan, maka struktur keuangan, *ceteris paribus*.

Koefisien regresi yang sudah distandarisasi untuk variabel X_4 adalah positif 0,283 dan *probability value* 0,038 lebih kecil $\alpha = 5\%$. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh tingkat pertumbuhan penjualan terhadap struktur keuangan (Y) adalah positif dan signifikan. Apabila tingkat pertumbuhan penjualan ditingkatkan, maka struktur keuangan, *ceteris paribus*.

Koefisien regresi yang sudah distandarisasi untuk variabel X_5 adalah positif 0,587 dan *probability value* 0,004 lebih kecil $\alpha = 5\%$. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh *return on assets* terhadap struktur keuangan (Y) adalah positif dan signifikan. Apabila *return on assets* ditingkatkan, maka struktur keuangan, *ceteris paribus*.

Adjusted R square sebesar 0,64 menunjukkan bahwa 64% perubahan struktur keuangan perusahaan dapat dipengaruhi/dapat dijelaskan oleh perubahan struktur aktiva, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan penjualan dan *return on asset*. Sisanya dipen-

garuhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Hasil Uji Hipotesis

Probability value uji F sebesar 0,016 lebih kecil $\alpha = 5\%$. Maknanya adalah bahwa struktur aktiva, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan penjualan dan *return on asset*, secara bersamaan berpengaruh terhadap struktur keuangan perusahaan yang tergabung pada kelompok *JII* yang *listing* di BEJ. Dengan demikian, hipotesis *pertama*, yang diajukan dalam penelitian ini diterima.

Koefisien regresi yang sudah distandarisi atas variabel *return on assets* sebesar 0,587 menunjukkan paling besar di antara variabel lain. Maknanya adalah bahwa variabel *return on assets* berpengaruh dominan terhadap struktur keuangan perusahaan yang tergabung pada kelompok *JII* yang *listing* di BEJ. Dengan demikian, hipotesis *kedua*, yang diajukan dalam penelitian ini diterima.

PEMBAHASAN

Berdasarkan temuan di atas, bila di masa yang akan datang perusahaan yang tergabung pada kelompok *JII* yang *listing* di BEJ akan menentukan struktur keuangannya, maka pertama kali yang perlu dipertimbangkan adalah *return on assets*, karena variabel ini berpengaruh dominan terhadap struktur keuangan perusahaan. Se-

lanjutnya, berturut-turut adalah struktur aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan penjualan, dan intensitas aktiva. Disamping itu, juga perlu mempertimbangkan variabel lainnya, seperti: sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman, kebijakan dividen, pengendalian, perbedaan kegiatan perusahaan, kelas industri, stabilitas arus kas, karakteristik industri, risiko bisnis, tingkat *operating leverage*, dan lainnya. Variabel lain ini perlu dipertimbangkan karena diduga dapat mempengaruhi struktur keuangan sebesar 36%.

Menurut Halim¹⁵ perusahaan dalam menentukan struktur keuangan sebaiknya menggunakan dua pendekatan yang konservatif, yaitu struktur keuangan konservatif vertikal, dan struktur keuangan konservatif horisontal. Struktur keuangan konservatif vertikal memberikan pedoman perimbangan antara besarnya modal asing dan modal sendiri. Aturan struktur keuangan ini menyatakan bahwa penggunaan modal asing tidak boleh melebihi modal sendiri. Struktur keuangan konservatif horisontal memberikan pedoman perimbangan antara besarnya modal sendiri dengan aktiva tetap *plus* persediaan minimal yang harus tersedia. Aturan struktur keuangan ini menyatakan bahwa jumlah aktiva tetap *plus* persediaan minimal yang harus tersedia tidak boleh melebihi modal sendiri. Jika melebihi, berarti ada sebagian yang dibelanjai modal asing. Jika jangka

¹⁵ Abdul Halim, *Manajemen Keuangan*, hlm. 85

waktu modal asing tersebut lebih pendek daripada jangka waktu terikatnya dalam aktiva tersebut, maka likuiditas perusahaan akan terganggu.

