

PENGARUH STRUKTUR MODAL, FAKTOR INTERNAL, DAN FAKTOR EKTERNAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK BURSA EFEK JAKARTA

IBM Santika

Universitas Airlangga Surabaya

Kusuma Ratnawati

STIE Malanguciswara Malang

Abstrak

Using financial statement of the manufacture company in Bursa Efek Jakarta and Indonesia macro economic data, this study analyzes impact of internal and external factors on capital structure then on value of the firm in Bursa Efek Jakarta. Factor Analysis and Multiple Regression Analysis are used and found: Both internal and external factors have significant impact on capital structure and value of the firm. The study also found that firm size, financial risk, collateral assets, profitability, and interest rate impact capital structure. Value of the firm is impacted by capital structure, tax payment, firm size, firm growth, firm uniqueness, profitability, and exchange rate.

Key Words :

Struktur Modal – Faktor Internal – Nilai Perusahaan – Bursa Efek Jakarta

LATAR BELAKANG MASALAH

Deregulasi yang dilakukan oleh pemerintah di sektor perbankan yang dikenal dengan Paket Kebijakan Oktober 1988 (Pakto 1988), dimana pemerintah telah memberikan kebebasan pada dunia perbankan untuk menentukan tingkat suku bunga dan kebebasan untuk membuka cabang, telah menunjang mudahnya pengusaha memperoleh pinjaman.

Mudahnya pengusaha memperoleh pinjaman tersebut nampak pada tabel 1, besarnya kredit modal kerja dan kredit investasi yang disalurkan dari tahun ke tahun meningkat, dengan jumlah kredit modal kerja yang lebih besar. Hal ini menunjukkan bahwa mulai tahun 1990, usaha perusahaan untuk memperbesar kegiatan operasionalnya semakin tinggi. Selain itu usaha untuk meningkatkan investasi juga tinggi dengan kenaikan yang relatif stabil.

Tabel 1
POSISI KREDIT INVESTASI RUPIAH DAN VALUTA ASING,
KREDIT MODAL KERJA RUPIAH DAN VALUTA ASING, BANK UMUM
1990 – 1997

Tahun	Kredit Modal Kerja (milyar Rupiah)	Kenaikan (%)	Kredit Investasi (milyar Rupiah)	Kenaikan (%)
1990	76.244	-	20.734	-
1991	87.077	14	25.748	24
1992	87.695	1	35.223	37
1993	107.558	23	42.713	21
1994	141.744	32	47.136	10
1995	175.337	24	59.274	26
1996	222.478	27	70.443	19
1997	277.399	25	100.735	43

Sumber: Laporan Bank Indonesia, 1998

Tabel 2
Data Perkembangan Debt To Equity Ratio
Sepuluh Perusahaan Industri
Tahun 1990, 1991, dan 1998

No.	Nama Perusahaan	Tahun Go Public	Debt Equity Ratio* (dalam %)		
			1990	1991	1998
1.	BAT Indonesia	1979	47	86	432
2.	Multi Bintang Indonesia	1981	117	102	160
3.	Unggul Indah Corporation	1989	53	75	349
4.	Apac Centertex Corporation	1989	43	65	547
5.	Inti Indorayon Utama	1990	15	70	2 178
6.	Panasia Indosyntex	1990	75	65	813
7.	Hanjaya Mandala Sampoerna	1990	38	34	220
8.	Eratex Djaja	1990	85	96	462
9.	Mayora Indah	1990	35	65	132
10.	Semen Gresik	1991	27	2	154

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1993 dan 1999

*Debt To Equity Ratio = total Debt / Total Equity

Kemudahan memperoleh pinjaman telah mendorong pengusaha untuk melakukan ekspansi guna menunjang pertumbuhan ekonomi. Ditinjau dari sumber pembiayaan, ekspansi yang dilakukan perusahaan telah menyebabkan besarnya sumber modal pinjaman dalam struktur pemodal perusahaan. Hal ini nampak pada 10 perusahaan industri yang *go-public* tahun 1991 dan sebelumnya di Bursa Efek Jakarta, pada tabel.2.

Dilihat dari sumber pembiayaan antara hutang dan modal sendiri yang ditunjukkan dengan angka rasio hutang terhadap modal sendiri (*debt to equity ratio*) pada tabel 2 nampak, bahwa pada tahun 1998 kesepuluh perusahaan tersebut telah menggunakan hutang lebih besar daripada modal sendiri dalam struktur modalnya dibandingkan tahun 1990 dan 1991.

Hal ini menunjukkan bahwa kemudahan pengusaha memperoleh pinjaman selama tahun 1990 sampai dengan tahun 1998 telah menyebabkan struktur modal perusahaan didominasi dari sumber dana hutang dibandingkan dengan sumber dana modal sendiri.

Besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kegiatannya merupakan suatu kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan struktur modal. Kebijakan tersebut tentunya tidak terlepas dari upaya perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham. Hal ini sesuai dengan pendapat Keowr (1996) yang menyatakan bahwa tujuan manajemen struktur modal adalah memadukan sumber dana permanen yang digunakan perusahaan dengan cara memaksimalkan harga saham dan meminimumkan

biaya modal perusahaan. Pendapat Keown (1996) tersebut didukung oleh teori struktur modal tradisional yang merumuskan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan jika penggunaan hutang tersebut akan mengakibatkan penurunan biaya modal rata-rata (*cost of capital*), dan pada tingkat tertentu besarnya proporsi penggunaan hutang dalam struktur modal akan meningkatkan biaya modal rata-rata dan menurunkan nilai perusahaan karena besarnya risiko keuangan perusahaan.

Dalam kondisi perekonomian saat ini perlu dipertanyakan anggapan tersebut, mengingat tingkat suku bunga yang tinggi akan meningkatkan biaya modal dan meningkatkan risiko bisnis perusahaan yang sulit ditoleransi. Selain itu penggunaan hutang dalam proporsi yang besar juga akan menimbulkan ancaman kebangkrutan bagi perusahaan, yang secara tidak langsung juga akan memperbesar adanya kesukaran keuangan (*financial distress*) dan biaya agen (*agency cost*).

Sarana alternatif untuk memobilisasi dana pembangunan selain perbankan adalah pasar modal. Pasar modal merupakan suatu lembaga di luar perbankan yang dapat berfungsi sebagai alternatif investasi portofolio bagi pemodal, dan sekaligus sebagai alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan yang membutuhkan tambahan modal. Usaha pemerintah untuk memobilisasi dana masyarakat guna membiayai pembangunan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi tercermin sejak diaktifkannya kembali pasar modal di Indonesia pada tanggal 10 Agustus 1977. Hal ini merupakan peluang bagi dunia usaha untuk memperoleh alternatif sumber pembiayaan investasi.

Perkembangan jumlah perusahaan yang memasyarakatkan sahamnya di pasar modal Indonesia sejak tahun 1981 sampai dengan 1987, sebesar 21% yaitu dari 9 perusahaan menjadi 24 perusahaan. Perkembangan tersebut semakin meningkat sejak pemerintah mengeluarkan Paket Kebijakan Desember 1987 dan Paket Kebijakan Desember 1988. Paket Kebijakan Desember 1987 memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk *go-public* dengan menyederhanakan persyaratan dan proses emisi.

Melihat perkembangan pasar modal di Indonesia terutama setelah tahun 1988, menunjukkan bahwa kesempatan perusahaan untuk memperoleh alternatif

sumber dana semakin besar, sehingga kesempatan perusahaan untuk mengelola struktur modal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan semakin tinggi.

Pengelolaan struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham tidak terlepas dari persepsi investor saham perusahaan. Teori struktur modal *pecking order* mempertimbangkan persepsi investor dalam menentukan sumber dana yang digunakan perusahaan. Untuk menghindari persepsi negatif dari investor, teori tersebut menguraikan bahwa urutan sumber dana yang sebaiknya digunakan adalah laba ditahan, hutang dan terakhir adalah penerbitan saham.

Penelitian yang khusus menganalisis tentang determinan dari struktur modal, dilakukan oleh Titman (1988) dengan menggunakan variabel nilai aset yang dijamin, *non-debt tax shield*, pertumbuhan, keunikan, klasifikasi industri, ukuran perusahaan, volatilitas, profitabilitas dan *leverage*. Penelitian ini dilakukan ulang oleh Homaifar (1994) untuk menentukan model empirik dari struktur modal dengan menggunakan variabel *leverage*, pembayaran pajak, *non-debt tax shield*, ukuran perusahaan, harapan pertumbuhan, kondisi pasar modal, inflasi, dan volatilitas pendapatan.

