

**ANALISIS VARIABEL YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR
KEUANGAN INDUSTRI MANUFAKTUR (MAKANAN DAN
MINUMAN) YANG GO PUBLIK DI BURSA EFEK
INDONESIA**

**Jaelani La Masidonda
Dwi Hariyanti**

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk: (1) mengetahui pengaruh variabel struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, beban pajak dan laba ditahan terhadap struktur keuangan, (2) mengetahui variabel yang paling signifikan dan dominan pengaruhnya terhadap struktur keuangan. Populasi penelitian adalah industri manufaktur (makanan dan minuman) yang go publik di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak 2003-2007 sejumlah 19 perusahaan. Sampel diambil 9 perusahaan yang ditentukan berdasarkan teknik *purposive sampling*. Data berasal dari data sekunder Bursa Efek Indonesia, terutama laporan keuangan dan informasi perkembangan industri manufaktur (makanan dan minuman) dengan menggunakan teknik dokumentasi dan tipe *pooled data*. Model analisis yang digunakan adalah Regresi Linier Berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan variabel struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, beban pajak dan laba ditahan berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan, dan secara parsial hanya variabel struktur aktiva yang tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan.

Kata kunci: struktur keuangan, struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, beban pajak, laba ditahan.

Krisis ekonomi yang melanda beberapa negara akhir-akhir ini tidak dapat dipisahkan dari dampak liberalism ekonomi, khususnya perkembangan pasar modal dan pasar uang (Radelet and Jeffrey, 1998). Pesatnya perkembangan teknologi komunikasi memungkinkan pelaku pasar uang dan investor memainkan peranan signifikan dalam pasar global. Kondisi perekonomian yang tidak stabil yang diwarnai dengan menurunnya daya beli ril masyarakat akibat inflasi yang melonjak dari 10,08% pada triwulan terakhir tahun 2004 menjadi 17,11% di tahun 2005 menyebabkan pertumbuhan investasi mengalami penurunan dan pertumbuhan ekonomi cukup rendah sekitar 4-5% pada tahun 2004 dan 5,13% pada tahun 2005 (Bank Indonesia, 2006).

Menghadapi kondisi seperti ini, tentu saja setiap perusahaan sebagai badan usaha yang melakukan kegiatan ekonomi harus mempunyai serangkaian rencana strategis yang disusun dalam upaya pencapaian profit yang telah ditetapkan. Salah

*Jaelani La Masidonda adalah Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Darussalam Ambon
Dwi Hariyanti adalah Dosen Jurusan Akuntansi Politeknik Negeri Ambon*

satu aspek penting dalam pengimplementasian strategis tersebut adalah rencana pembelanjaan. Sebab kegagalan dalam rencana pembelanjaan akan menghambat aktivitas lainnya seperti produksi, pemasaran, sumberdaya manusia dan aktivitas lainnya. Perusahaan dapat dipandang sebagai kumpulan dana dari berbagai sumber dana. Pemegang saham dan investor menanamkan dananya dalam perusahaan dalam bentuk penyertaan modal. Kreditur menanamkan dananya dan nampak sebagai pinjaman perusahaan. Perusahaan menginvestasikan kembali sebagian keuntungan bersih yang diperoleh dalam periode-periode sebelumnya, dana ini akan nampak sebagai laba yang ditahan dalam neraca perusahaan. Kumpulan dana dari berbagai sumber dana tersebut kemudian di investasikan pada aktiva, baik dalam bentuk aktiva lancar maupun aktiva tetap dengan maksud untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari biaya modal. Untuk itu, dalam memenuhi kebutuhan dananya, perusahaan harus mampu mencari sumber dana dengan komposisi yang menghasilkan beban biaya yang paling murah (Sutrisno, 2005).

Manajemen keuangan pada hakekatnya menyangkut keseimbangan finansial di dalam perusahaan yakni keseimbangan antara aktiva dengan pasiva yang dibutuhkan beserta mencari susunan kualitatif dari aktiva dan pasiva tersebut dengan sebaik-baiknya. Pemilihan susunan kualitatif dari aktiva akan menentukan struktur kekayaan, sedangkan pemilihan susunan kualitatif dari pasiva akan menentukan struktur finansial (struktur keuangan) dan struktur modal perusahaan (Bambang, 1995). Sartono (2008), mengemukakan bahwa struktur keuangan adalah perimbangan antara total utang dengan modal sendiri. Selanjutnya Darsono (2006) mengemukakan bahwa struktur keuangan adalah harta (*asset*) perusahaan yang dibiayai dengan utang dan modal.