Lebih jauh Halim¹⁶ menyatakan bahwa dalam menetapkan besarnya tingkat penggunaan modal asing (= utang), manajer keuangan perlu memerhatikan dua jenis risiko keuangan yaitu:

- ❖ Risiko yang timbul karena perusahaan tidak mampu membayar kembali pinjamannya beserta kewajiban lainnya.
- ❖ Risiko yang timbul karena semakin kecilnya keuntungan yang diperuntukkan bagi pemilik perusahaan, karena terlalu besarnya beban bunga yang dibayarkan kepada kreditor.

Sementara itu, Halim¹⁷ menyatakan bahwa ditinjau dari *Return On Equity (ROE)*, penambahan modal asing (= utang) diperkenankan apabila ROE dengan penambahan tersebut lebih besar daripada ROE dengan penambahan modal sendiri. Atau dengan kata lain, penambahan utang diperkenankan sepanjang *rate of return*-nya lebih besar daripada *rate of interest*-nya. Sebaliknya, penambahan modal asing tidak diperkenankan apabila ROE dengan penambahan tersebut lebih kecil daripada ROE dengan penambahan modal sendiri. Atau dengan kata lain, penambahan utang tidak diperkenankan apabila *rate of*

¹⁶ Ibid

¹⁷ Abdul Halim, *Analisis Investasi*, (Jakarta: Salemba Empat, 2005), hlm. 194.

return-nya lebih kecil daripada *rate of interest*-nya.

Dengan demikian, manajer keuangan dalam menjalankan fungsi *financing decisions* untuk membiayai investasinya, ditinjau dari *Earning Per Share (EPS)*, penggunaan/penambahan utang diperbolehkan apabila dengan penambahan tersebut dapat menghasilkan *EPS* lebih besar dibanding bila dengan penggunaan/penambahan modal sendiri. Namun demikian, dengan penggunaan utang tersebut perusahaan akan menanggung kewajiban tetap berupa angsuran pokok pinjaman beserta bunganya. Oleh karena itu, jangan sampai dapat menimbulkan kesulitan likuiditas.

Oleh karena itu, Halim¹⁸ mengingatkan bahwa untuk mengetahui apakah dengan penambahan/penggunaan utang tersebut akan dapat menimbulkan kesulitan likuiditas atau tidak, perusahaan sebaiknya menggunakan pendekatan *Debt Service Coverage (DSC)*. DSC lebih besar satu menunjukkan bahwa penggunaan utang ditinjau dari sisi likuiditas diperkenankan. Karena, *cashflow*-nya lebih besar daripada kewajiban keuangan yang ditanggung perusahaan, sehingga likuiditasnya tidak terganggu. Sebaliknya, jika hasilnya lebih kecil satu menunjukkan bahwa *Earning Before Interest and Tax* tidak cukup untuk memenuhi kewajiban likuiditasnya.

¹⁸ Ibid, hlm. 197.

BAB VI

PENUTUP

Dalam kaitannya dengan perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ dapat disimpulkan, bahwa secara umum struktur keuangan dapat ditentukan oleh struktur aktiva, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, derajat *operating leverage*, pertumbuhan penjualan dan *return on assets*. Sebagai dampak dari krisis ekonomi yang merembet ke hampir seluruh kegiatan yang tidak terliput dalam penelitian ini, menunjukkan bahwa besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah 52,8%. Kondisi ini terjadi ketika kesulitan besar pada perekonomian nasional sangat dirasakan oleh sektor manufaktur. Sedangkan untuk perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam *JII* dapat disimpulkan, bahwa struktur keuangan menunjukkan cara bagaimana perusahaan membiayai *assetsnya*, yang nampak pada sisi kanan (pasiva) pada neraca yang meliputi: utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan ekuitas. Kemudian struktur aktiva, intensitas aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertum-

buhan penjualan dan *return on assets*, secara bersamaan berpengaruh terhadap struktur keuangan perusahaan yang tergabung pada kelompok *JII* yang *listing* di BEJ. Sedangkan variabel *return on assets* mempunyai pengaruh dominan terhadap struktur keuangan perusahaan yang tergabung pada kelompok *JII* yang *listing* di BEJ.