Pada tahun 1998, Moh'd menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang perusahaan dengan menggunakan variabel struktur kepemilikan, pembayaran dividen, harapan pertumbuhan, ukuran perusahaan, struktur aktiva, risiko keuangan, profitabilitas, pembayaran pajak, *non-debt tax shield* dan keunikan.

Berdasarkan penelitian terdahulu dan teori tentang struktur modal, maka kebijakan menentukan struktur modal perusahaan dipengaruhi berbagai variabel, yaitu (a) variabel dalam kelompok faktor internal dan (b) variabel dalam kelompok faktor eksternal. Variabel dalam kelompok faktor internal, yaitu pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang digunakan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, adalah variabel yang dapat dikendalikan oleh perusahaan, sedangkan variabel dalam kelompok faktor eksternal, yaitu tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing, dan keadaan pasar modal adalah variabel yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan.

Untuk melihat konsistensi hasil dari peneliti sebelumnya dan berdasarkan pada obyek berbeda, maka peneliti juga ingin mengetahui ada tidaknya pengaruh variabel dalam faktor internal dan eksternal terhadap struktur modal. Variabel dalam faktor internal dan faktor eksternal telah digunakan oleh Domian (1996) dan Mukherji (1997) untuk mengukur pengaruhnya terhadap *stock return*. Berdasar pada tingkat konsistensi hasil penelitian Domian (1996) dan Mukherji (1997) dan dengan menggunakan obyek perusahaan di Indonesia, maka penelitian ini juga menguji pengaruh variabel dari faktor internal dan faktor eksternal ditambah dengan struktur modal terhadap *stock return* atau nilai perusahaan.

Rumusan Masalah

Berdasarkan fenomena di atas, menimbulkan berbagai permasalahan sehubungan dengan penggunaan hutang dalam struktur permodalan perusahaan yang berdampak pada nilai perusahaan.. Adapun rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

- 1) Apakah terdapat pengaruh faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, dan faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal secara bersama-sama terhadap struktur modal perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta;
- 2) Apakah terdapat pengaruh variabel struktur modal dan faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, serta faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal secara bersama-sama terhadap nilai perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta;
- 3) Apakah terdapat pengaruh masing-masing variabel faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, dan variabel faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal terhadap nilai perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta;
- 4) Apakah terdapat pengaruh masing-masing variabel yaitu variabel struktur modal dan variabel faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, serta variabel faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal terhadap nilai perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta.

Tujuan Penelitian

- 1) Menguji pengaruh faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, dan faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal secara bersama-sama terhadap struktur modal perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta;
- 2) Menguji pengaruh variabel struktur modal dan faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, serta faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal secara bersama-sama terhadap nilai perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta;
- 3) Menguji dan menganalisis pengaruh masing-masing variabel faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko

keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, dan variabel faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal, terhadap struktur modal perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta;

- 4) Menguji dan menganalisis pengaruh masing-masing variabel yaitu variabel struktur modal dan variabel faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, serta variabel faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal terhadap nilai perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta.

Hipotesis Penelitian

Dari rumusan masalah dan tujuan penelitian, maka hipotesis penelitian diuraikan di bawah ini.

- 1) Terdapat pengaruh bermakna faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, dan faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal secara bersama-sama terhadap struktur modal perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta.
- 2) Terdapat pengaruh bermakna variabel struktur modal dan faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, serta faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal secara bersama-sama terhadap nilai perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta.
- 3) Terdapat pengaruh bermakna masing-masing variabel faktor internal yang terdiri dari variabel

pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, dan variabel faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal, terhadap struktur modal perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta.

- 4) Terdapat pengaruh bermakna masing-masing variabel yaitu variabel struktur modal dan variabel faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, serta variabel faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal terhadap nilai perusahaan industri yang masuk Bursa Efek di Jakarta.

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Ditinjau dari sudut pandang peneliti dalam hubungannya dengan obyek yang diteliti, yaitu perusahaan industri di Bursa Efek Jakarta, serta sesuai dengan tujuan penelitian yaitu untuk menganalisis perbedaan variabel yang menentukan struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka jenis penelitian yang digunakan adalah jenis penelitian *eksplanatoris*.

Penentuan jenis penelitian *eksplanatoris* ini sesuai dengan pengertian yang dijelaskan oleh Subiyanto (edisi 3, 4) adalah sebagai berikut: "Eksplanatoris, penelitian ini dilakukan dengan cara menjelaskan gejala yang ditimbulkan oleh suatu obyek peneliti. Peneliti berusaha mencari jawaban terhadap fenomena suatu permasalahan yang diajukan". Sedangkan menurut Faisal (1995, 21) menguraikan: "Penelitian penjelasan adalah untuk menguji hubungan antar variabel yang dihipotesiskan."

Populasi, Sampel, Besar Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Dalam penelitian ini populasi yang digunakan

adalah semua perusahaan industri yang *go-public* di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1991 dan sebelumnya, yaitu sebanyak 73 perusahaan industri. Agar dapat mencerminkan hasil penelitian yang akurat, maka sampel yang digunakan sebesar populasinya dengan menggunakan metode sensus.

Bahan Penelitian

Data yang digunakan sebagai bahan penelitian ini adalah data primer dan data sekunder. Data primer yang diperoleh terdiri dari kebijakan dan proses transaksi di Bursa Efek Jakarta, serta kebijakan kredit di Bank Indonesia. Sedangkan data sekunder adalah data publikasi yang berupa laporan keuangan, harga saham, kurs rupiah terhadap dolar Amerika Serikat, rata-rata tingkat suku bunga kredit modal kerja akhir bulan dan rata-rata tingkat suku bunga kredit investasi akhir bulan dari Bank Umum Pemerintah.

Cara Analisis Data

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis rasio keuangan, sedangkan analisis statistik yang digunakan adalah analisis faktor dan analisis regresi berganda.

Analisis Faktor

Salah satu kegunaan analisis faktor adalah untuk mengidentifikasi variabel yang tepat yang selanjutnya untuk analisis regresi, korelasi atau diskriminan dari beberapa variabel dalam suatu *multivariate analysis* (Joseph, 1987, 225). Dalam penelitian ini analisa faktor digunakan untuk mengelompokkan variabel yang sejenis yang memiliki sifat yang sama dalam faktor internal dan faktor eksternal yang selanjutnya digunakan untuk analisis regresi berganda. Penetapan pengelompokkan variabel dalam satu faktor menggunakan metode ekstraksi *principal component analysis* dan didasarkan pada *eigenvalues*, yaitu nilai yang mewakili total varian yang dijelaskan oleh setiap faktor (Joseph, 1987, 224). Faktor yang memiliki *eigenvalues* lebih dari 1,0 dinyatakan sebagai faktor yang terpilih yang disarikan dari faktor lainnya yang memiliki *eigenvalues* kurang dari 1,0. Untuk mengetahui variabel yang tergabung dalam satu

faktor digunakan metode *rotasi varimax*. Pengujian terhadap ketepatan penggunaan analisa faktor didasarkan pada nilai *Kaiser-Meyer-Olkin* (KMO) lebih dari 0,5 dan tingkat signifikansi dari *Bartlett's of Sphericity*.

Analisis Regresi Linier Berganda Beserta Dengan Asumsi Kalsik

Analisis ini digunakan untuk mengetahui (a) besarnya tingkat variasi (R^2) dari struktur modal dapat diperjelas oleh faktor internal dan faktor eksternal, (b) besarnya tingkat variasi (R^2) dari nilai perusahaan dapat diperjelas oleh faktor internal, faktor eksternal dan struktur modal, (c) mengetahui pengaruh (b = koefisien regresi) masing-masing variabel dalam faktor internal dan faktor eksternal secara individu terhadap struktur modal dan nilai perusahaan industri PMA dan PMDN.

Pengujian signifikansi pengaruh seluruh faktor penentu struktur modal dan nilai perusahaan digunakan uji F dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, sedangkan pengujian signifikansi pengaruh masing-masing variabel penentu struktur modal dan nilai perusahaan digunakan uji t dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$.

