
ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
STRUKTUR KEUANGAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG GO PUBLIC DI INDONESIA

3

Laili Hidayati
Imam Ghozali
Dwisetio Poerwono

ABSTRAKSI

Penelitian ini menguji tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur keuangan pada industri manufaktur di Indonesia. Model penelitian ini merupakan modifikasi dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Johnson (1997-b), Rajan dan Zingales (1995), Barclay dan Smith (1995-a), Homaiyar, Zietz dan Benkato (1994), Berger, Ofek dan Yermack (1997) serta Ghosh, Cai dan Li (2000). Penelitian ini juga mempertimbangkan pengaruh faktor-faktor tersebut setiap tahunnya dalam periode penelitian.

Penelitian ini mencoba untuk memberikan kontribusi pada literature mengenai struktur keuangan dalam dua hal. Pertama, data penelitian menggunakan sampel perusahaan manufaktur di Indonesia di mana kondisi pasar modalnya kurang stabil dibandingkan dengan pasar modal di Amerika Serikat. Kedua, periode saat penelitian dilakukan berada dalam keadaan yang tidak dapat diprediksi atau terjadi krisis ekonomi, hal ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan dalam keadaan yang lebih normal.

Analisis secara cross section dilakukan untuk menguji hubungan antara sembilan variabel independen (fixed asset ratio, market-to-book ratio, firm size, corporate tax rate, non-debt tax shields ratio, profitability, firm age, volatility, asset uniqueness) terhadap faktor leverage, berdasarkan nilai buku dan nilai pasar, dengan menggunakan teknik regresi. Hasil perhitungan dari ordinary least squares (OLS) regression terhadap 131 perusahaan membuktikan bahwa firm size dan profitability secara konsisten signifikan dan negatif terhadap faktor leverage. Fixed asset ratio, market-to-book ratio, corporate tax rate, non-debt tax shields, firm age, dan volatility memberikan hasil yang tidak konsisten pada delapan persamaan regresi. Sedangkan, non-debt tax shields ratio dan asset uniqueness tidak terbukti berpengaruh terhadap keputusan struktur keuangan.

Key words: Leverage, volatility, fixed asset ratio, non-debt tax shields ratio

PENDAHULUAN

Secara individu maupun kelompok, manusia akan berusaha mencapai keadaan yang lebih baik. Dalam kaitannya dengan bisnis (dunia usaha), kondisi lebih baik itu baru dapat dicapai jika perusahaan mampu menghasilkan keuntungan. Hal ini merupakan esensi dari seluruh kegiatan perekonomian. Untuk menghasilkan keuntungan tersebut, suatu perusahaan harus dapat melakukan kegiatan operasional sesuai dengan tujuan perusahaan tersebut didirikan.

Menurut Hidayat (1994), hasil kegiatan operasional suatu perusahaan secara konseptual dipengaruhi oleh keputusan manajemen dalam menetapkan struktur keuangan. Dengan demikian jika sebuah perusahaan beroperasi pada tingkat efisiensi yang sama untuk memperoleh pendapatannya maka kebijakan penetapan sumber pembelanjaan (*financial decision*) tidak akan menyebabkan perubahan terhadap pencapaian hasil kegiatan operasional. Sinaga (1999) mengemukakan bahwa kewajiban yang tercipta harus diperhitungkan sedemikian rupa sehingga tidak melebihi kekayaan perusahaan. Pelanggaran terhadap prinsip yang sebenarnya sangat sederhana ini dan tentunya diketahui oleh praktisi keuangan, akan berakibat sangat fatal. Akibat paling minim adalah *insolvency* dalam jangka pendek, dalam jangka panjang akibat yang paling buruk adalah kebangkrutan usaha yang menimbulkan likuidasi.

Menurut Riyanto (1995), suatu perusahaan, jika dalam memenuhi kebutuhan dananya mengutamakan pemenuhan dengan sumber dari dalam perusahaan akan mengurangi ketergantungannya kepada pihak

hutang ($debt = D$) terhadap total aktiva ($total\ assets = TA$) atau nilai total perusahaan. Bila membahas tentang total aktiva, yang dimaksudkan adalah total nilai buku dari aktiva perusahaan berdasarkan catatan akuntansi. Nilai total perusahaan berarti nilai pasar seluruh komponen struktur keuangan perusahaan.

Fakta yang ada saat ini menunjukkan negara Indonesia sedang menghadapi krisis ekonomi yang dimulai pada tahun 1997, di mana terdapat perbedaan proporsional unsur-unsur dalam struktur keuangan perusahaan. Komposisi struktur keuangan terjadi perubahan yang cukup besar dari tahun ke tahun. Hal ini dapat dilihat pada tabel 1, yang menjelaskan prosentase jumlah perusahaan berdasarkan komposisi struktur keuangan perusahaan manufaktur yang terdapat di Indonesia selama tiga tahun saat krisis ekonomi terjadi, yaitu tahun 1997, 1998, 1999.

Hal ini tidak sejalan dengan perubahan tingkat inflasi yang terjadi selama tiga tahun tersebut,

Tabel 1. Prosentase Jumlah Perusahaan Berdasarkan Komposisi Struktur Keuangan Perusahaan Manufaktur Di Indonesia.

Tahun	1997	1998	1999
D/TA < 50%	19.85 %	20.61 %	23.66 %
D/TA > 50%	73.28 %	64.12 %	58.78 %
D/TA > 100%	6.87 %	15.27 %	17.56 %
	100.00 %	100.00 %	100.00 %

Sumber : data penelitian yang diolah.

luar. Weston dan Copeland (1997) memberikan suatu konsep tentang faktor leverage sebagai rasio proksi dari struktur keuangan. *Faktor leverage* adalah rasio antara nilai buku seluruh

di mana tingkat inflasi yang terjadi pada tahun 1998 merupakan yang tertinggi.

Tabel 2. Tingkat Inflasi di Indonesia, per Desember

Tahun	%
1997	11,05
1998	77,63
1999	2,01

Sumber : Badan Pusat Statistik tahun 2000.

Nopirin (1987) menyatakan bahwa tingkat inflasi akan mempengaruhi tingkat laba yang diperoleh suatu perusahaan. Hubungan antara struktur modal dengan tingkat inflasi yaitu dengan adanya inflasi akan menyebabkan penurunan tingkat keuntungan riil, maka perusahaan akan mengubah hutangnya menjadi lebih kecil. Dengan adanya inflasi, maka beban utang yang terjadi pada perusahaan akan mempengaruhi resiko yang lebih besar.

REVIEW PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori Struktur Keuangan.

Dalam laporan keuangan perusahaan terdapat suatu laporan yang disebut neraca perusahaan (*Balance Sheet*) yang terdiri dari sisi aktiva yang mencerminkan struktur kekayaan dan sisi pasiva sebagai struktur keuangan. Struktur kekayaan merupakan perbandingan baik dalam arti absolut maupun relatif antara aktiva lancar dan aktiva tetap. Sedangkan struktur keuangan mencerminkan secara bagaimana aktiva-aktiva perusahaan dibiayai. Struktur modal adalah pembelanjaan perusahaan yang mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Dengan demikian maka struktur modalnya merupakan sebagian dari struktur keuangan.