Dalam kaitannya dengan perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ dapat disarankan: (1) bagi praktisi, khususnya bagi pelaku pasar yang akan melakukan investasi pada perusahaan manufaktur. Maka variabel-variabel yang lebih diperhatikan dalam struktur keuangan pada masa krisis ini adalah struktur aktiva dan *return on assets* karena mempunyai hubungan yang kuat terhadap struktur keuangan. Apabila tingkat pengembalian investasi perusahaan tinggi, perusahaan mampu menggunakan persediaan dana yang cukup melalui laba ditahan. Maka investor disarankan untuk melakukan investasi pada perusahaan ini. Sebab pada saat krisis ini masih ada perusahaan yang menghasilkan laba dari aktiva yang digunakan. Apabila aktiva lancar lebih besar dari aktiva tetap yang berarti struktur aktivanya besar menunjukkan perusahaan kelebihan modal kerja, yang sebaiknya digunakan untuk investasi. Sebaliknya, jika aktiva tetap lebih besar dari aktiva lancar seyogyanya perlu ditelusuri, apakah aktiva tetapnya bersifat produktif atau non produktif. Untuk variabel-variabel selain struktur aktiva dan *return on assets*, manajemen perlu meningkatkan penjualan dan efisiensi untuk meningkatkan laba bersih perusahaan.

Aktiva yang dimiliki perusahaan harus didayagunakan dengan baik untuk mencapai sasaran penjualannya; (2) bagi kalangan akademisi, studi ini dapat menambah pemahaman, pengembangan literatur dan referensi di bidang manajemen keuangan serta memperkaya wacana variabel-variabel yang mempengaruhi struktur keuangan pada saat krisis ekonomi. Karena dalam penelitian ini terdapat variabel-variabel yang tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya, yang disebabkan periode penelitian serta pada kondisi perekonomian yang berbeda dan (3) bagi peneliti selanjutnya, studi ini memberikan bukti empiris yang bisa digunakan sebagai landasan ke arah penelitian yang lebih mendalam serta menambah pemahaman tentang masalah struktur keuangan. Pada hasil R^2 ternyata terdapat variabel-variabel yang belum dimasukkan dalam model, yaitu sebesar 47,2%. Berarti masih ada variabel lain yang mempengaruhi struktur keuangan dan perlu dicari. Disarankan untuk menambah variabel yang digunakan, khususnya variabel yang bersifat kualitatif yang dalam penelitian ini belum dianalisis.

Dalam kaitannya dengan perusahaan yang tergabung dalam *JII* dapat disarankan, bahwa di masa yang akan datang, perusahaan yang tergabung pada kelompok *JII* yang *listing* di BEJ bila akan menentukan struktur keuangannya, maka pertama kali yang perlu dipertimbangkan adalah *return on assets*, karena variabel ini berpengaruh dominan terhadap struktur keuangan perusahaan. Di samping itu, sebaiknya menggunakan dua pendekatan

yang konservatif, yaitu struktur keuangan konservatif vertikal, dan struktur keuangan konservatif horizontal.

Dalam rangka penentuan sumber pembiayaan, apakah dipenuhi dengan pinjaman atau emisi saham, perusahaan sebaiknya menggunakan pendekatan EPS (ROE) yang menekankan pada aspek profitabilitas atas penggunaan utang dan DSC yang menekankan aspek likuiditas. Bagi penelitian lanjutan sebaiknya variabelnya ditambah, misalnya variabel perbedaan kegiatan perusahaan, kelas industri, stabilitas arus kas, karakteristik industri, risiko bisnis, tingkat *operating leverage*, dan lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, Raj, "Emerging Characteristic of Japanese Finance: Responses to The Challenges of The Post-Bubble Era", *The Journal of Business Credit (CPM)*, Vol. 22, No. 4 (Nov./Dec, 1996).
- Anonymous, Chem Industry Begins Restructuring in Wake of Biotech, *The Journal of Chemical Market Reporter (CHM)*, Nov, . 1998.
- Bisnis Indonesia, *Manufaktur Mulai Naikkan Harga*, (Jakarta: Harian Bisnis Indonesia. Tahun XV No. 4938. Juli), 2000.
- Bursa Efek Indonesia, *Indonesia Capital Market Directory*, (Jakarta:), 1996 & 1999).
- Fatah, Nur dan Syafaruddin Alwi, *Pembelanjaan Perusahaan: Teori, Soal Jawab dan Soal-soal*, (Yogyakarta: Andi Offset, 1989).
- Fatah, Nur dan Syafaruddin Alwi, *Pembelanjaan Perusahaan: Teori, Soal Jawab dan Soal-soal*, (Yogyakarta: Andi Offset, 1989).