Kegunaan lain dari analisis regresi linier berganda adalah untuk mengetahui persamaan fungsi struktur modal dan nilai perusahaan Industri dalam bentuk:

$$X_1 = \alpha_0 + \beta_{2,1} X_{2,1} + \beta_{2,2} X_{2,2} + \beta_{2,3} X_{2,3} + \beta_{2,4} X_{2,4} + \beta_{2,5} X_{2,5} + \beta_{2,6} X_{2,6} + \beta_{2,7} X_{2,7} + \beta_{2,8}$$

digunakan untuk $X_{2,8} + \beta_{2,9} X_{2,9} + \beta_{3,1} X_{3,1} + \beta_{3,2} X_{3,2} + \beta_{3,3} X_{3,3} + \mu_1$

mengelompokkan variabel $Y = \alpha_0 + \beta_1 X_1 + \beta_{2,1} X_{2,1} + \beta_{2,2} X_{2,2} + \beta_{2,3} X_{2,3} + \beta_{2,4} X_{2,4} + \beta_{2,5} X_{2,5} + \beta_{2,6} X_{2,6} + \beta_{2,7} X_{2,7}$

yang sejenis yang memiliki $+ \beta_{2,8} X_{2,8} + \beta_{2,9} X_{2,9} + \beta_{3,1b} X_{3,1b} + \beta_{3,2b} X_{3,2b} + \beta_{3,3b} X_{3,3b} + \mu_1$

internal dan faktor eksternal yang selanjutnya digunakan untuk analisis regresi berganda. Penetapan pengelompokkan variabel dalam satu faktor menggunakan metode ekstraksi *principal component analysis* dan didasarkan pada *eigenvalues*, yaitu nilai yang mewakili total varian yang dijelaskan oleh setiap faktor (Joseph, 1987, 224). Faktor yang memiliki *eigenvalues* lebih dari 1,0 dinyatakan sebagai faktor yang terpilih yang disarikan dari faktor lainnya yang memiliki *eigenvalues* kurang dari 1,0. Untuk mengetahui variabel yang tergabung dalam satu

Y = nilai perusahaan

X_1 = struktur modal

$X_{2,1}$ = pembayaran pajak

$X_{2,2}$ = ukuran perusahaan

$X_{2,3}$ = pertumbuhan perusahaan

$X_{2,4}$ = keunikan

$X_{2,5}$ = risiko keuangan

$X_{2,6}$ = nilai aktiva yang diagunkan

μ = kesalahan / *error*

$X_{2,7}$ = profitabilitas

$X_{2,8}$ = pembayaran dividen

- $X_{2,9}$ = *non-debt tax shield*
- $X_{3,1}$ = tingkat bunga tahun t
- $X_{3,1b}$ = tingkat bunga tahun t + 1
- $X_{3,2}$ = fluktuasi nilai tukar valuta asing tahun t
- $X_{3,2b}$ = fluktuasi nilai tukar valuta asing tahun t+1
- $X_{3,3}$ = keadaan pasar modal tahun t
- $X_{3,3b}$ = keadaan pasar modal tahun t+1

Pengujian hipotesis dengan analisa regresi linier berganda didasarkan pada pemenuhan asumsi klasik.

ANALISIS HASIL PENELITIAN

Pengelompokan variabel dari faktor internal dan faktor eksternal pada perusahaan industri

faktor eksternal data tahun 1991 sampai dengan tahun 1995 untuk perusahaan industri, masing-masing dikelompokkan menjadi satu faktor eksternal, sedangkan untuk perusahaan industri dikelompokkan menjadi dua faktor eksternal. Variabel dari faktor eksternal data tahun 1992 sampai dengan tahun 1996 untuk perusahaan industri, masing-masing dikelompokkan menjadi satu faktor eksternal. Berdasarkan rotasi *varimax*, maka variabel yang termasuk dalam masing-masing faktor nampak dalam tabel 4.

Keterangan pada tabel 4 :

- $X_{2,1}$ = pembayaran pajak
- $X_{2,2}$ = ukuran perusahaan

Tabel 3
Ketepatan Penggunaan Analisis Faktor
Untuk Variabel dari Faktor Internal dan Variabel dari Faktor Eksternal

Hasil Analisis Untuk Variabel Dari Faktor					
Internal		Eksternal A		Eksternal B	
KMO	BTS	KMO	BTS	KMO	BTS
0,490	0,001	0,507	0,001	0,502	0,001

Keterangan: KMO : Kaiser-Meyer-Olkin, BTS : Bartlett's Test of Sphericity

Tabel 4
Rekapitulasi Pengelompokan Variabel dari
Faktor Internal dan Faktor Eksternal

Faktor Internal				Faktor Eksternal		
1	2	3	4	1A	2A	1B
$X_{2,2}$	$X_{2,9}$	$X_{2,4}$	$X_{2,8}$	$X_{3,1}$		$X_{3,1b}$
$X_{2,1}$	$X_{2,6}$	$X_{2,3}$	$X_{2,5}$	$X_{3,2}$		$X_{3,2b}$
		$X_{2,7}$				

Pada tabel 3 tampak bahwa analisis faktor digunakan untuk mengidentifikasi pengelompokan variabel baru yang tidak saling berkorelasi dari serangkaian variabel dasar dalam faktor internal, variabel dasar dalam faktor eksternal untuk data tahun 1991-1995, dan variabel dasar dalam faktor eksternal untuk data tahun 1991-1996. Pada tingkat toleransi keyakinan $\alpha = 0,05$, penggunaan analisis faktor adalah tepat, yang ditunjukkan oleh tingkat signifikansi *Bartlett's Test of Sphericity* 0,001.

Berdasarkan *eigenvalues* dari *principal component analysis* maka sembilan variabel dari faktor internal perusahaan industri, masing-masing dikelompokkan dalam 4 faktor internal; Variabel dari

- $X_{2,3}$ = pertumbuhan perusahaan
- $X_{2,4}$ = keunikan
- $X_{2,5}$ = risiko keuangan
- $X_{2,6}$ = nilai aktiva yang diagunkan
- $X_{2,7}$ = profitabilitas
- $X_{2,8}$ = pembayaran dividen
- $X_{2,9}$ = *non-debt tax shield*
- $X_{3,1}$ = tingkat bunga tahun t
- $X_{3,1b}$ = tingkat bunga tahun t+1
- $X_{3,2}$ = fluktuasi nilai tukar valuta asing tahun t
- $X_{3,2b}$ = fluktuasi nilai tukar valuta asing tahun t+1
- $X_{3,3}$ = keadaan pasar modal tahun t
- $X_{3,3b}$ = keadaan pasar modal tahun t+1

Pengujian Hipotesis

Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh faktor internal dan faktor eksternal terhadap struktur modal dan nilai perusahaan industri, digunakan analisis regresi linier berganda yang didasarkan pada tingkat signifikansi uji F dan nilai *R-square*. Untuk mengetahui variabel penentu struktur modal dan nilai perusahaan industri, digunakan analisis regresi linier berganda yang didasarkan pada tingkat signifikansi uji t dan nilai koefisien regresi.

Tabel 5 menunjukkan bahwa berdasarkan tingkat signifikansi uji F pada analisis regresi linier berganda

dan pada tingkat toleransi keyakinan $\alpha = 0,05$, **hipotesis kesatu dan kedua diterima**. Faktor internal 1, faktor internal 2, faktor internal 3, faktor internal 4, dan faktor eksternal bersama-sama mempengaruhi struktur modal perusahaan industri, tingkat pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap struktur modal perusahaan industri sebesar 0,082. Struktur modal, faktor internal 1, faktor internal 2, faktor internal 3, faktor internal 4, dan faktor eksternal bersama-sama mempengaruhi nilai perusahaan industri, tingkat pengaruh struktur modal dan faktor-faktor tersebut terhadap nilai perusahaan industri sebesar 0,517.