Struktur modal merupakan isu lama dalam teori keuangan yang sampai sekarang ini belum terjawab secara tuntas. Secara

tradisional, struktur modal ditentukan secara intuitif berdasarkan kepercayaan akan adanya struktur modal optimal yang memberikan biaya modal terendah. Lebih lanjut, bauran optimal tersebut dicari secara *trial and error*, berdasarkan pengalaman.

Teori struktur modal modern bermula ketika Modigliani dan Miller (1958) dalam Weston dan Brigham (1994) mempublikasikan artikel "*The Cost of Capital, Corporate Finance, and The Theory of Investment*" yang disebut sebagai artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis, yang terkenal sebagai *M-M proposition* atau *teori pie*. Berdasarkan serangkaian asumsi yang muskil, MM membuktikan bahwa karena bunga atas hutang dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak, maka nilai perusahaan meningkat sejalan dengan makin besarnya jumlah hutang dan nilainya akan mencapai titik maksimum bila seluruhnya dibiayai dengan hutang. Karena asumsi-asumsi tersebut tidak realistis, maka pendapat Modigliani dan Miller (MM) hanyalah dipandang sebagai permulaan bagi timbulnya teori modern tentang struktur modal perusahaan.

Berbeda dengan teori dari Modigliani dan Miller, *teori keagenan (agency theory)* pada dasarnya adalah teori mengenai struktur kepemilikan perusahaan yang dikelola oleh manajer bukan pemilik, berdasarkan kenyataan bahwa manajer profesional bukan agen yang sempurna dari pemilik perusahaan, dengan demikian belum tentu selalu bertindak untuk kepentingan pemilik. Dengan kata lain, manajer sebagai manusia rasional dalam pengambilan keputusan perusahaan akan memaksimalkan kepuasan dirinya sendiri.

Teori ketiga adalah *option pricing model*, yaitu teori tentang penentuan nilai sekuritas opsi, sekuritas yang memberikan pemegangnya hak untuk menjual (*put option*) atau membeli (*call option*) sekuritas tertentu pada tingkat harga dan jangka waktu tertentu.

Menurut teori ini, saham perusahaan dapat dilihat sebagai sebuah *call option* sedangkan obligasi perusahaan sebagai *put option* yang memiliki *contingency claim* terhadap pendapatan perusahaan. Penerapan teori ini pada struktur modal menghasilkan adanya suatu titik kritis, yaitu pada saat nilai pasar modal sendiri sama dengan total obligasi, kredit bank atau *bond* perusahaan.

Balancing theory menyatakan bahwa dalam praktek manajer membuat keseimbangan bauran sumber dana perusahaan pada struktur tertentu untuk menjaga resiko keuangan perusahaan pada tingkat yang dianggap aman. Berbeda dengan teori di atas, *pecking order theory* menyatakan bahwa dalam memutuskan sumber dana proyek, manajer pertama kali memilih sumber dana internal perusahaan, jika sumber dana tersebut tidak mencukupi manajer akan menggunakan sumber dana dari luar, kredit atau obligasi, dan baru jika kedua sumber dana tersebut tidak mencukupi, maka manajer akan mengeluarkan saham baru. Implikasi teori ini adalah bahwa perusahaan tidak menetapkan struktur modal optimal tertentu, tapi perusahaan menetapkan kebijakan prioritas sumber dana.

Menurut Hermanto (1999), perbedaan dua teori tersebut dapat direkonsiliasi dengan menunjuk adanya determinan lain dalam menentukan struktur modal yang berasal dari sisi investasi, teknologi dan jenis pasar output, yang pada perkembangannya telah melahirkan berbagai pendekatan yang tidak dibahas dalam penelitian ini. Di samping itu, dari sisi sumber dana itu sendiri, kenyataannya instrumen dana pinjaman mempunyai beragam karakteristik, bukan hanya menyangkut waktu jatuh tempo dan tingkat bunga, melainkan juga tingkat senioritas, karakteristik opsi dan dominasi mata uang yang berbeda.

2. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan

a) *Fixed asset ratio*.

Weston dan Copeland (1997) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai aktiva tetap jangka panjang, maka perusahaan tersebut akan banyak menggunakan hutang hipotik jangka panjang. Perusahaan yang sebagian besar aktiva yang dimilikinya berupa piutang dan persediaan barang yang nilainya sangat tergantung pada kelanggengan tingkat profitabilitas masing-masing perusahaan, tidak begitu tergantung pada pembiayaan hutang jangka panjang dan lebih tergantung pada pembiayaan jangka pendek.

Rajan dan Zingales (1995) menjelaskan suatu teori struktur modal yang menyarankan jika suatu perusahaan memiliki *tangibility of assets* yang tinggi (diproksikan dalam *fixed asset ratio*), kemudian asset tersebut dijadikan jaminan, maka akan menurunkan resiko pemberi pinjaman terhadap *agency costs* dari pemberian hutang tersebut, hal ini berarti menghindari resiko. Kepemilikan assets juga dapat memelihara nilai likuidasi perusahaan. Sehingga proporsi *tangible assets* yang lebih besar akan mendorong pemberi pinjaman untuk memberikan pinjaman, dan tingkat leverage akan lebih tinggi.

b) *Market-to-book ratio*.

Weston dan Copeland (1997) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan masa depan merupakan ukuran sejauh mana laba per saham dari suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh leverage. Jika penjualan dan laba meningkat sebesar 8 sampai 10 persen, misalnya, pembiayaan dengan hutang dengan beban tetap tertentu akan meningkatkan pendapatan pemilik saham. Tetapi, saham biasa suatu perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang baik, akan mempunyai harga yang tinggi, hal ini akan membantu pembiayaan

lal. Perusahaan harus mempertimbangkan atungan menggunakan leverage dengan nya kesempatan untuk meningkatkan modal m ketika harga saham perusahaan tinggi. *firm size*.

Menurut Riyanto (1995), suatu pe- hiaan yang besar di mana sahamnya ebar sangat luas, setiap perluasan modal m hanya akan mempunyai pengaruh yang l terhadap kemungkinan hilangnya atau esernya pengendalian dari pihak yang inai terhadap perusahaan bersangkutan. iliknya, perusahaan yang kecil, di mana .mnya tersebar hanya di lingkungan kecil, mbahan jumlah saham akan mempunyai garuh yang besar terhadap kemungkinan ngnya kontrol pihak dominan terhadap isahaan yang bersangkutan. Dengan ikian, maka perusahaan yang besar akan r berani mengeluarkan saham baru dalam enuhi kebutuhan untuk membiayai mbuhan penjualan dibandingkan dengan sahaan yang kecil.