Dalam memenuhi kebutuhan dananya, perusahaan harus mampu mencari sumber dana dengan komposisi yang menghasilkan beban biaya yang paling murah. Untuk itu dalam penentuan struktur keuangan perlu mempertimbangkan berbagai variabel yang mempengaruhinya. Weston dan Copeland (1997) mengemukakan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur keuangan adalah tingkat pertumbuhan penjualan, stabilitas arus kas, karakteristik industri, struktur aktiva, sikap manajemen dan sikap pemberi pinjaman. Sartono (2008), mengemukakan factor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah tingkat penjualan, struktur asset, tingkat pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, variabel laba dan pajak, skala perusahaan, kondisi internal perusahaan dan ekonomi makro. Selain itu, Brigham dan Houston (2006), mengatakan bahwa factor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, , pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan agen pemberi peringkat, kondisi pasar dan kondisi internal perusahaan.

Penelitian ini, dilakukan pada industri manufaktur (makanan dan minuman) yang go publik di Bursa Efek Jakarta. Alasan pemilihan industri manufaktur, karena industri manufaktur memiliki aktiva tetap yang umumnya lebih besar jika dibandingkan dengan industri jasa. Hal ini memungkinkan perusahaan tidak hanya membiayai aktivanya dari modal sendiri tetapi juga perlu pembiayaan melalui modal asing. Sedangkan peneliti menetapkan perusahaan makanan dan

minuman sebagai objek penelitian, karena merupakan perusahaan yang menghasilkan kebutuhan dasar manusia yang sifatnya lebih stabil dan tidak mudah terpengaruh oleh kondisi krisis jika dibandingkan dengan jenis industri lainnya, karena hasil produknya tetap dibutuhkan masyarakat. Sebagaimana dikemukakan Chandra Pasaribu, analis senior PT. Pentasena Securities yang menyatakan bahwa saham yang paling baik untuk dijadikan investasi adalah saham sektor makan dan minuman, sebab sektor ini akan tetap *survive* dan paling tahan terhadap kondisi krisis dibandingkan dengan sektor lainnya, karena dalam kondisi krisis ataupun tidak krisis produk makan dan minuman tetap dibutuhkan (SWA, 24 Juni 1998). Menghadapi kondisi demikian, tentu menyebabkan banyak perusahaan yang melirik ingin masuk ke dalam sektor perusahaan makanan dan minuman, hal ini tentu akan memperketat terjadinya persaingan dalam sektor tersebut. Agar tetap *survive*, maka perusahaan harus dapat meningkatkan profitabilitasnya sehingga kemakmuran para pemegang saham atau pemilik dapat tercapai.

Sutrisno (2005) menyatakan bahwa kemakmuran para pemegang saham diperlihatkan dalam wujud semakin tingginya harga saham yang merupakan pencerminan dari keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan deviden. Oleh karena itu, kemakmuran para pemegang saham (pemilik) dapat dijadikan sebagai dasar analisis dan tindakan rasional dalam proses pembuatan keputusan. Untuk itu, bagi suatu perusahaan dalam memutuskan modal mana yang akan diambil, apakah sebaiknya menggunakan modal sendiri ataukah dengan modal asing, secara finansial penambahan modal tersebut harus dapat meningkatkan kemakmuran pemilik. Artinya diambil dari modal sendiri atau modal asing tidak menjadi masalah asalkan bisa meningkatkan kesejahteraan para pemilik (Sutrisno, 2005).

Dari uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa dengan mengetahui bagaimana pengaruh variabel struktur keuangan dapat membantu perusahaan makanan dan minuman dalam menentukan bagaimana seharusnya pemenuhan kebutuhan dana harus dilakukan sehingga tujuan memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham (pemilik) dapat tercapai melalui penentuan keputusan pendanaan (struktur keuangan).

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, beban pajak dan laba ditahan terhadap struktur keuangan. Hal ini, sesuai pendapat bahwa *internal equity* sebagai pilihan pertama dalam pendanaan perusahaan akan selalu meningkatkan laba untuk mendapatkan laba ditahan (Bancel and Mittoo, 2003., Titman and Tsyplakov, 2005).