Tabel 5
Rekapitulasi Hasil Analisis Statistik Pengujian Hipotesis 1 dan 2
Metode Analisis Faktor dan Regresi Linier Berganda

Hipotesis	Variabel	R ²	p	Hip
Hipotesis 1: "Terdapat Pengaruh Faktor Internal Dan Faktor Eksternal Terhadap Struktur Modal"	Terikat : X ₁ Bebas : FI.,FE.	0.082	0.001	T
		B	p	Hip
	FI. 1	0.109	0.001	T
	FI. 2	0.037	0.223	TT
	FI. 3	-0.027	0.358	TT
	FI. 4	0.090	0.003	T
	FE. 1	-0.075	0.011	T
	FE. 2	-	-	-
Hipotesis 2: "Terdapat Pengaruh Variabel Struktur Modal, Faktor Internal Dan Faktor Eksternal Terhadap Nilai Perusahaan"	Terikat : Y Bebas : X ₁ , FI.,FE.	0.517	0.001	T
		B	p	Hip
	X ₁	0.331	0.001	T
	FI. 1	0.009	0.805	TT
	FI. 2	-0.051	0.180	TT
	FI. 3	0.518	0.001	T
	FI. 4	-0.109	0.004	T
	FE.	0.013	0.739	TT

Sumber: Hasil Analisis

Keterangan: VAR.: Variabel T : Hipotesis diterima X₁ : Struktur modal
Hip.: Hipotesis TT : Hipotesis tidak diterima FI : Faktor Internal
FE. : Faktor Eksternal

Tabel 6
Rekapitulasi Hasil Analisis Statistik Pengujian Hipotesis 3 s/d 4
Metode Analisis Regresi Linier Berganda

Hipotesis	Var.	B	p	Hip	Hipotesis	Var.	B	p	Hip
Hipotesis 3: "Terdapat Pengaruh Masing-Masing Variabel Bebas Terhadap Struktur Modal" (Variabel Terikat: X ₁)	X _{2.1}	- 0.039	0.157	TT	Hipotesis 4: "Terdapat Pengaruh Masing-Masing Variabel Bebas Terhadap Nilai Perusahaan" (Variabel Terikat: Y)	X ₁	0.308	0.001	T
	X _{2.2}	0.112	0.001	T		X _{2.1}	0.105	0.002	T
	X _{2.3}	0.050	0.401	TT		X _{2.2}	0.035	0.001	T
	X _{2.4}	0.060	0.055	TT		X _{2.3}	0.807	0.001	T
	X _{2.5}	0.198	0.001	T		X _{2.4}	0.168	0.001	T
	X _{2.6}	0.172	0.001	T		X _{2.5}	- 0.115	0.112	TT
	X _{2.7}	- 0.120	0.012	T		X _{2.6}	0.007	0.930	TT
	X _{2.8}	- 0.011	0.824	TT		X _{2.7}	0.260	0.001	T
	X _{2.9}	0.035	0.570	TT		X _{2.8}	- 0.082	0.169	TT
	X _{3.1}	- 0.412	0.001	T		X _{2.9}	- 0.121	0.096	TT
X _{3.2}	- 0.006	0.793	TT	X _{3.1b}	0.640	0.001	T		
X _{3.3}	0.017	0.205	TT	X _{3.2b}	0.067	0.006	T		
	-	-	-	-	X _{3.3b}	- 0.011	0.479	TT	

Sumber: Hasil Analisis

- T = Hipotesis diterima
- TT = Hipotesis tidak diterima
- Y = nilai perusahaan
- $X_{2.3}$ = pertumbuhan perusahaan
- $X_{2.4}$ = keurikan
- $X_{2.5}$ = risiko keuangan
- $X_{2.6}$ = nilai aktiva yang diagunkan
- $X_{2.7}$ = profitabilitas
- $X_{2.8}$ = pembayaran dividen
- $X_{2.9}$ = non-debt tax shield
- X_1 = struktur modal
- $X_{2.1}$ = pembayaran pajak
- $X_{2.2}$ = ukuran perusahaan
- $X_{3.1}$ = tingkat bunga tahun t
- $X_{3.1b}$ = tingkat bunga tahun $t+1$
- $X_{3.2}$ = fluktuasi nilai tukar v.asing tahun t
- $X_{3.2b}$ = fluktuasi nilai tukar v.asing tahun $t+1$
- $X_{3.3}$ = keadaan pasar modal tahun t
- $X_{3.3b}$ = keadaan pasar modal tahun $t+1$

Tabel 6 menunjukkan bahwa berdasarkan tingkat signifikansi uji t pada analisis regresi linier berganda dan pada tingkat toleransi keyakinan $\alpha = 0,05$, **hipotesis ketiga dan keempat tidak seluruhnya diterima**. Dengan mempertimbangkan asumsi klasik, variabel yang signifikan mempengaruhi struktur modal dan nilai perusahaan industri, serta besarnya koefisien regresi masing-masing variabel nampak pada tabel 7.

PEMBAHASAN

Kebijakan Struktur Modal Perusahaan Industri

Berdasarkan pembahasan pengaruh variabel penentu struktur modal perusahaan industri menunjukkan bahwa kebijakan struktur modal perusahaan industri di Indonesia sangat sensitif terhadap perubahan tingkat bunga. Jika dihubungkan dengan pengaruh pembayaran pajak yang tidak signifikan, mencerminkan bahwa kebijakan struktur modal perusahaan industri di Indonesia tidak memperhitungkan pengurangan pembayaran pajak penghasilan, tetapi mempertimbangkan efisiensi biaya modal (*cost of capital*). Kebijakan struktur modal perusahaan industri di Indonesia tersebut tidak sesuai dengan teori Modigliani dan Miller. Modigliani dan Miller berargumentasi bahwa dengan adanya pajak, perusahaan akan cenderung memperbesar penggunaan hutang dalam struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan sebesar penghematan pajak. Kebijakan perusahaan industri dalam menggunakan hutang yang didasarkan pada efisiensi biaya modal mencerminkan kebijakan struktur modal yang didasarkan pada **teori struktur modal tradisional**.

Risiko keuangan perusahaan industri di Indonesia cukup besar mempengaruhi penggunaan hutang, besarnya biaya bunga akan menambah

Tabel 7
Variabel Penentu Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

Struktur Modal (X_1)			Nilai Perusahaan (Y)		
VAR	B	R^2	VAR	B	R^2
	0.198	0.723	X_1 = struktur modal	0.306	0.727
$X_{2.5}$ = risiko keuangan			$X_{2.1}$ = pembayaran pajak	0.105	
$X_{2.7}$ = profitabilitas	-0.120		$X_{2.3}$ = pertumbuhan perusahaan	0.807	
$X_{3.1}$ = tingkat bunga tahun t	-0.412		$X_{2.4}$ = keunikan	0.168	
Constant	-3.590	0.117	$X_{2.7}$ = profitabilitas	0.260	
$X_{2.2}$ = ukuran perusahaan	0.112		$X_{3.1b}$ = tingkat bunga tahun $t+1$	0.640	
$X_{2.6}$ = nilai aktiva yang diagunkan	0.172		$X_{3.3b}$ = keadaan pasar modal tahun $t+1$	0.067	
			$X_{2.2}$ = ukuran perusahaan	0.035	0.512

Sumber: Hasil Analisis

penggunaan hutang, dalam arti bahwa besarnya biaya bunga perusahaan industri di Indonesia ditutup dengan hutang, sehingga akan memperbesar risiko keuangan perusahaan. Selain itu, perusahaan industri di Indonesia kurang bervariasi dalam menciptakan produk atau perusahaan industri di Indonesia kurang memiliki keunikan, sehingga kurang mampu meminimumkan variabilitas laba.

Kebijakan penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan industri di Indonesia dipengaruhi oleh besarnya nilai aktiva tetap dan besarnya total aktiva, hal ini mencerminkan bahwa semakin besar suatu perusahaan industri dengan nilai aktiva tetap yang digunakan juga besar akan menggunakan hutang yang semakin besar. Tetapi penggunaan hutang perusahaan industri di Indonesia yang besar tersebut akan berkurang jika perusahaan memperoleh keuntungan yang besar, karena keuntungan tersebut akan digunakan sebagai penambah modal sendiri dan mengurangi proporsi hutang. Besarnya nilai transaksi perdagangan saham tidak mempengaruhi perusahaan untuk mengganti sumber dana hutang dengan menerbitkan saham dalam struktur modalnya.

Berpengaruhnya nilai total aktiva, nilai aktiva yang digunakan, dan profitabilitas perusahaan dan tidak berpengaruhnya keadaan pasar modal terhadap penggunaan hutang perusahaan industri, mencerminkan bahwa kebijakan struktur modal perusahaan industri dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan menghindari informasi yang menyebabkan persepsi negatif dari investor, sehingga berdasarkan pada informasi asimetris (*asymmetric information*), kebijakan struktur modal perusahaan industri menggunakan model *pecking order*, yaitu mengutamakan penggunaan sumber dana dari laba ditahan, yang kedua hutang, dan yang terakhir dari penerbitan saham.

Kebijakan struktur modal perusahaan industri di Indonesia, walaupun dipengaruhi oleh nilai aktiva tetap, tetapi nilai depresiasi dan amortisasinya tidak cukup untuk diperhitungkan sebagai pengurang proporsi hutang dalam struktur modal. Selain itu hutang perusahaan industri di Indonesia sebagian besar bernilai rupiah, sehingga perubahan nilai tukar valuta asing tidak berpengaruh terhadap hutang perusahaan.

Pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan

industri di Indonesia selama ini didasarkan atas kewajiban perusahaan dalam memberi keuntungan investor atas investasinya di perusahaan, tanpa didasarkan pada perkembangan perusahaan, oleh karenanya pembayaran dividen dan perkembangan perusahaan tidak mempengaruhi penggunaan hutang dalam struktur modal.