Barber dan Lyon (1997); Homaifar, s dan Benkato (1997), Johnson (1997-b) yatakan bahwa investor yang ingin anamkan modalnya pada suatu perusahaan r mendapatkan informasi yang lebih baik perusahaan yang lebih besar. Hal ini dapat ingkatkan *preference* dari ekuitas sahaan, atau karena perusahaan yang lebih r memiliki jenis usaha yang lebih *diversi- corporate tax rate*.

Berdasarkan pada pendapat sional, nilai perusahaan dapat ditingkatkan gan penggunaan hutang dan pemilikan m dapat meningkatkan resiko ngkrutan. Miller (1997), DeAngelo dan ulis (1980) pada Homaifar et, all (1994) yatakan adanya hubungan positif antara *corporate tax rate* dan jumlah hutang sahaan.

Menurut Weston dan Brigham (1994), bunga adalah beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan (*deductible expense*), dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi. Karena itu, makin tinggi tarif pajak perusahaan, akan makin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan dari penggunaan hutang tersebut.

e) *Non-debt tax shields ratio*

Guedes dan Opler (1996) menjelaskan suatu teori yang berhubungan dengan pajak, teori tersebut mengindikasikan bahwa peningkatan tingkat bunga akan menurunkan nilai sekarang (*present value*) dari *tax shields* dari keuangan jangka pendek dan tidak ber- pengaruhi pada keuangan jangka panjang. Teori yang lain menyarankan perusahaan untuk lebih memilih pinjaman jangka panjang ketika *inter- est rate* cenderung naik, karena *present value of tax shields* dari bunga hutang lebih tinggi. Perusahaan hanya akan memilih pinjaman jangka panjang jika perusahaan mau menerima benefit dari *debt tax shields*, artinya peru- sahaan memiliki income yang tidak terlindungi (*income effect*).

Bowen, Daley dan Hubner (1982), Bradley, Jarrell dan Kim (1984), Boquist dan Moore (1984) dan Titman dan Wessels (1988) pada Homaifar, Zietz dan Benkato (1994) menganalisis hubungan antara *non debt tax shields* dan leverage. Mereka menemukan bukti yang bertentangan pada *substitution ef- fect* dari *non debt tax shields*. Tetapi Dammon dan Senbet (1988) pada Homaifar et all (1994) menunjukkan bahwa jika *income effect* lebih besar dari *substitution effect* maka perusahaan dengan *non debt tax shields* yang lebih besar akan menggunakan hutang yang lebih besar.

f) *Profitability*.

Menurut Weston dan Brigham (1994) hasil pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang

tinggi atas investasi menggunakan uang yang relatif kecil. Meskipun tidak ada justifikasi teoritis atas hal ini, penjelasan praktis atas kenyataan ini adalah perusahaan yang sangat menguntungkan dan pada dasarnya tidak membutuhkan banyak pembiayaan dengan hutang. Laba yang ditahan perusahaan yang sangat tinggi sudah memenuhi untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

g) Firm age.

Johnson (1997-a) menggunakan variabel *firm age* sebagai proksi untuk menilai reputasi suatu perusahaan sebagai peminjam dana atau pemilik hutang. Perusahaan yang telah lama berdiri dimungkinkan memiliki reputasi lebih baik dari pada perusahaan yang baru saja berdiri, karena seiring perjalanan waktu yang lebih lama berarti perusahaan telah menghadapi berbagai kondisi yang selalu berkembang. Perusahaan yang dapat melalui berbagai kondisi tersebut menunjukkan adanya stabilitas dalam manajemen perusahaan. Hal ini merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan oleh pemberi pinjaman, yang oleh Riyanto (1995) termasuk dalam *capacity* sebagai salah satu dari 'lima C' yaitu *character, capacity, capital, collateral* dan *conditions*, sebagai pedoman bagi perbankan dan lembaga keuangan dalam mengadakan penilaian resiko pemberian kredit kepada perusahaan. *Capacity* ini adalah pendapat subyektif mengenai kemampuan perusahaan yang diukur berdasarkan *record* di waktu yang lalu, dilengkapi dengan observasi fisik pada pabrik dari perusahaan. Sehingga perusahaan yang memiliki *capacity* yang baik akan dengan mudah memperoleh pinjaman dari pihak luar.

h) Volatility.

Menurut Weston dan Brigham (1994) serta Husnan (1996), setiap perusahaan akan menghadapi resiko sebagai akibat dari dilakukannya kegiatan operasi perusahaan, baik itu resiko bisnis (resiko usaha) maupun resiko keuangan. Makin besar resiko yang

dihadapi perusahaan, makin rendah rasio hutang yang harus digunakan oleh perusahaan. Resiko bisnis berhubungan dengan jenis usaha yang dipilih dan kondisi ekonomi yang dihadapi. Resiko keuangan berhubungan dengan penggunaan hutang oleh perusahaan. Karenanya variabilitas *net operating income* yang merupakan keuntungan perusahaan sebelum membayar bunga bisa dipakai sebagai pengukur resiko yang dihadapi oleh perusahaan.

i) Asset uniqueness.

Menurut Weston dan Brigham (1994) kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan. Misalnya, perusahaan baru saja menyelesaikan program promosi produk baru atau produk lama untuk meningkatkan penjualan produk dan melakukan perbaikan administrasi perusahaan dan perusahaan tersebut memproyeksikan laba yang lebih tinggi. Sehingga, kenaikan laba tersebut akan diantisipasi oleh investor dan karena itu akan tercermin dalam harga saham. Perusahaan ini ingin menerbitkan saham, dan kurang menyukai pembiayaan dengan hutang sebagai akibat kenaikan laba tersebut, yang akan terealisasi dan tercermin pada harga saham, di mana pada saat itu saham biasa akan diterbitkan, hutang akan dilunasi dan posisi struktur modal akan berada pada struktur yang ditargetkan.

3. Konsep Leverage

Di dalam teori keuangan dijelaskan terdapat dua jenis leverage, yaitu leverage keuangan dan leverage operasi. Leverage operasi adalah cara untuk mengukur resiko usaha dari suatu perusahaan. Leverage operasi menyebabkan perubahan dalam volume penjualan untuk memiliki pengaruh yang meningkat atas EBIT (*earnings before interest and tax*). Jika leverage keuangan sangat dikaitkan dalam leverage operasi, perubahan dalam EBIT memiliki efek yang luar biasa atas

net income (NI), return of equity (ROE) dan *earning per share* (EPS). Karenanya, jika perusahaan menggunakan jumlah yang dapat dipertimbangkan untuk leverage keuangan dan leverage operasi, maka jika terdapat perubahan kecil dalam tingkat penjualan akan menghasilkan fluktuasi yang lebar dalam NI, ROE, dan EPS.

Teori keuangan sekarang belum dapat menentukan secara simultan berapa sesungguhnya tingkat leverage keuangan dan leverage operasi yang optimal. Akan tetapi, kita dapat melihat bagaimana leverage keuangan dan leverage operasi berinteraksi dengan analisis konsep tingkat leverage.

Tingkat leverage operasi (degree of operating leverage = DOL).