Berdasarkan pemikiran di atas, penelitian ini memfokuskan pada area penelitian manajemen keuangan yang dikemas dalam judul analisis variabel yang mempengaruhi struktur keuangan industri manufaktur (makanan dan minuman) Yang Go Publik di Bursa Efek Indonesia, yang diharapkan dapat memberikan kontribusi pengembangan disiplin ilmu manajemen keuangan dalam upaya meningkatkan kesejahteraan para pemilik.

Struktur Keuangan

Struktur keuangan merupakan bauran segenap pos yang masuk ke dalam sisi kanan neraca keuangan perusahaan (Martin, Keown, Petty, Scott, Jr. 1994). Selanjutnya Weston dan Copeland (1997) mengartikan struktur keuangan sebagai cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya. Struktur dapat dilihat pada seluruh sisi kanan neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Darsono (2006) mengemukakan bahwa struktur keuangan adalah harta (*asset*) perusahaan yang dibiayai dengan utang dan modal. Sartono (2008), mengemukakan bahwa struktur keuangan adalah perimbangan antara total utang dengan modal sendiri.

Dengan demikian, struktur keuangan adalah pencerminan dari cara suatu perusahaan untuk membiayai aktivitya yang merupakan komposisi dari sumber modal yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Konsep penting lainnya dalam struktur keuangan adalah faktor *leverage*. Dalam manajemen keuangan, leverage adalah penggunaan *assets* dan sumber dana (*sources of funds*) oleh perusahaan dengan maksud meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham (Sarono 2008). Konsep *leverage* tersebut sangat penting terutama untuk menunjukkan kepada analis keuangan dalam melihat *trade-off* antara risiko dan tingkat keuntungan dari berbagai tipe keputusan finansial.

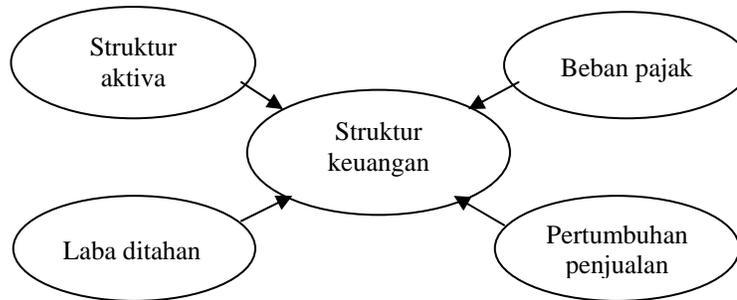
Keputusan struktur keuangan dipengaruhi berbagai faktor diantaranya tingkat pertumbuhan penjualan masa depan yang merupakan ukuran sampai sejauh mana laba per lembar saham suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh *leverage*. Jika penjualan dan laba meningkat per tahun, maka pembiayaan dengan hutang dengan beban tetap tertentu akan meningkatkan pendapatan pemilik saham. Perusahaan yang mempunyai tingkat penjualan stabil dan profitabilitas tinggi cenderung akan menggunakan hutang lebih besar (Weston dan Copeland, 1997), (Brigham dan Houston, 2006). Selanjutnya Sartono (2008), bahwa perusahaan dengan penjualan yang relative stabil memiliki aliran kas yang relative stabil pula, maka dapat menggunakan utang lebih besar dari pada perusahaan dengan penjualan tidak stabil. Titman and Wessels (1983) mengemukakan bahwa profitabilitas yang diukur dengan *operating income over sales* mempunyai hubungan positif dan kuat terhadap *leverage*.

Perusahaan yang memiliki asset tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar hal ini disebabkan karena perusahaan skala besar akan lebih mudah mendapatkan sumber dana dibandingkan perusahaan kecil (Sarono, 2008). perusahaan yang aktivitya cocok sebagai jaminan atas pinjaman cenderung banyak menggunakan hutang (Brigham dan Houston, 2006), (Atmadja, 2008). Kee KH (1993) mengemukakan bahwa struktur aktiva yang lebih besar bertendensi untuk menggunakan hutang jangka panjang lebih besar. Selanjutnya Marshal and Weiss (1967) mengemukakan bahwa besar perusahaan yang diukur dengan total aktiva berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan. Jalivand and Harris (1984) mengemukakan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung menggunakan hutang jangka panjang dalam memenuhi kebutuhan pembiayaannya.