Struktur modal perusahaan industri di Indonesia yang didominasi oleh sumber dana hutang dengan risiko keuangan yang besar dan tanpa memperhitungkan perkembangan perusahaan, sangat mengkhawatirkan tingkat likuiditas dan solvabilitas perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dan jangka panjangnya. Hal ini tidak terlepas dari kebijakan pemerintah.

Deregulasi perbankan yang dikenal dengan Paket Kebijakan Oktober 1988, dengan memberikan kebebasan perbankan menentukan suku bunga dan membuka cabang, telah memotivasi perusahaan selama ini untuk memenuhi kebutuhan dananya dengan hutang, keadaan ini ditunjang dengan belum efisiennya pasar modal. Tidak signifikannya keadaan pasar modal mempengaruhi struktur modal menunjukkan bahwa kebijakan pemerintah untuk memasyarakatkan pasar modal belum maksimal, walaupun dari sisi pasar modal telah menunjukkan perkembangan yang sangat baik, tetapi dilihat dari sisi struktur modal perusahaan khususnya perusahaan industri, sumber dana dari hutang masih dominan.

Belum efisiennya pasar modal di Indonesia akan mengakibatkan ketergantungan perusahaan terhadap sumber dana hutang akan tinggi, yang juga akan mengakibatkan besarnya biaya agen dan risiko kebangkrutan. Keadaan ini telah dibuktikan dengan banyaknya perusahaan yang bangkrut akibat krisis moneter tahun 1997.

Berdasarkan analisis regresi, maka variabel penentu struktur modal perusahaan industri di Indonesia adalah variabel ukuran perusahaan, risiko keuangan, nilai aktiva yang digunakan, profitabilitas, dan tingkat bunga. Persamaan struktur modal perusahaan industri sebagai berikut:

$$X_{1-Industri} = 0,198 X_{2,5} - 0,120 X_{2,7} - 0,412 X_{3,1}$$

$$X_{1-Industri} = - 3,590 + 0,112 X_{2,2} + 0,172 X_{2,6}$$

Berdasarkan pembahasan di atas, maka kesimpulan dari kebijakan struktur modal perusahaan industri di Indonesia disajikan pada tabel 8.

Tabel 8

Rekapitulasi Hasil Pembahasan Kebijakan Struktur Modal Perusahaan industri

Model Teori Struktur Modal Dan Variabel Penentu		
Pengaruh Variabel Penentu Kebijakan Struktur Modal Terhadap Penggunaan Hutang		Model Teori Struktur Modal
Variabel	Pengaruh	
Tingkat bunga	-	Struktur Modal Tradisional
Pembayaran pajak	TS	
Risiko Keuangan	+	<i>Pecking Order</i>
Nilai Aktiva yang Diagunkan	+	
Profitabilitas	-	
Ukuran Perusahaan	+	
Keadaan Pasar modal	TS	

Keterangan:

+ = pengaruh positif dan bermakna - = pengaruh negatif dan bermakna

TS = pengaruh tidak bermakna (tidak signifikan)

Nilai Perusahaan Industri

Dari sisi internal perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas mempunyai pengaruh yang dominan terhadap nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham, hal ini mencerminkan bahwa investor saham perusahaan industri di Indonesia sangat mengutamakan memilih saham perusahaan industri yang memiliki pertumbuhan harga saham dan profitabilitas yang tinggi sebagai cerminan kinerja perusahaan yang baik. Dalam jangka panjang, investor mengharapkan tingkat pertumbuhan perusahaan, bukan dividen, sehingga pembayaran dividen dan variabilitas laba (risiko keuangan) tidak menjadi pertimbangan investor dalam melakukan permintaan saham perusahaan industri.

Perusahaan industri dengan keunikan produk yang dihasilkan tinggi, meningkatkan daya tarik investor dalam membeli saham perusahaan industri. Suatu perusahaan yang mampu menghasilkan produk dengan keunikan yang tinggi akan mampu memperpanjang *product life cycle*.

Perusahaan industri di Indonesia merupakan perusahaan padat karya sehingga nilai aktiva tetap dan depresiasi tidak dipertimbangkan oleh investor. Besarnya nilai depresiasi tidak diperhitungkan sebagai penambah *cash flow* untuk mengganti hutang dalam struktur modal perusahaan industri di Indonesia.

Kebijakan struktur modal perusahaan industri

di Indonesia yang menggunakan sumber dana hutang dalam proporsi yang besar, memberikan persepsi positif kepada investor, dengan anggapan bahwa peningkatan penggunaan hutang digunakan untuk ekspansi yang akan meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Tidak dipermasalahkan pengguna hutang dalam struktur modal juga ditunjukkan dengan tidak dipermasalahkan variabilitas laba karena besarnya biaya bunga akibat besarnya pinjaman sehingga investor tidak mempertimbangkan risiko keuangan dalam membeli saham perusahaan industri.

Analisis ini juga ditunjang oleh pengaruh posisi pembayaran pajak, semakin besar suatu perusahaan industri membayar pajak penghasilan mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan mencerminkan kinerja perusahaan yang baik, hal ini menjadi pertimbangan investor dalam membeli saham perusahaan tersebut. Dalam membeli saham perusahaan industri, investor lebih mengutamakan pertumbuhan dan profitabilitas daripada ukuran perusahaan, oleh karena itu semakin besar suatu perusahaan yang tercermin dalam peningkatan nilai total aktiva, tidak banyak mempengaruhi investor dalam membeli saham, dan bahkan menjadi pertimbangan investor yang terakhir.

Nilai perusahaan industri di Indonesia yang tercermin dalam harga saham sangat dominan dipengaruhi oleh tingkat bunga. Investor mempunyai

persepsi bahwa kenaikan tingkat bunga merupakan pertanda memburuknya keadaan ekonomi, sehingga untuk menghindari risiko, investor meningkatkan investasinya pada saham perusahaan industri di Indonesia, hal ini ditunjang oleh pengaruh positif fluktuasi nilai tukar valuta asing terhadap harga saham.

Meningkatnya fluktuasi nilai tukar valuta asing dan tingkat bunga sebagai pertanda keadaan ekonomi Indonesia yang kurang sehat, akan diantisipasi oleh investor dengan berinvestasi pada saham perusahaan industri, dengan anggapan bahwa dalam jangka panjang perusahaan industri lebih mampu bertahan dalam keadaan ekonomi yang kurang sehat karena kontinuitas usahanya dalam menghasilkan kebutuhan konsumen, sedangkan naiknya tingkat bunga dan tingginya nilai tukar valuta asing hanya bersifat sementara.

Keadaan pasar modal tidak mempengaruhi keputusan investor untuk membeli saham, hal ini mencerminkan bahwa investor perusahaan industri adalah investor jangka panjang yang tidak terpengaruh dengan naik-turunnya nilai transaksi perdagangan saham tetapi terpengaruh dengan perubahan ekonomi negara Indonesia.

Dari pembahasan di atas dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan industri di Indonesia ditentukan oleh variabel struktur modal, pembayaran pajak, pertumbuhan perusahaan, keunikan, profitabilitas, tingkat bunga dan fluktuasi nilai tukar valuta asing. Persamaan fungsi nilai perusahaan industri dengan variabel penentunya adalah sebagai berikut:

$$Y_{\text{Industri}} = 0,310 X_1 + 0,0996 X_{2,1} + 0,802 X_{2,3} + 0,165 X_{2,4} + 0,254 X_{2,7} + 1,077 X_{3,1b} + 0,0856 X_{3,2b}$$

$$Y_{\text{Industri}} = 0,069 X_{2,2}$$

Hasil pembahasan pengaruh variabel struktur modal, pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan pasar modal terhadap nilai perusahaan industri, menghasilkan kesimpulan tentang persepsi investor terhadap kinerja

perusahaan dan keadaan ekonomi makro dalam memutuskan investasi saham perusahaan industri di Indonesia.

Perspektif Teori

Teori struktur modal yang dikembangkan oleh Modigliani dan Miller menimbulkan berbagai tanggapan, terutama tentang penggunaan hutang dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Modigliani dan Miller berpendapat bahwa pada pasar persaingan sempurna dan tidak memperhitungkan pajak, penggunaan hutang dalam struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan adanya keseimbangan antara penurunan biaya rata-rata hutang dengan kenaikan biaya rata-rata modal sendiri sebesar risiko penggunaan hutang yang semakin besar. Jika memperhitungkan pajak, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar pengurangan pembayaran pajak penghasilan karena adanya biaya bunga dari hutang yang digunakan.