Merupakan persentase perubahan laba operasi (*earnings before interest and tax* = EBIT) akibat perubahan penjualan dalam persentase tertentu. Dengan demikian, DOL adalah angka indeks yang mengukur pengaruh perubahan penjualan dari sejumlah keluaran tertentu, Q, terhadap laba operasi (EBIT). Secara umum, jika operasi perusahaan telah mendekati titik impas, tingkat leverage operasi akan tinggi, tetapi DOL akan menurun apabila penjualan yang menjadi dasar pengukuran makin jauh di atas penjualan titik impas.

Tingkat leverage keuangan (degree of financial leverage = DFL).

Tingkat leverage keuangan didefinisikan sebagai suatu persentase perubahan laba per saham (*earning per share*) yang diakibatkan oleh adanya perubahan laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dalam persentase tertentu.

Jika kita mengalikan antara tingkat leverage operasi dan tingkat leverage keuangan, kita akan memperoleh efek yang dikombinasikan dari kedua jenis leverage, tingkat le-

verage yang digabungkan, DTL (*degree of total leverage*). Sejumlah kombinasi yang berbeda dari leverage operasi dan keuangan dapat menghasilkan faktor leverage gabungan yang sama. Karenanya, untuk beberapa tingkatan, perusahaan dapat melakukan pertukaran antara leverage operasi dan keuangan.

4. Perumusan Hipotesis

Dalam penelitian ini hipotesis alternatif yang diajukan adalah :

- H1 : *Fixed asset ratio* berpengaruh signifikan dan positif terhadap faktor leverage.
- H2 : *Market-to-book ratio* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap faktor leverage.
- H3 : *Firm size* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap faktor leverage.
- H4 : *Corporate tax rate* berpengaruh signifikan dan positif terhadap faktor leverage.
- H5 : *Non debt tax shields ratio* berpengaruh signifikan dan positif terhadap faktor leverage.
- H6 : *Profitability* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap faktor leverage.
- H7 : *Firm age* berpengaruh signifikan dan positif terhadap faktor leverage.
- H8 : *Volatility* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap faktor leverage.
- H9 : *Asset uniqueness* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap faktor leverage.
- H10 : *Fixed asset ratio, market-to-book ratio, firm size, corporate tax rate, non debt tax shields ratio, profitability, firm age, volatility dan asset uniqueness* berpengaruh signifikan terhadap faktor leverage.

5. Definisi Operasional Variabel

- *Faktor leverage (book value)* adalah ratio total hutang (nilai buku) dibagi total

- assets (nilai buku).
- *Faktor leverage (market value)* adalah ratio total hutang (nilai buku) dibagi total hutang (nilai buku) dan nilai pasar ekuitas.
- *Fixed asset ratio* adalah ratio total tanah, gedung dan peralatan dibagi total assets.
- *Market-to-book ratio* adalah ratio total nilai pasar saham dan nilai buku hutang dibagi total assets.
- *Firm size* adalah nilai pasar ekuitas, harga penutupan saham akhir tahun.
- *Corporate tax rate* adalah tingkat pajak yang dibayar oleh perusahaan.
- *Non debt tax shields ratio* adalah ratio total depresiasi dan amortisasi dibagi total assets.
- *Profitability* adalah earnings before interest, tax and depreciation (EBITD) dibagi total assets.
- *Firm age* adalah umur perusahaan pada saat penelitian dilakukan.
- *Volatility* adalah Log. standar deviasi pertama EBITD dibagi total assets.
- *Asset uniqueness* adalah total biaya penjualan, biaya umum dan administrasi dibagi total penjualan.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini adalah penelitian terapan yang merupakan aplikasi dan modifikasi dari beberapa penelitian yang telah ada. Sedangkan metode penelitiannya adalah penelitian deskriptif khusus dilakukan pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) sampai dengan tahun 2000. Dengan periode penelitian dari tahun 1997 sampai tahun 1999. Data diperoleh dari sumber-sumber sebagai berikut ini :

- a. Indonesian Capital Market Directory tahun 2000
- b. Harian Bisnis Indonesia Januari tahun 1998 sampai bulan Juli tahun 2000.

Menurut Dajan (1986) dan Supranto (1997) untuk menguji model pengaruh dan hubungan variabel bebas yang lebih dari dua variabel terhadap variabel tergantung, digunakan persamaan regresi linear berganda dengan metode *Ordinary Least Squares* (OLS) regression.

Persamaan regresi tersebut adalah sebagai berikut:

$$L = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9$$

L	= faktor leverage
a	= konstanta
X ₁	= fixed-asset ratio
X ₂	= market-to-book ratio
X ₃	= firm size
X ₄	= corporate tax rate
X ₅	= non-debt tax shields ratio
X ₆	= profitability
X ₇	= firm age
X ₈	= volatility
X ₉	= asset uniqueness
β ₁ ... β ₉	= koefisien regresi

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada tabel 4 menyajikan hasil perhitungan dari persamaan regresi terhadap faktor leverage berdasarkan nilai buku (*book value*). Pada persamaan 1, persamaan regresi terhadap faktor leverage rata-rata selama periode penelitian, menunjukkan bahwa terdapat tiga variabel yang signifikan. Pada persamaan 2, persamaan regresi terhadap faktor leverage pada tahun 1997, terdapat tiga variabel yang signifikan. Pada persamaan 3, persamaan regresi terhadap faktor leverage pada tahun 1998, terdapat empat variabel yang signifikan. Sedangkan pada persamaan 4, persamaan regresi terhadap faktor leverage pada tahun 1999, terdapat empat variabel yang signifikan. Tingkat *Adjusted R²* pada berbagai persamaan berkisar antara 17.3% sampai 62.3%.

Tabel 3. Regresi terhadap Faktor Leverage berdasarkan Nilai Buku (*Book Value*)

	Rata-rata (1)	1997 (2)	1998 (3)	1999 (4)
Konstanta	330.073* (6.298)	128.589* (3.781)	320.794* (6.994)	450.903* (5.619)
FAR	0.202 (1.183)	-0.08619 (-0.779)	0.130 (0.865)	0.450*** (1.956)
MTBR	0.615* (10.510)	0.198* (4.036)	0.674* (13.008)	0.585* (10.434)
SIZE	-29.198* (-6.334)	-6.925** (-2.176)	-28.191* (-6.877)	-41.823* (-6.235)
TAX	0.180 (0.517)	0.203 (1.083)	-0.105 (-0.514)	0.199 (0.664)
NDTS	-0.131 (-0.362)	0.157 (0.642)	-0.02298 (-0.075)	-0.05238 (-0.123)
PROFT	-0.954** (-2.547)	-0.651* (-3.489)	-0.828* (-3.505)	-1.007* (-3.254)
AGE	0.209 (0.799)	0.139 (0.795)	0.0002134 (0.001)	0.619 (1.616)
VOLT	-0.185 (-0.170)	-0.03827 (-0.085)	0.691** (2.376)	-0.584 (-1.450)
AUNQ	0.05263 (0.170)	0.06047 (0.318)	0.306 (1.204)	-0.06718 (-0.161)
F statistik	14.655*	4.020*	24.826*	15.525*
Adj. R ²	0.486	0.173	0.623	0.501