- Ferry, Michael C. dan W. H. Jones, Determinans of Financial Structure: A New Methodological Approach, *The Journal of Finance*, Vol.: 34 No.: 3.
- Firdiansyah, Achmad, *Analisis Beberapa Variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan pada Industri Properti*, (Malang: Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, 1998).
- Gujarati, Damodar N., *Basic Econometric*, (New York: Mc Graw-Hill Inc., 1995).
- Halim, Abdul, *Analisis Investasi*, (Jakarta: Salemba Empat, 2005).
- Halim, Abdul, *Manajemen Keuangan Bisnis*, (Bogor: Ghalia Indonesia, 2007).
- Handerson Jr, Glenn V., Gary L Trennepohl dan James E Wert, *An Introduction to Financial Management*, (USA, 1984).
- Horne, James C. Van, *Financial Management and Policy*. (New Jersey: Prentice-Hall International Inc, 1995).
- Husnan, Suad, *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*, (Jakarta: Erlangga, 1992).
- Juoro, Umar, "Krisis Nilai Tukar, Kebijakan Likuiditas Ketat dan Dampaknya pada Perekonomian", *Makalah Seminar Nasional Krisis Rupiah dan Prospek Perekonomian Indonesia 1998*, (Malang: Universitas Muhammadiyah, 1997).
- Juoro, Umar, *Menstabilkan Kembali Perekonomian*, Senin. 25 April 2005. http://www.republika.co.id/koran-detail.asp?id=195421&kat_id=15&kat_idl=&katid2=

- On line.
- LI D., David dan Shan Li, "A Theory of Corporate Scope and Financial Structure", *The Journal of Finance*, Vol. 12, No. 4 (Juni, 1996).
- M, Ace Suhaedi, Krisis Nilai Tukar, Kebijakan Likuiditas Ketat dan Dampaknya pada Perekonomian, *Makalah Seminar Nasional Krisis Rupiah dan Prospek Perekonomian Indonesia 1998*, (Malang: Universitas Muhammadiyah).
- Meivinita, *Analisis Beberapa Variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Perusahaan Jasa Perhotelan yang Go Publik di Indonesia*, (Malang: Universitas Brawijaya, 1999).
- Mishkin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Market*, (New York: Hamer Collins Publishers Inc, 1992).
- Modigliani, F. dan M.H. Miller, *The Cost of Capital. Corporation Finance and The Theory of Investment*, *American Economic Review*, Vol.48, No.13.
- Mohamad, Mohamad H., Capital Struktur in Large Malaysian Companies, *The Journal of Management International Review [MIR]*. Malaysia, 1995.
- Morrissey, James A., *Experts Advise Varied Exports Approach*. *The Journal of Textile Word (TAIW)*. US. Aug. 1997.
- Petty, J William, Arthur J Keown, David F Scott Jr dan John D Martin, *Basic Financial Management*. (New Jersey: Prentice-Hall International, 1993).