Berdasarkan teori tersebut ada kecenderungan perusahaan menggunakan hutang dalam struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan memanfaatkan pengurangan pembayaran pajak penghasilan. Namun dalam kenyataannya tidak semua perusahaan memanfaatkan penghematan pembayaran pajak penghasilan dalam menggunakan hutang. Perusahaan dalam menggunakan hutang lebih mempertimbangkan tingkat bunga, biaya penerbitan saham dan persepsi investor daripada penghematan pajak penghasilan.

Berdasarkan hasil penelitian ini maka teori struktur modal yang lebih realistis dapat dipergunakan oleh perusahaan adalah teori yang mempertimbangkan biaya modal dan persepsi investor. Teori struktur modal yang mempertimbangkan biaya modal adalah **teori tradisional**, sedangkan teori yang mempertimbangkan persepsi investor adalah **teori pecking order**.

Faktor yang dipertimbangkan dalam kebijakan penentuan sumber dana pada struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah: (1) ukuran perusahaan, (2) risiko keuangan, (3) nilai aktiva tetap yang dapat diagunkan, (4) profitabilitas, (5) keadaan pasar modal, (6) tingkat bunga, dan (8) persepsi investor.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

- 1) Pengaruh faktor internal dan faktor eksternal terhadap struktur modal ditunjukkan oleh nilai *R-Square* hasil analisis regresi linier berganda. *R-Square* untuk sampel perusahaan industri sebesar 0,082 dan dengan tingkat signifikansi masing-masing sebesar 0,001, 0,004, dan 0,001. Pada tingkat toleransi keyakinan $\alpha = 0,05$, hasil tersebut **menerima hipotesis kesatu**, sehingga disimpulkan bahwa: faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, dan faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing, keadaan pasar modal bersama-sama mempengaruhi secara bermakna terhadap struktur modal perusahaan industri,
- 2) Pengaruh faktor internal dan faktor eksternal terhadap nilai perusahaan ditunjukkan oleh nilai *R-Square* hasil analisis regresi linier berganda. *R-Square* untuk sampel perusahaan industri sebesar 0,517, dan dengan tingkat signifikansi masing-masing sebesar 0,001. Pada tingkat toleransi keyakinan $\alpha = 0,05$, hasil tersebut **menerima hipotesis kedua**, sehingga disimpulkan bahwa: faktor internal yang terdiri dari variabel pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield*, dan faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, fluktuasi nilai tukar valuta asing, keadaan pasar modal bersama-sama mempengaruhi secara bermakna terhadap nilai perusahaan industri,
- 3) Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda, pernyataan dalam hipotesis ketiga yang berbunyi: "Adanya pengaruh yang bermakna masing-masing variabel dari faktor internal dan variabel dari faktor eksternal terhadap struktur modal perusahaan industri, ", tidak semuanya terbukti. Kesimpulan dari hasil analisis hipotesis ketujuh adalah variabel penentu struktur modal perusahaan industri adalah variabel ukuran perusahaan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, dan tingkat bunga ;
- 4) Berdasarkan hasil analisis *regresi linie berganda*, pernyataan dalam hipotesis keempat yang berbunyi: "Adanya pengaruh yang bermakna masing-masing variabel dari faktor internal dan variabel dari faktor eksternal terhadap nilai perusahaan industri ", tidak semuanya terbukti. Kesimpulan dari hasil analisis hipotesis keempat adalah variabel penentu nilai perusahaan industri adalah variabel struktur modal, pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, profitabilitas, tingkat bunga dan fluktuasi nilai tukar valuta asing;
- 5) Besarnya pengaruh nilai aktiva yang diagunkan dan ukuran perusahaan terhadap penggunaan hutang, serta pengaruh profitabilitas terhadap pengurangan hutang, mencerminkan bahwa kebijakan penggunaan sumber dana dalam struktur modal perusahaan industri di Indonesia didominasi oleh hutang dan laba ditahan. Kebijakan tersebut didasarkan oleh informasi asimetris (*asymmetric information*) dengan teori struktur modal **pecking order**, yaitu teori yang mengutamakan penggunaan sumber dana dalam struktur modal yang tidak menimbulkan persepsi negatif bagi investor.
- 6) Kebijakan penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan industri berpengaruh bermakna dalam meningkatkan nilai perusahaan, tetapi tidak didukung oleh pengaruh bermakna pembayaran pajak terhadap struktur modal. Analisis ini **menolak teori Modigliani dan Miller** yang menyatakan penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak.
- 7) Pengaruh negatif profitabilitas, *non-debt tax shield* dan fluktuasi nilai tukar valuta asing terhadap penggunaan hutang pada struktur modal perusahaan industri, menunjukkan bahwa sumber dana struktur modal perusahaan industri bervariasi, yaitu laba ditahan, depresiasi dan amortisasi, hutang dalam negeri dan hutang luar

negeri. Bervariasinya sumber dana struktur modal perusahaan industri, mengakibatkan rendahnya biaya modal perusahaan industri.

8) Berdasarkan hasil analisis, maka perspektif teori yang diuraikan adalah:

- a) Teori struktur modal yang lebih realistis dapat dipergunakan oleh perusahaan adalah teori yang mempertimbangkan biaya modal dan persepsi investor. Teori struktur modal yang mempertimbangkan biaya modal adalah **teori tradisional**, sedangkan teori yang mempertimbangkan persepsi investor adalah **teori pecking order**.
- b) Variabel yang dipertimbangkan dalam kebijakan penentuan sumber dana pada struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah: (1) tingkat bunga, (2) biaya penerbitan saham, (3) ukuran perusahaan, (4) risiko keuangan, (5) nilai aktiva tetap yang dapat dijadikan agunan, (6) profitabilitas, (7) keadaan pasar modal, (8) persepsi investor, dan (9) pengendalian lembaga penyalur dana.
- c) Sumber dana yang digunakan oleh perusahaan multinasional lebih bervariasi, dapat diperoleh dari negara dimana perusahaan beroperasi dan dari pasar modal internasional, sehingga perusahaan multinasional dapat lebih menekan biaya modal daripada perusahaan domestik.
- d) Perusahaan multinasional dengan variasi sumber dana, produk yang dihasilkan, dan pasar; mampu menekan variabilitas pendapatan dan laba untuk menutup biaya modal tetap. Oleh karena itu perusahaan multinasional mempunyai kemampuan yang lebih besar daripada perusahaan domestik dalam menggunakan sumber dana hutang pada struktur modalnya.
- e) Variabel yang dipertimbangkan perusahaan multinasional (*Mutinalional Corporation/ MNCs*) dalam kebijakan penentuan sumber dana pada struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah: (1) ukuran perusahaan, (2), pertumbuhan perusahaan (3) keunikan perusahaan, (4) nilai aktiva tetap yang dapat dijadikan agunan, (5)

profitabilitas, (6) *non-debt tax shield*, (7) persepsi investor, (8) faktor internasional yang menyangkut tingkat bunga, pasar modal, nilai tukar valuta asing.

Saran

- 1) Perusahaan industri di Indonesia diharapkan dapat mengurangi proporsi penggunaan hutang dalam struktur modal, sehingga dapat mengurangi risiko keuangan perusahaan.
- 2) Dominannya pengaruh tingkat bunga terhadap penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan industri di Indonesia, dapat dipakai sebagai dasar kebijakan pemerintah dalam menentukan tingkat suku bunga, khususnya penentuan tingkat bunga dalam keadaan ekonomi yang memburuk. Menaikkan tingkat bunga untuk mengatasi keadaan ekonomi yang memburuk akan menghambat kegiatan operasional dan investasi perusahaan industri di Indonesia.
- 3) Pengaruh positif risiko keuangan terhadap penggunaan hutang perusahaan industri di Indonesia menunjukkan lemahnya analisis perbankan terhadap kinerja perusahaan dalam merealisasi kredit yang diajukan perusahaan, oleh karena itu disarankan agar pihak perbankan lebih seksama memperhatikan kondisi keuangan perusahaan, terutama kemampuan membayar bunga dan pinjaman.
- 4) Rendahnya pengaruh keadaan pasar modal terhadap pengurangan hutang, menunjukkan belum maksimalnya peran pasar modal di Indonesia dalam membiayai kegiatan perusahaan. Oleh karena itu disarankan agar pasar modal di Indonesia lebih memasyarakatkan perannya untuk mengurangi ketergantungan perusahaan industri terhadap penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan dengan lebih menyederhanakan prosedur *go-public* dan mengurangi biaya penerbitan saham.
- 5) Perusahaan industri yang padat modal, disarankan untuk lebih mengefisienkan dan mengefektifkan penggunaan sumber daya manusia dan memaksimalkan penggunaan aktiva tetap agar dapat membantu meningkatkan *cash flow* perusahaan. Bagi perusahaan industri