*** Signifikan pada $\alpha = 0,10$

** Signifikan pada $\alpha = 0,05$

* Signifikan pada $\alpha = 0,01$

Tabel 5 menyajikan hasil perhitungan dari persamaan regresi terhadap faktor leverage berdasarkan nilai pasar (*market value*). Pada persamaan 1, persamaan regresi terhadap faktor leverage rata-rata selama periode penelitian, menunjukkan bahwa terdapat tiga variabel yang signifikan. Pada persamaan 2, persamaan regresi terhadap faktor leverage tahun 1997, terdapat empat variabel yang

signifikan. Pada persamaan 3, persamaan regresi terhadap faktor leverage pada tahun 1998, terdapat dua variabel yang signifikan. Sedangkan pada persamaan 4, persamaan regresi terhadap faktor leverage pada tahun 1999, terdapat lima variabel yang signifikan. Tingkat *Adjusted R*² pada berbagai persamaan berkisar antara 26.5% sampai 36.3%.

Tabel 4. Regresi terhadap Faktor Leverage berdasarkan Nilai Pasar (Market Value)

	Rata-rata (5)	1997 (6)	1998 (7)	1999 (8)
Konstanta	212.454* (6.904)	184.099* (6.358)	252.782* (8.449)	213.799* (5.612)
FAR	0.171*** (1.711)	0.01832 (0.195)	0.158 (1.615)	0.313* (2.861)
MTBR	0.02403 (0.699)	-0.117* (-2.797)	0.003914 (0.116)	0.02515 (0.946)
SIZE	-13.795* (-5.097)	-9.428* (-3.480)	-16.146* (-6.038)	-15.672* (-4.921)
TAX	0.264 (1.289)	0.216 (1.355)	-0.04771 (-0.359)	0.294** (2.066)
NDTS	-0.09393 (-0.443)	0.05624 (0.271)	-0.153 (-0.763)	-0.005465 (-0.027)
PROFT	-0.601* (-2.731)	-0.579* (-3.644)	-0.549* (-3.562)	-0.544* (-3.699)
AGE	0.210 (1.366)	0.248*** (1.663)	0.205 (1.273)	0.363** (1.994)
VOLT	0.229 (0.357)	0.350 (0.913)	0.305 (1.609)	-0.02349 (-0.123)
AUNQ	0.04475 (0.246)	-0.04303 (-0.265)	0.08896 (0.536)	0.08457 (0.426)
F statistik	6.199*	7.130*	7.019*	9.236*
Adjusted R ²	0.265	0.298	0.294	0.363

*** Signifikan pada $\alpha = 0,10$

** Signifikan pada $\alpha = 0,05$

* Signifikan pada $\alpha = 0,01$

Keterangan :

- FAR : fixed asset ratio.
- MTBR : market to book ratio.
- SIZE : firm size.
- TAX : corporate tax rate.
- NDTS : non debt tax shields ratio.
- PROFT : profitability.
- AGE : firm age
- VOLT : volatility
- AUNQ : asset uniqueness.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

1. Kesimpulan Mengenai Masing-Masing Hipotesis.

Berdasarkan hasil penelitian pada hasil pengujian hipotesis pada bab

sebelumnya, maka pada bagian ini merupakan kesimpulan dari masing masing hipotesis penelitian.

Tabel 5. Kesimpulan masing-masing Hipotesis

Persamaan regresi	1	2	3	4	5	6	7	8
Hipotesis 1	-	-	-	V	V	-	-	V
Hipotesis 2	-	-	-	-	-	V	-	-
Hipotesis 3	V	V	V	V	V	V	V	V
Hipotesis 4	-	-	-	-	-	-	-	V
Hipotesis 5	-	-	-	-	-	-	-	-
Hipotesis 6	V	V	V	V	V	V	V	V
Hipotesis 7	-	-	-	-	-	V	-	V
Hipotesis 8	-	-	-	-	-	-	-	-
Hipotesis 9	-	-	-	-	-	-	-	-
Hipotesis 10	V	V	V	V	V	V	V	V

Keterangan : V = hipotesis nol ditolak, hipotesis alternatif diterima.

- = hipotesis nol diterima, hipotesis alternatif ditolak.

Hipotesis 1

Fixed asset ratio berpengaruh signifikan dan positif terhadap faktor leverage.

Hipotesis 1 dapat diuji pada tiga persamaan regresi, berarti hipotesis nol ditolak dan hipotesis alternatif diterima, di mana perubahan *fixed asset ratio* searah dengan perubahan faktor leverage. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Johnson (1997-b), Rajan dan Zingales (1995), Ghosh, Cai dan Li (2000). Hasil penelitian tersebut juga didukung oleh pernyataan yang dikemukakan Weston dan Brigham (1994) bahwa apabila aktiva perusahaan cocok untuk dijadikan agunan kredit, perusahaan tersebut cenderung menggunakan banyak hutang. Apabila perusahaan mempunyai banyak aktiva multiguna, yang penggunaannya tidak untuk hal-hal khusus saja, dengan nilai jual kembali yang dapat dengan mudah diketahui akan cenderung menggunakan lebih banyak hutang, khususnya obligasi dengan jaminan aktiva tetap (*mortgage bond*).

Hipotesis 2

Market-to-book ratio berpengaruh signifikan dan negatif terhadap faktor leverage.

Hipotesis 2 dapat diuji pada persamaan 6, berarti hipotesis nol ditolak dan hipotesis alternatif diterima, di mana perubahan *market-to-book ratio* berlawanan arah dengan perubahan faktor leverage. Hal ini sesuai dengan Johnson (1997-b), Rajan dan Zingales (1995), Barclay dan Smith (1995-a), Homaifar, Zietz dan Benkato (1994).

Market-to-book ratio juga signifikan pada tingkat 0,01 tetapi dengan arah hubungan positif, yaitu pada semua persamaan regresi terhadap faktor leverage berdasarkan nilai buku (*book value*). Hasil ini sama dengan hasil penelitian Harris dan Raviv (1991) pada Rajan dan Zingales (1995), Ghosh, Cai dan Li (2000). Menurut Barclay dan Smith (1995-b) hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *growth options* dari kesempatan investasi yang lebih tinggi (diproksikan oleh *market-to-book ratio* yang lebih tinggi) cenderung untuk memilih *claims* tetap yang dikonsentrasikan pada kelompok prioritas yang lebih sedikit. Hubungan positif ini terjadi dalam sekelompok perusahaan yang memiliki karakteristik yang khusus.

Weston dan Brigham (1994) memberikan penjelasan tentang hal tersebut.