Keuntungan penggunaan *leverage* pada perusahaan adalah melalui pembayaran bunga sebagai biaya yang dapat mengurangi pajak. Konsekuensinya, total dana yang tersedia untuk membayar pemegang saham akan lebih besar jika perusahaan menggunakan hutang (Sartono 2008). Horne (1995) menyatakan, keuntungan penggunaan hutang di dalam suatu perusahaan adalah pajak, karena beban bunga yang dibayarkan merupakan pengurang pajak atau penghematan pajak. Midigliani dan Miller (1958) mengemukakan bahwa bila ada pajak maka perubahan struktur modal menjadi relevan. Hal ini disebabkan karena bunga yang dibayarkan berfungsi sebagai *tax deductible*. Menurut Fischer (1989) *tax rate* mempunyai koefisien signifikan bertanda positif terhadap *leverage*. Atmadja (2008), mengemukakan bahwa semakin tinggi tingkat pajak perusahaan, semakin besar keuntungan dari penggunaan pajak, semakin besar daya tarik penggunaan hutang yang bersifat berpengaruh positif terhadap struktur keuangan. Brigham dan Houston (2006), mengemukakan bahwa ada kecenderungan penggunaan utang akan memberikan manfaat berupa perlindungan pajak.

Semakin tinggi tingkat dividen yang dibayarkan, berarti semakin kecil laba yang dapat ditahan sebagai akibatnya menghambat tingkat pertumbuhan (*rate of growth*) dalam pendapatan. Semakin tinggi prosentase bagian laba yang ditetapkan untuk pembayaran dividen, semakin kecil bagian laba (dana) untuk ditanamkan kembali didalam perusahaan. Bambang (1995) mengemukakan bahwa salah satu fungsi penting dari manajer keuangan adalah menentukan alokasi keuntungan neto sesudah pajak untuk pembayaran dividen disatu pihak dan untuk laba ditahan dilain pihak dimana keputusan tersebut dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya Brigham dan Houston (2006), bahwa jika variabilitas atau volatilitas laba perusahaan kecil, maka perusahaan mempunyai kemampuan yang lebih besar untuk menggunakan beban tetap dari hutang. Midigliani dan Miller (1958), bahwa pembayaran dividen akan menyebabkan berkurangnya laba ditahan yang tersedia untuk membiayai investasi sehingga perusahaan harus menjual saham baru guna mengganti laba ditahan yang dibayarkan sebagai dividen.

Besar kecilnya ratio hutang-modal sendiri mempengaruhi arus perubahan laba bersih yang akan diperoleh perusahaan. Untuk itu, setiap perusahaan harus melakukan penetapan struktur keuangan secara tepat, karena dengan demikian perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas atas modal yang digunakan. Dalam hal ini, perusahaan perlu menetapkan suatu target perimbangan hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang dengan modal sendiri atau *target debt to equity ratio* (Brealy dan Myers 1981). Riger and Mansouri (2003), Titman and Tsyplakov (2005) bahwa penggunaan hutang akan menyebabkan laba yang diperoleh dari manfaat pajak, sepanjang keseimbangan antara biaya modal hutang dan manfaat pajak dapat dioptimalkan. Midigliani dan Miller (1963), mengemukakan bahwa return pemegang saham dibayar dari pendapatan setelah pajak, dengan demikian penggunaan utang mengakibatkan pendapatan setelah pajak yang tersedia bagi pemegang saham menjadi lebih besar dari pada jika perusahaan tidak menggunakan utang.



- H₁ : Diduga struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, beban pajak, dan laba ditahan secara simultan dan parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan perusahaan makanan dan minuman yang go publik di BEI.
- H₂. Diduga pertumbuhan penjualan secara parsial berpengaruh sangat signifikan dan dominan terhadap struktur keuangan perusahaan makanan dan minuman yang go publik di BEI.

METODE

Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi adalah industri manufaktur (makanan dan minuman) yang Go Publik di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2003 sampai tahun 2007 sejumlah 19 perusahaan. Sampel diambil 9 perusahaan yang ditetapkan dengan menggunakan teknik *Purposive Sampling*.

Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Sumber data berasal dari data sekunder Bursa Efek Indonesia, berupa laporan hasil penelitian, jurnal ilmiah, majalah, *Indonesian Capital Market Directory*, terutama laporan keuangan yang memuat informasi tentang perkembangan industri makanan dan minuman dengan menggunakan teknik dokumentasi dan tipe *pooled data*.