- yang padat karya, disarankan untuk mengurangi penggunaan aktiva tetap yang berlebihan untuk mengefisienkan biaya operasional perusahaan.
- 6) Dominannya pengaruh pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai

perusahaan, maka perusahaan industri di Indonesia disarankan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dengan meningkatkan profitabilitas perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, DA, and Hayworth SC, 1993. Macroeconometrics of Stock Price Fluctuation. *Quarterly Journal of Business and Economics*. Volume 32, Number 1.
- Aggrawal R, 1994. International Differences in Capital Structure Norms: An Empirical Study of Large European Companies. *Management International Review*. Vol. 34, pp 5-18.
- Alderson MJ, and Betker BL, 1996. Liquidation Costs and Accounting Data. *Financial Management*, Vol. 25: No. 2, pp 25-36.
- Alwi S, 1993. *Alat-alat Analisa Dalam Pembelanjaan*, Edisi Ketiga. Yogyakarta, Andi Offset.
- Amihud Y, and Murgia M, 1997. Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany. *The Journal of Finance*, Vol. LII, No.1.
- Atmaja LS, 1994. *Manajemen Keuangan - Buku 1*. Yogyakarta: Penerbit Andi Offset.
- Biro Pusat Statistik, 1991. *Statistik Indonesia 1990*. Jakarta.
- Biro Pusat Statistik, 1993. *Statistik Indonesia 1992*. Jakarta.
- Biro Pusat Statistik, 1995. *Statistik Indonesia 1994*. Jakarta.
- Biro Pusat Statistik, 1997. *Statistik Indonesia 1996*. Jakarta.
- Biro Pusat Statistik, 1999. *Statistik Indonesia 1998*. Jakarta.
- Badan Pusat Statistik, 1999^a. *Produk Domestik Bruto Indonesia Menurut Penggunaan 1993-1998*. Jakarta.
- Badan Pusat Statistik, 1999^b. *Nilai Tukar Valuta Asing Di Indonesia 1998*. Jakarta.
- Badan Pusat Statistik, 1999^c. *Pendapatan Nasional Indonesia 1995-1998*. Jakarta.
- Badan Pusat Statistik, 1999^d. *Indikator Industri Besar Dan Sedang Indonesia 1997*. Jakarta.
- Badan Pusat Statistik, 1999^e. *Laporan Perekonomian Indonesia 1998*. Jakarta.
- Bagnani ES, Milinas NT, Saunders A, Travlos NG, 1994. Managers, Owners, and The Pricing of Risky Debt: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, Vol. XLIX: No. 2. pp.453-477.
- Bagwell LS, and Zechner J, 1993. Influence Costs and Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. XLVIII: No. 3. pp.975-1008.
- Baker JC. 1998. *International Finance: Management, Markets, and Institutions*. New Jersey: Prentice Hall.
- Bank Indonesia, 1992. *Laporan Bank Indonesia Akhir Tahun 1991*. Jakarta.
- Bank Indonesia, 1993. *Laporan Bank Indonesia Akhir Tahun 1992*. Jakarta.
- Bank Indonesia, 1994. *Laporan Bank Indonesia Akhir Tahun 1993*. Jakarta.
- Bank Indonesia, 1995. *Laporan Bank Indonesia Akhir Tahun 1994*. Jakarta.
- Bank Indonesia, 1996. *Laporan Bank Indonesia Akhir Tahun 1995*. Jakarta.
- Bank Indonesia, 1997. *Laporan Bank Indonesia Akhir Tahun 1996*. Jakarta.
- BAPENAS, 1997. *Informasi Investasi di Indonesia*. Jakarta.
- Barbee WC, Mukhreji S, and Raines GA, 1996. Do Sales-Price and Debt-Equity Explain Stock Returns Better than Book-Market and Firm Size ?. *Financial Analysts Journal*.
- Barclay MJ, and Smith CW, 1995. The Maturity Structure of Corporate Debt. *The Journal of Finance*, Vol. L. No. 3: pp. 609 -631.

- Barclay MJ, and Smith CW, 1995. The Priority Structure of Corporate Liabilities. *The Journal of Finance*, Vol. L, No. 3. pp. 899-917.
- Baskin J, 1989. Dividend policy and the volatility of common stocks. *The Journal of Portfolio Management*.
- Bayless, ME, and Diltz JD, 1994. Securities Offerings and Capital Structure Theory. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(1). pp 77-90.
- Bhandari LC, 1988. Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, Vol. XLIII: No. 2. pp.507-528.
- Bierman H, 1989. *Strategic Financial Planning*. New York: The Free Press.
- Brigham, EF, 1983. *Fundamentals of Financial Management*, Third Edition. United States of America: The Dryden Press.
- Brown SJ, Kritzman MP, 1992. *Quantitative Methods for Financial Analysis*. First Edition. Tokyo: Toppan Company Limited.
- Burgman TA, 1996. An Empirical Examination Of Multinational Corporate Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, pp 553-570.
- Bursa Efek Jakarta, 1996. *Fact Book 1995*. Jakarta.
- Bursa Efek Jakarta, 1997. *Fact Book 1996*. Jakarta.
- Bursa Efek Jakarta, 1998. *Fact Book 1997*, Edisi Khusus. Jakarta.
- Bursa Efek Jakarta, 1999. *Fact Book 1998*. Jakarta.
- Business International Research, 1987. *Managing Risks and Cost Through Financial Innovation*. New York: Business International Corporation.
- Brealey R, and Myers S, 1984. *Principles of Corporate Finance*, Second Edition. McGraw-Hill, Inc.
- Bruce BR, Epstein CB, 1994. *The Handbook of Corporate Company Performance Earnings and Stock Market Valuation Analysis*. Singapore: Probus Publishing Company Co.,Ltd.
- Campsey BJ, Brigham EF, 1985. *Introduction to Financial Management*. United States of America: The Dryden Press.
- Clarke RG, Wilson BD, Nadould SD, 1990. *Strategic Financial Management*. Illinois: Richard D. Irwin, Inc.
- Conroy RM, Harris RS, 1995. Analysts' Earnings Forecasts in Japan: Accuracy and Self-side Optimism. *Pacific-Basin Finance Journal*, pp 393-408.
- Supranto J, 1983. *Ekonomi*. Buku Satu. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Copeland TE, Koller T, Murrin J, 1994. *Valuation Measuring and Managing The Value of Companies*. Second Edition. Singapore: John Wiley & Sons, Inc.
- Copeland TE, Weston JF, 1986. *Financial Theory and Corporate Policy*. Eighth Edition. Tokyo: The Dryden Press CBS Publishing.
- Curran WS, 1988. *Principles of Corporate Finance*. United States of America: Harcourt Brace Jovanovich, Inc.
- Damodaran A, 1997. *Corporate Finance - Theory and Practice*. New York Chichester Toronto Singapore Weinheim: John Wiley & Sons, Inc..
- Departemen Keuangan Republik Indonesia, Badan Pengawas Pasar Modal, *Capital Market Society of Indonesia*, 1996. *Cetak Biru Pasar Modal Indonesia (Rencana Pengembangan Lima Tahun 1996-2000)*. Jakarta.