Jika hal-hal lain sama, perusahaan yang tumbuh dengan pesat terpaksa lebih banyak bergantung pada modal eksternal. Lebih jauh lagi, biaya emisi untuk penjualan saham biasa lebih besar dari pada biaya untuk penerbitan surat hutang. Karena itu, suatu perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang dari pada perusahaan yang tumbuh secara lambat

Hipotesis 3

Firm size berpengaruh signifikan dan negatif terhadap faktor leverage.

Hipotesis 3 dapat diuji pada semua persamaan regresi, berarti hipotesis nol ditolak dan hipotesis alternatif diterima, di mana perubahan *firm size* berlawanan arah dengan perubahan faktor leverage. Hasil penelitian ini sesuai dengan Johnson (1997-b) dan dukungan teoritis dari pernyataan Riyanto (1995), yaitu bahwa perusahaan yang besar di mana sahamnya tersebar luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualan dibandingkan perusahaan yang kecil.

Hipotesis 4

Corporate tax rate berpengaruh signifikan dan positif terhadap faktor leverage.

Hipotesis 4 dapat diuji pada persamaan 8, berarti hipotesis nol ditolak dan hipotesis alternatif diterima, di mana perubahan *corporate tax rate* searah dengan perubahan faktor leverage. Hasil penelitian ini sesuai dengan Homaifar, Zietz dan Benkato (1994), yang juga memuat hasil penelitian yang sama dari DeAngelo dan Masulis (1980). Dukungan teoritis diperoleh dari Weston dan Brigham (1994) yang menyatakan bahwa bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan (*deductible expense*), dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tariff pajak yang tinggi. Karena itu, makin tinggi tarif pajak

perusahaan, makin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan dari penggunaan hutang.

Hipotesis 5

Non-debt tax shields ratio berpengaruh signifikan dan negatif terhadap faktor leverage.

Hipotesis 5 dapat diuji, dengan kesimpulan bahwa hipotesis nol diterima dan hipotesis alternatif ditolak, dengan kata lain *non-debt tax shields ratio* tidak berpengaruh terhadap faktor leverage. Hasil penelitian ini sama dengan Homaifar, Zietz dan Benkato (1994), Ghosh, Cai dan Li (2000), yang pada penelitian sebelumnya telah dibuktikan oleh Bradley, Jarrell dan Kim (1988), Boquist dan Moore (1984), Titman dan Wessels (1988) pada Homaifar, Zietz dan Benkato (1994). Berdasarkan pada nilai koefisien regresinya, *non debt tax shields ratio* hanya merupakan suatu variabel komplemen dari pada sebagai substitusi pada pajak perlindungan hutang (*debt tax shields*). Penemuan ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Dammon dan Senbet (1998) pada Homaifar, Zietz dan Benkato (1994).

Hipotesis 6

Profitability berpengaruh signifikan dan negatif terhadap faktor leverage.

Hipotesis 6 dapat diuji pada semua persamaan regresi, berarti hipotesis nol ditolak dan hipotesis alternatif diterima, di mana perubahan *profitability* berlawanan arah dengan perubahan faktor leverage. Hasil penelitian ini sesuai dengan Johnson (1997-b), Rajan dan Zingales (1995), Berger, Ofek dan Yermack (1997), Ghosh, Cai dan Li (2000). Hal ini juga sesuai dengan Weston dan Brigham (1994) yang menyatakan bahwa meskipun tidak ada justifikasi teoritis atas hal ini, namun penjelasan praktis atas kenyataan ini adalah bahwa perusahaan yang sangat menguntungkan di Amerika Serikat seperti IBM, 3M dan Kodak

pada dasarnya memang tidak membutuhkan banyak pembiayaan dengan hutang. Laba ditahan yang tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

Hipotesis 7

Firm age berpengaruh signifikan dan positif terhadap faktor leverage.

Hipotesis 7 dapat diuji pada persamaan 6 dan 8, berarti hipotesis nol ditolak dan hipotesis alternatif diterima, di mana perubahan *firm age* searah dengan perubahan faktor leverage. Hasil penelitian ini sesuai dengan Johnson (1997-a) dan pandangan sesuai dengan yang dinyatakan oleh Zweig (1992), yaitu bahwa dalam pasar saham yang lebih tua kadang-kadang berperilaku seperti permainan anak muda, hal ini biasanya digunakan untuk menyebut perusahaan-perusahaan 'mature'. Kebanyakan perusahaan tersebut dapat mencapai umur yang panjang adalah dengan terus menerus merubah dan memperbarui teknologi dan produknya dan juga struktur keuangannya.

Hipotesis 8

Volatility berpengaruh signifikan dan negatif terhadap faktor leverage.

Hipotesis 8 dapat diuji, dengan kesimpulan bahwa hipotesis nol diterima dan hipotesis alternatif ditolak. Walaupun pada persamaan 3, *volatility* signifikan pada tingkat 0,05 tetapi dengan arah hubungan yang positif. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian Ghosh, Cai dan Li (2000) pada penelitian tahun 1992, serta Titman dan Wessels (1988) dalam Homaifar, Zietz dan Benkato (1994).

Menurut Riyanto (1995) stabilitas dan besarnya *earning* oleh suatu perusahaan akan menentukan apakah suatu perusahaan tersebut dibenarkan untuk menarik modal dengan beban tetap atau tidak. Suatu perusahaan yang mempunyai *earning* yang stabil akan selalu

dapat memenuhi kewajiban finansialnya sebagai akibat dari penggunaan modal asing. Sebaliknya perusahaan yang mempunyai *earning* tidak stabil dan *unpredictable* akan menanggung resiko tidak dapat membayar beban bunga atau tidak dapat membayar angsuran-angsuran hutangnya pada tahun-tahun pembayaran harus dilakukan atau pada saat perusahaan berada dalam keadaan buruk. Perusahaan *public utilities* misalnya, di mana mempunyai *earning* yang relatif stabil, mempunyai kesempatan lebih baik untuk mengadakan pinjaman atau penarikan modal asing dibandingkan dengan perusahaan industri barang-barang mewah.

Berdasarkan hasil perhitungan, terjadi hubungan atau multikolonieritas antara variabel *volatility* dengan *profitability* yang ditunjukkan oleh angka *Tolerance* dan *VIF* yang jauh dari angka 1 pada bagian *Coefficients* dan nilai korelasi yang cukup kuat (rata-rata lebih besar dari 0,5) pada bagian *Coefficient Correlations* dari hasil perhitungan.

Hipotesis 9

Asset uniqueness berpengaruh signifikan dan negatif terhadap faktor leverage.

Hipotesis 9 dapat diuji, dengan kesimpulan bahwa hipotesis nol diterima dan hipotesis alternatif ditolak, hal ini berarti *asset uniqueness* tidak berpengaruh terhadap faktor leverage. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Berger, Ofek dan Yermack (1997) dan Ghosh, Cai dan Li (2000). Hal ini terjadi karena tidak hanya *selling, general & administration expense* yang bisa dijadikan ukuran dalam *asset uniqueness*.

Hipotesis 10:

Fixed-asset ratio, market-to-book ratio, firm size, corporate tax rate, non debt tax shields ratio, profitability, firm age, volatility, dan asset uniqueness berpengaruh signifikan terhadap faktor leverage.