Identifikasi Variabel

Dependent Variable; sebagai variabel terikat yaitu struktur keuangan (Y₁)
Independen Variable; sebagai variabel bebas adalah struktur aktiva (X₁), pertumbuhan penjualan (X₂), beban pajak (X₃), laba ditahan (X₄).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Dari indentifikasi variabel di atas, selanjutnya masing-masing variabel diberikan definisi operasional dengan rumusnya untuk mempermudah dalam melakukan pengukuran :

a. Variabel terikat

1. Struktur keuangan (Y_1) adalah merupakan perbandingan antara total hutang dengan total modal sendiri.

$$\text{Struktur keuangan} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Modal sendiri}} \times 100\%$$

b. Variabel bebas

1. Struktur aktiva (X_1) adalah perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva.

$$\text{Struktur aktiva} = \frac{\text{Aktiva tetap}}{\text{Total aktiva}} \times 100\%$$

2. Pertumbuhan penjualan (X_2) adalah perbandingan antara penjualan tahun yang bersangkutan dengan penjualan tahun sebelumnya.

$$\text{Pertumbuhan penjualan} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100\%$$

Dimana : P_t = total penjualan periode t
 P_{t-1} = total penjualan periode t-1

3. Beban pajak (X_3) adalah perbandingan antara biaya pajak yang dibayarkan dengan laba sebelum pajak

$$\text{Beban pajak} = \frac{\text{Biaya pajak}}{\text{Laba sebelum pajak}} \times 100\%$$

4. Laba ditahan (X_4) adalah pengukuran besarnya laba ditahan masing-masing pengamatan yang dinyatakan dalam prosentase.
 $b = (1 - c)$, dimana $c = \% \text{ laba dibagi}$ atau $b = \text{laba ditahan} / \text{laba bersih}$

Model Analisis

Menggunakan analisis Regresi Linier Berganda dengan model dapat dirumuskan sebagai berikut (Gujarati, 1999) :

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + u_{1t}$$

Dimana : Y = Struktur keuangan
 X_1 = Struktur aktiva
 X_2 = Pertumbuhan penjualan
 X_3 = Beban pajak
 X_4 = Laba ditahan
 β_0 = Konstanta

$$\beta_1, \dots, \beta_4 = \text{Koefisien regresi}$$

$$u_{1t} = \text{Kesalahan pengganggu}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Untuk mengetahui ratio keuangan perusahaan dalam keadaan baik atau tidak, digunakan ratio industri perbandingan kinerja perusahaan secara menyeluruh. Pada penelitian ini, ratio industri diukur dari akumulasi data keuangan perusahaan yang dijadikan sampel penelitian, dengan asumsi penentuan sampel telah representatif dan mencerminkan industri. Berikut, di berikan gambaran kondisi umum masing-masing variabel penelitian sebagai berikut :

Struktur Keuangan: dapat diketahui dengan membandingkan hutang dengan modal sendiri.

Tabel 3. Rata-rata struktur keuangan perusahaan sampel periode 1993-1997 (dalam persentase).

Nama Perusahaan	2003	2004	2005	2006	2007	2003-2007
1. PT. Aqua Golden M Tbk	0.918	0.869	0.785	0.767	0.744	0.816
2. PT. Delta Djakarta Tbk	0.243	0.280	0.322	0.319	0.287	0.290
3. PT. Fast Food Indo. Tbk	0.691	0.652	0.656	0.678	0.668	0.669
4. PT Indofood Sukses M. Tbk	2.578	2.503	2.331	2.101	2.621	2.427
5. PT. Mayora Indah Tbk	0.584	0.458	0.613	0.580	0.726	0.592
6. PT. Multi Bintang Indo. Tbk	0.800	1.216	1.524	2.076	2.145	1.552
7. PT Siantar TOP Tbk	0.682	0.479	0.453	0.363	0.443	0.484
8. PT Tunas Baru Lampung Tbk	1.292	1.646	1.833	1.369	6.297	2.487
9. PT. Ultrajaya Milk Industry Tbk	0.999	0.605	0.539	0.532	0.638	0.663
Rata-Rata Industri	0.976	0.968	1.006	0.976	1.619	1.109
Tertinggi	2.578	2.503	2.331	2.101	6.297	2.487
Terendah	0.243	0.280	0.322	0.319	0.287	0.290

Sumber : Data diolah

Selama periode tahun 2003-2007 rata-rata struktur keuangan industri sebesar 110,9% dengan rata-rata kisaran terendah 29,0% dan tertinggi 248,7%. Dalam periode tahunan, rata-rata struktur keuangan industri menunjukkan peningkatan dari tahun 2003 sebesar 96,8% menjadi 161,9% pada tahun 2007. Peningkatan tersebut dikarenakan meningkatnya rata-rata total hutang yang lebih besar dari rata-rata peningkatan Modal Sendiri.