- Millon US, Johnson H, 1994. The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices. *The Journal of Finance*. Vol. XLIX, No. 1.
- Prasanto, Subagyo P, 1996. *Statistik Induktif*. Yogyakarta: BPFE-UGM.
- Prisman DL, Gilster JE, and Louton DA, 1996. Expected Inflation, Interest Rates, and Stock Returns. *The Financial Review*. Vol.31.
- Prima, 1999. *Perekonomian Indonesia*. Yogyakarta: Penerbit Erlangga.
- Ron EJ, Gruber MJ, 1989. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Second Edition. Singapore: John Wiley & Sons.
- Rory DR., Finnerty JD, 1997. *Corporate Financial Management*. United States of America: Prentice Hall International, Inc
- Roma EF, Miller MH, 1972. *The Theory of Finance*. Illinois: Dryden Press.
- Ross KR, Tennant KL, Jerris SI, 1992. *How to Understand Financial Statements*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Scher DE, Jordan RJ, 1991. *Security Analysis and Portfolio Management*. Fifth Edition. New Jersey: Prentice Hall.
- Scher OE, Heinkel, 1989. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Test. *The Journal of Finance*. Vol. XLIV, No. 1.
- Singer HR, Ganapathy S, 1982. *Financial Econometrics*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Singer RJ, Farrell JL, 1987. *Modern Investments And Security Analysis*. Singapore: McGraw-Hill Book Company.
- Singh JC, 1986. *Investments Analysis and Management*. Fourth Edition. Singapore: McGraw-Hill International.
- Stout A, Cai F, 1999. Capital Structure: New Evidence of Optimality and Pecking Order Theory. *American Business Review*.
- Stout CH, 1990. *Financial Statement Analysis, Using Financial Accounting Information*. Fourth Edition. Boston: PWS-Kent Publishing Company.
- Stout SC, 1997. Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms. *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 1. pp 161-196.
- Sudrajat D, 1982. *Basic Econometrics*. New York: McGraw-Hill.
- Sudrajat D, Zain S, 1995. *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Sullivan JF, Anderson RE, Tatham RL, Black WC, 1992. *Multivariate Data Analysis With Readings*. New York: Macmillan Publishing Company.
- Stamton JJ, 1989. *Financial Decision Making: Concepts, Problems, and Cases*. Fourth Edition. Prentice Hall International Editions.
- Stout HH, 1976. *Modern Factor Analysis*. Chicago: University of Chicago Press.
- Stout M, Raviv A, 1991. The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 1. pp 297-355.
- Stout EA, 1991. *Techniques of Financial Analysis*. Seventh Edition. Homewood Illinois: Richard D. Irwin Inc.
- Stout RC, 1989. *Analysis For Financial Management*. Second Edition. Japan: Toppan company, LTD.
- Stout JE, and Senbet LW, 1990. International Capital Structure Equilibrium. *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No. 5. pp 1495 - 1516.
- Stout G, Zietz J, and Benkato O, 1994. An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(1), pp 1-14.

- Husnan S, Pujiastuti E, 1994. **Manajemen Keuangan**, Edisi 1. Yogyakarta, UPP AMP YKPN.
- Indriantoro N, Supomo B, 1999. **Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi & Manajemen**. Edisi Pertama Yogyakarta: BPFE.
- Jakarta Stock Exchange, 1995. **JSX Statistics 1994**. Jakarta
- Jakarta Stock Exchange, 1996. **JSX Statistics 1995**. Jakarta
- Jakarta Stock Exchange, 1997. **JSX Statistics 1996**. Jakarta
- Jakarta Stock Exchange, 1998. **JSX Statistics 1997**. Jakarta.
- Jakarta Stock Exchange, 1999. **JSX Statistics 1998**. Jakarta
- James C, 1996. Bank Debt Restructurings and the Composition of Exchange Offers in Financial Distress. **The Journal of Finance**, Vol. LI: No. 2. pp 711-727.
- Johnson SA, 1997. The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure. **Financial Management**, Vol. 26, No. 4 pp. 47-56.
- Joseph FH, Rolph EA, Ronald LT, William CB, 1987. **Multivariate Data Analysis - With Reading**, Third Edition New York, Macmillan Publishing Company.
- Kamath RR., 1997. Long-Term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of NYSE Firms **The Financial Review**, Vol. 32, No. 2, pp 331-356.
- Kasmir, 1998. **Bank Dan Lembaga Keuangan Lainnya**, Cetakan Pertama. Jakarta, PT Raja Grafindo Persada
- Keown AJ, Scott DV, Martin JD, Petty JW, 1996. **Basic Financial Management**, United States of America Seventh Edition. Prentice Hall International, Inc.
- Kerlinger FN, 1986. **Foundations of Behavioral Research**, Third Edition. Japan, CBS College Publishing.
- Ketz JE, Doogar RK, Jensen DE, 1990. **A Cross Analysis of Financial Ratios Comparabilities and Corporate Performance**. London: Quorum Books.
- Koutsoyiannis A, 1985. **Theory of Econometrics**. Second Edition. Hong Kong: Macmillan Publishers LTD.
- Lee KC, 1988. Multinational Corporations VS. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure. **Journal of International Business Studies**.
- Lee KC, Kwok CCY, 1988. Multinational Corporation VS. Domestic Corporations: International Environmental Factors And Determinants of Capital Structure. **Journal of International Business Studies**, pp 195-211.
- Leland HE, 1994. Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal capital Structure. **The Journal of Finance** Vol. XLIX, No. 4, pp 1213-1252.
- Leland HE, and Toft KB, 1996. Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads. **The Journal of Finance**, Vol. LI: No. 3. pp 987-1019.
- Leland HE, 1998. Agency Cost, Risk Management, and Capital Structure. **The Journal of Finance**, Vol. LIII: No 4, pp 1213-1243.
- Levi M, 1988. **International Financial Management and The International Economy**. Singapore: McGraw Hill Book Company.
- Lindsay R, Sametz A, 1994. **Financial Management: an Analytical Approach**. United States of America Richard D. Irwin Inc.
- Masulis RW, 1988. **The Debt/Equity Choice**. United States of America: Ballinger Publishing Company.

- Myer FC, Triantis AJ, 1994. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: A Dynamic Framework. *The Journal of Finance*. Vol. XLIX, No.4, pp.1253- 1277.
- Myer MH, 1991. Leverage. *The Journal of Finance*. Vol. XLVI, No.2, pp. 479-488.
- Myrdalianski F, Miller MH, 1958. The Cost Of Capital, Corporate Finance And The Theory Of Investment. *The American Economic Review*, Vol. XLVIII, No.3, pp. 261-297.
- Myrdalianski F, Miller MH, 1961. Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares. *Journal Of Business*. 34.
- Myrdalianski ES, 1992. *Multinational Business Finance*. 6th edition. Singapore: Addison-Wesley Publishing Company.
- Myrdalianski MA, Perry LG, Rimbey JN, 1998. The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review* . 33. pp 85 - 98.
- Myrdalianski S, Dhatt MS, and Kim YH, 1997. A Fundamental Analysis of Korean Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, pp 75-80.
- Myrdalianski N, Switzer J, 1998. Firm Characteristics, Stock Price Reactions, and Debt as a Method of Payment for Corporate Acquisitions. *QJBE*, Vol. 37, No. 1
- Myrdalianski RG, Zingales L. 1995. What Do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. Vol. L, No.5, pp. 1421-1460.
- Myrdalianski RKS, 1992. *Financial Management: Concept and Application*, 2nd edition. New York, MacMillan Publishing Co.
- Myrdalianski S, 1991. A Model of Capital Structure when Earnings Are Mean-Reverting. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 26, No.3, pp. 327-343.
- Myrdalianski B, 1995. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta, BPFE.
- Myrdalianski AM, Lecraw DJ, Booth LD, 1987. *International Business Firm and Environment*. Toronto: McGraw-Hill Company.
- Myrdalianski IBM, 1991. *Pengaruh Fungsi Manajemen Pembelian Pada Harga Saham Perusahaan yang Masuk Pasar Modal di Beberapa Negara Asean*. Disertasi. Fakultas Pascasarjana Universitas Airlangga.
- Myrdalianski LD, Haley CW, 1986. *Introduction to Financial Management*, Fourth Edition. USA, MC.Graw-Hill Book Co.
- Myrdalianski U, 1992. *Research Methods For Business: A Skill - Building Approach* Second Edition. Singapore: John Willey & Sons Inc.
- Myrdalianski S, 1996. *Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Go-Public Serta Pengaruhnya Terhadap Tingkat Hasil Saham di Pasar Modal Indonesia, Thailand, dan Jepang*. Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Airlangga.
- Myrdalianski AC, 1992. *Multinational Financial Management*. Fourth Edition. Massachusetts USA: Allyn and Bacon.
- Myrdalianski AC, Balbirer SD, 2000. *Modern Corporate Finance*. United States of America: Prentice-Hall.
- Myrdalianski S, 1996. *Applied Multivariate Techniques*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Myrdalianski Y, 1999. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: CV Alfabeta.
- Myrdalianski J, 1983. *Ekonometrik*. Buku Satu. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Myrdalianski J, 1983. *Ekonomstriik*. Buku Dua. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Myrdalianski N, 1998. Discussion of Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratio of Firms in The UK. *Journal of Business & Accounting*, 25, pp. 1157-1161.

- Titman S, and Wessels R, 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*. Vol XLIII. No.1.
- Titman S, Opler TC, 1994. Financial Distress and Corporate Performance. *The Journal of Finance*. Vol. XLVI No.3, pp.1015-1041.
- Van Horne JC, Wachowicz JM, Jr, 1995. *Fundamentals of Financial Management*, Ninth Edition. United States of America: Prentice-Hall International, Inc.,
- Wahana Komputer Semarang, 1996. *Panduan Lengkap SPSS 6.0 for Windows*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Weston JF, Brigham EF, 1990. *Essentials of Managerial Finance*, Ninth Edition. United States of America: The Dryden Press.