Hipotesis 10 dapat diuji pada semua persamaan regresi, berarti hipotesis nol ditolak dan hipotesis alternatif diterima. Adanya perbedaan variabel-variabel yang berpengaruh terhadap faktor leverage pada masing-masing persamaan, salah satu faktor yang menyebabkan adalah adanya perbedaan tingkat inflasi yang terjadi.

Sebagaimana dikemukakan oleh Tedjo (1994) bahwa pada suatu periode, faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan manajemen dalam mengambil keputusan dapat berbeda-beda dari satu periode dengan periode lainnya. Karena secara teoritis, lingkungan dunia usaha merupakan faktor eksternal bagi suatu perusahaan atau kegiatan bisnis. Faktor eksternal tersebut *uncontrollable* dan tidak bisa dihindari, namun mempunyai pengaruh yang menentukan. Salah satu faktor eksternal tersebut adalah kondisi perekonomian. Kestabilan ekonomi merupakan prasyarat mutlak yang menjadi kunci sukses manajemen. Angka inflasi yang besar merupakan indikator memburuknya perekonomian.

2. Kesimpulan Mengenai Masalah Penelitian

Berdasarkan hasil penelitian, dapat diambil kesimpulan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur keuangan perusahaan pada tiap tahun berdasarkan nilai buku (*book value*) dan nilai pasar (*market value*) tidak selalu sama. Dengan perincian secara singkat sebagai berikut :

a) Berdasarkan nilai buku (*book value*).

Terdapat lima variabel yang mempengaruhi faktor leverage yaitu *fixed-asset ratio*, *market-to-book ratio*, *firm size*, *profitability* dan *volatility*.

Berdasarkan nilai pasar (*market value*).

b) Terdapat enam variabel yang mempengaruhi faktor leverage yaitu *fixed-asset ratio*, *market-to-book ratio*, *firm size*, *corporate tax rate*, *profitability* dan *firm age*.

Penelitian ini menghasilkan suatu bukti bahwa dengan menggunakan 9 (sembilan) variabel independen yang mempengaruhi struktur keuangan, ternyata :

“Penggunaan nilai pasar lebih mendekati teori mengenai konsep keuangan perusahaan dari pada nilai buku. Hal ini menguatkan pendapat Weston dan Copeland (1997) yang menyatakan bahwa meskipun faktor leverage berdasarkan nilai pasar lebih banyak digunakan untuk mengembangkan teori keuangan, faktor leverage juga digunakan dalam hubungannya dengan nilai buku akuntansi”.

3. Implikasi Pada Kebijakan Manajemen

Berdasarkan hasil penelitian yang cukup banyak mengalami perbedaan dengan teori-teori keuangan dan hasil dengan penelitian terdahulu, maka dapat diambil beberapa implikasi manajerial untuk meningkatkan kualitas kebijakan yang dilakukan oleh manajemen keuangan perusahaan, yaitu :

- Dari hasil perhitungan, *firm size* dan *profitability* memiliki nilai koefisien regresi yang cukup tinggi, berarti variabel *firm size* merupakan variabel yang sangat berpengaruh terhadap faktor leverage. Hal ini menuntut manajemen perusahaan untuk lebih memberikan perhatian yang besar dalam menentukan kebijakan struktur keuangannya.
- Adanya kenyataan *market-to-book ratio* yang signifikan positif terhadap faktor leverage menurut Black dan Scholes (1973) dan Jensen dan Meckling (1976) pada Leland dan Toft (1996), Myer (1997) pada Barclay dan Smith (1995-a) akan menimbulkan konflik yang lebih besar antara pemegang saham (*stockholders*) dan pemilik obligasi (*bondholders*). Myer memberikan pendapat bahwa perusahaan dapat mengendalikan masalah tersebut dengan cara :
Penggunaan hutang yang lebih kecil dalam struktur modal perusahaan.

Melakukan perlindungan dalam *indenture agreements*.

Mengefektifkan waktu jatuh tempo hutang. Myer menyarankan bahwa jika hutang jatuh tempo sebelum kesempatan melakukan investasi terealisasi, maka dorongan untuk berinvestasi harus dihilangkan. Sehingga perusahaan dengan *growth options* yang lebih besar pada kesempatan investasinya seharusnya menggunakan hutang dengan waktu jatuh tempo yang lebih pendek.

Untuk melaksanakan implikasi manajerial tersebut di atas, maka dibutuhkan kualitas dari manajemen keuangan yang baik. Hal ini mutlak diperlukan dalam menghadapi tantangan bisnis yang selalu berubah dan berkembang. Riza (1998) memberikan beberapa syarat yang harus dimiliki oleh manajemen keuangan perusahaan yang bertujuan untuk meningkatkan kualitas manajemen keuangan tersebut, yaitu :

Melakukan penyempurnaan fungsi dasar manajemen keuangan, misalnya pemrosesan transaksi, akuntansi, perencanaan dan penganggaran, pelaporan internal dan eksternal. Hal ini diperlukan untuk mencapai efisiensi optimal dalam kualitas output dan kecepatan siklus pemrosesan, terutama transaksi yang melibatkan banyak jasa manusia. Manajemen keuangan harus siap menjalankan tugas-tugas baru, dalam menghadapi lingkungan perusahaan yang terus berubah.

Mengembangkan kemampuan analisis bisnis perusahaan. Fungsi manajemen keuangan tidak boleh terpaku pada peran tradisional. Manajemen keuangan harus mampu mendorong karyawan untuk meningkatkan daya analisis, kemampuan mengidentifikasi dan menyelesaikan masalah, serta mencari ide yang solutif bagi kepentingan strategis perusahaan. Untuk itu diperlukan kemampuan negosiasi, *partnering*, komunikasi

dan pengumpulan informasi.

Mengembangkan kemampuan menilai peluang dan resiko bisnis. Secara teknis, fungsi manajemen keuangan banyak terlibat dalam proses analisis dan manajemen resiko, identifikasi dan kuantifikasi peluang.

Mengembangkan sistem pengukuran kinerja perusahaan. Menganalisis dan mengukur kinerja perusahaan merupakan inti keahlian manajemen keuangan. Manajemen harus dapat menerapkan alat ukur yang inovatif dan kreatif untuk mendukung pengambilan keputusan tanpa menyimpang dari konteks efisiensi. Misalnya dengan melibatkan departemen *human resources* dalam proses pembuatan skema kompensasi baru

Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan yang kemungkinan besar hal ini merupakan sebab-sebab adanya perbedaan yang cukup besar dibandingkan dengan penelitian terdahulu :

a. Jumlah variabel independen.