- Riyanto, Bambang, *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, (Yogyakarta: BPFPE, 1995).
- Rupp, Richard Helmut, "Hoechst Studies Venture Model for Research", *Chemical Week Journal*, Vol. 17 No. 3, (Oktober, 1996).
- Santoso, Singgih, *SPSS versi 10.0: Mengolah Data Statistik Secara Profesional*, (Jakarta: PT Elex Media Komputindo Kelompok Gramedia, 2001).
- Sudrajad, M., *Mengenal Ekonometrika Pemula*, (Bandung: Armico, 1988).
- Sujianto, Agus Eko, *Aplikasi Statistik dengan SPSS 16.0*, (Jakarta: Prestasi Pustaka, 2009).
- Suparna, G., *Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan dan Pengaruh Struktur Keuangan terhadap Biaya Modal Industri Pengelengan Ikan di Daerah Bali*. (Surabaya: Pasca Sarjana Universitas Airlangga, 1992).
- Syamsuddin, Lukman, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, (Yogyakarta: PT.Raja Grafindo Persada, 1995).
- Tedjasuksmana, Budianto, Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan pada Industri Kimia/Farmasi yang Go Publik di Bursa Efek Surabaya, *Jurnal Penelitian Ilmu-ilmu Sosial*, Vol. 1. No. 2. 1998.
- Warner, Alison, Project Activity Hit by Storms, *The Banker ournal*. February. 1998.
- Weston, J. Fred dan Eugene F. Brigham, *Manajemen Keuangan*, (Jakarta: Erlangga, 1985).

- Weston, J. Fred dan Thomas E Copeland, *Manajemen Keuangan*, (Jakarta: Binarupa Aksara, 1997).
- Windhyastiti, L., *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan dan Pengaruhnya terhadap Biaya Modal pada Industri Manufaktur (Industri Makanan dan Minuman) dan Industri Jasa (Lembaga)*, (Malang: Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, 1999).
- Yudanto, Noor dan M. Setyawan Santoso, Dampak Krisis Moneter terhadap Sektor Riil, *Buletin Ekonomi Monev ter dan Perbankan*, (Jakarta: Bank Indonesia. Vol.I. No. 2), 1998.
- Zanariyah, M., *Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan serta Pengaruh Struktur Keuangan terhadap ROE pada Perusahaan Produk Metal yang Go Public di BEJ*, (Malang: Program Pasca Sarjana. Universitas Brawijaya, 1998).

INDEKS

A

- Aggarwal 6
- Analisis regresi 51
- analisis regresi berganda 26
- autokorelasi 39

B

- Bambang Riyanto 6
- Biaya hutang 21
- biaya modal 21
- Brigham 19, 21
- Budianto Tedjasukmana 13

C

- Copeland 21, 64

D

- derajat operating leverage 30, 48, 79

F

- financing decisions 77
- finansii konservatif horizontal 18
- finansii konservatif vertikal 18

H

- Halim 75
- heteroskedastisitas 39

Husnan 8

I

- Intensitas aktiva 59
- Intensitas aktiva 29
- Interpretasi dan Implikasi Hasil Penelitian 57
- Interpretasi Koefisien Determinasi 57
- Interpretasi Koefisien Korelasi Partial 55

J

- Jakarta Islamic Index 63
- Juoro 65

K

- Karakteristik industri 22
- Klas Industri 23

L

- leverage 21
- Lingkungan belajar 9

M

- Meivinita 11, 24
- Miller 7
- Mishkin 20

Modigliani 7
Mohamad 27
Morrissey 4

O

operating leverage 12

P

pembelajaran 9
Pendidik 9
Pengujian asumsi klasik 38
Pengujian Asumsi Klasik 53
Pengujian Hipotesis 54
pertumbuhan penjualan 22
Pertumbuhan penjualan 30, 61
Pertumbuhan Penjualan 49
Peserta didik 9
Petty 20
purposive sampling 34

R

regresi linier berganda 37
return on asset 71
return on assets 12, 79
Return on assets 50
Return On Equity 76
Risiko bisnis 23
Riyanto 18

S

Sikap manajemen 22

Sikap pemberi pinjaman 23
stabilitas penjualan 22
struktur aktiva 57
Struktur aktiva 22, 29
Struktur Aktiva 44
Struktur keuangan 7, 43
strukur keuangan 17
sumber belajar 9
Suparna 28
Syamsuddin 64
Syamsudin 19

T

Tedjasuksmana 24
Tingkat operating leverage 24
type judgement sampling 34
type pooled data 34

U

Uji normalitas data 38
Ukuran perusahaan 23, 29, 60
Ukuran Perusahaan 47
Umar Juoro 10

W

Warner 3
Weston 19, 21, 64
Windhyastiti 26, 58

Z

Zanariyah 25