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur keuangan dalam penelitian ini, kurang mencerminkan *dominant variable* dalam menentukan struktur keuangan oleh manajemen perusahaan, ditunjukkan oleh angka *Adjusted R square* yang tidak begitu besar. Hal ini menunjukkan kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur keuangan perusahaan kurang memadai. Dalam menentukan struktur keuangan perusahaan, banyak sekali faktor yang harus dijadikan pertimbangan. Faktor-faktor tersebut tidak hanya terpaku pada variabel kuantitatif tetapi juga variabel-variabel yang bersifat kualitatif seperti pengendalian, sikap manajemen dan fleksibilitas keuangan yang dikemukakan

oleh Weston dan Brigham (1994). Hal ini akan menjadikan hasil keputusan lebih berkualitas karena mencakup semua unsur-unsur yang saling berhubungan dan berkepentingan dalam meningkatkan keuntungan perusahaan.

b. Periode penelitian.

Periode penelitian ini sangat pendek, yaitu tiga tahun. Hal ini disebabkan karena pasar modal di Indonesia termasuk pasar modal yang sedang berkembang sehingga sulit untuk menggunakan periode penelitian yang panjang. Dan kondisi perekonomian saat periode penelitian dilakukan sedang mengalami krisis ekonomi yang sangat tinggi, dilihat dari fluktuasi tingkat inflasi (*inflation rate*) yang sangat tinggi, kemungkinan besar hal tersebut sangat berpengaruh terhadap *precision data* yang diperlukan untuk penelitian seperti ini. Periode penelitian yang sedang mengalami krisis ekonomi, kemungkinan besar juga akan membuat hasil penelitian tidak konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan pada kondisi pekonomian yang lebih stabil.

Agenda Penelitian Mendatang

Peneliti mencoba memberikan beberapa pertimbangan yang diharapkan dapat diterapkan pada penelitian dengan topik yang berhubungan, yaitu :

- a. Periode penelitian dibuat lebih panjang, tetapi harus mempertimbangkan juga kestabilan kondisi perekonomian yang berhubungan dalam rentang waktu penelitian tersebut. Tujuannya adalah untuk meningkatkan ketepatan model yang akan dihasilkan.
- b. Penggunaan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur keuangan perusahaan yang lebih beragam, karena masih banyak faktor yang dijadikan pertimbangan oleh manajemen perusahaan di dalam menentukan dan memutuskan kebijakan-kebijakan yang diambil.
- c. Adanya beberapa jenis bidang konsentrasi yang terdapat dalam industri manufaktur dapat lebih dipertimbangkan. Hal ini bertujuan untuk mengetahui secara tepat faktor-faktor yang lebih berpengaruh dari masing-masing jenis industri tersebut, karena masing-masing industri memiliki karakteristik yang lebih spesifik lagi.

DAFTAR PUSTAKA

- Anto Dajan (1986), *Pengantar Metode Statistik Jilid II*, LP3S, Jakarta.
- Bambang Hermanto (1999), Struktur Kapital; Antara Teori dan Praktek, *Usahawan*, No.03 THXXVIII, Maret .
- Bambang Riyanto (1995), *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Yayasan Badan Penerbit Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Barber, Brad M. dan Lyon (1997), Firm Size, Book-to-Market Ratio, and Security Returns: A Holdout Sample of Financial Firms, *The Journal of Finance*, Vol.LII, No.2, Juni.
- Barclay, Michael J. dan Smith (1995-à), The Maturity of Corporate Debt. *The Journal of Finance*, Vol.L, No.2, Juni.

- Barclay, Michael J. dan Smith (1995-b), The Priority Structure of Corporate Liabilities, **The Journal of Finance**, Vol.L, No.3, Juli.
- Berger, Philip G.; Ofek dan Yermack (1997), Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and Term Structure Decisions, **The Journal of Finance**, Vol.LII, No.4, September.
- Ghosh, Arvin; Cai dan Li (2000), The Determinants of Capital Structure, **American Business Review**, June 2000 p:129 – 132.
- Guedes, Jose dan Opler (1996), The Determinants of The Maturity of Corporate Debt Issues, **The Journal of Finance**, Vol.51, No.5, Desember.
- Hari Purnomo (1999), Manajemen Risiko Atas Hutang: Merubah Risiko Menjadi Profit, **Usahawan**, No.03 TH.XXVIII, Maret.
- Homaifar, Ghassem; Zietz and Benkato (1994), An Empirical of Capital Structure: Some New Evidence, **Journal of Business Finance & Accounting**, Januari, p: 1-12.
- Hotbonar Sinaga (1999), *Assets Liability Management* Dalam Kaitannya dengan Struktur Keuangan Perusahaan, **Usahawan**, No.03 TH.XXVIII Maret.
- Imam Ghozali (2000), Aplikasi Statistik dan Ekonometrik dengan Program Statistical Package for Social Sciences (SPSS).
- Johnson, Shane A. (1997-a), An Empirical Analysis of The Determinants of Corporate Debt Ownership Structure, **Journal of Finance and Quantitive Analysis**, Vol.32 No.1, Maret.
- Johnson, Shane A. (1997-b), The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure, **Financial Management**, Vol.26, No.4, Winter.
- J Supranto (1996), **Statistik, Teori dan Aplikasi**, Jilid 2, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Kang, Joseph C dan Horowitz (1993), Gains From Leverage, **Financial Management**, Winter p:21- 22.
- Leland, Hayne E. (1994), Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure, **The Journal of Finance**, Vol.XLIX, No.4, September.
- Leland, Hayne E. dan Toft (1996), Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and Term Structure of Credit Spreads, **The Journal of Finance**, Vol.LI, No.3, Juli.
- Nopirin (1987), **Ekonomi Moneter**, BPFE UGM, Yogyakarta.

- Rajan, Raghuram G. dan Zingales (1995), What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, **The Journal of Finance**, Vol.L, No.5, Desember.
- Riza, Irfan (1998), Reformasi Finance, **Manajemen**, Desember.
- Rustam Hidayat (1994), Pengaruh Penggunaan Hutang Terhadap Risiko Penghasilan dan Harga Saham serta Biaya Modal, **Usahawan**, No.1 TH XXIII, Januari.
- Sasongko Tedjo (1994), **Penampilan Ekonomi Indonesia**, ISEI Cabang Semarang dan Yayasan Bina Usaha Mandiri.
- Setio Anggoro Dewo (1995), Informasi Asimetri Dalam Pendanaan Usaha, Alokasi Sumberdaya Finansial dan Efisiensi, **Usahawan** No.02 Th XXIV Februari.
- Suad Husnan (1996), **Manajemen Keuangan, Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)**, BPFE Yogyakarta.
- Toft, Klaus Bjerre dan Prucyk (1997), Options on Leveraged Equity: Theory and Empirical Tests, **The Journal of Finance** Vol.LII, No.3 Juli.
- Weston, J. Fred dan Brigham (1994), **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan** Jilid 2, Alih Bahasa : Alfonsus Sirait , Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Weston, J. Fred dan Copeland (1997), **Manajemen Keuangan**, Jilid 2, Alih Bahasa : A Jaka Wasana dan Kibrandoko, Binarupa Aksara Jakarta.
- Zweig, Jason (1992), Old is beautiful, **Forbes**, 27 April p:134-135.