Struktur Aktiva: dapat diketahui dengan membandingkan aktiva tetap dengan total aktiva.

Perusahaan sampel selama periode 2003-2007 secara umum memiliki rata-rata struktur aktiva sebesar 44,4% dengan rata-rata kisaran terendah 42,5% dan tertinggi 46,8%.

Tabel 4. Rata-rata struktur aktiva perusahaan sampel periode 1993-1997 (dalam persentase).

Nama Perusahaan	2003	2004	2005	2006	2007	2003-2007
1. PT. Aqua Golden M Tbk	0.598	0.433	0.393	0.326	0.339	0.418
2. PT. Delta Djakarta Tbk	0.360	0.289	0.241	0.212	0.225	0.265
3. PT. Fast Food Indo. Tbk	0.275	0.245	0.182	0.672	0.617	0.398
4. PT Indofood Sukses M. Tbk	0.381	0.384	0.409	0.397	0.274	0.369
5. PT. Mayora Indah Tbk	0.468	0.477	0.501	0.475	0.409	0.466
6. PT.Multi Bintang Indo. Tbk	0.508	0.502	0.592	0.596	0.583	0.556
7. PT Siantar TOP Tbk	0.532	0.533	0.503	0.512	0.584	0.533
8. PT Tunas Baru Lampung Tbk	0.329	0.366	0.393	0.384	0.340	0.362
9. PT. Ultrajaya Milk Industry Tbk	0.697	0.600	0.627	0.633	0.562	0.624
Rata-Rata Industri	0.461	0.425	0.427	0.468	0.437	0.444
Tertinggi	0.697	0.600	0.627	0.672	0.617	0.624
Terendah	0.275	0.245	0.182	0.212	0.225	0.265

Sumber : Data diolah

Dengan demikian berarti, rata-rata industri makanan dan minuman menginvestasikan dananya pada aktiva tetap sebesar 44,4%, sedangkan sisanya 55,6% diinvestasikan pada aktiva lancar. Hal ini menunjukn bahwa perusahaan kurang memiliki aktiva tetap yang dapat dijadikan sebagai agunan hutang jangka panjang.

Pertumbuhan Penjualan: dapat diketahui dengan membandingkan antara penjualan tahun yang bersangkutan dengan penjualan tahun sebelumnya.

Tabel 5. Rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan sampel periode 1993-1997 (dalam persentase).

Nama Perusahaan	2003	2004	2005	2006	2007	2003-2007
1. PT. Aqua Golden M Tbk	-0.015	0.244	0.147	0.072	0.138	0.117
2. PT. Delta Djakarta Tbk	0.082	0.145	0.183	-0.090	0.098	0.083
3. PT. Fast Food Indo. Tbk	0.101	0.106	0.135	0.194	0.197	0.147
4. PT Indofood Sukses M. Tbk	0.079	0.003	0.045	0.145	0.212	0.097
5. PT. Mayora Indah Tbk	0.095	0.199	0.192	0.135	0.303	0.185
6. PT.Multi Bintang Indo. Tbk	0.036	0.208	0.166	0.043	0.090	0.109
7. PT Siantar TOP Tbk	0.105	0.016	-0.110	-0.160	0.075	-0.010
8. PT Tunas Baru Lampung Tbk	0.124	0.399	0.024	-0.020	0.353	0.176
9. PT. Ultrajaya Milk Industry Tbk	0.167	0.102	0.232	0.148	0.259	0.182
Rata-Rata Industri	0.086	0.158	0.113	0.052	0.192	0.120
Tertinggi	0.167	0.399	0.232	0.194	0.353	0.185
Terendah	-0.015	0.003	-0.110	-0.160	0.075	-0.010

Secara umum rata-rata pertumbuhan penjualan industri makanan dan minuman periode 2003-2007 sebesar 12,0% dengan kisaran terendah 1,0% dan tertinggi 18,5%. Dalam periode tahunan, rata-rata pertumbuhan penjualan industri tertinggi terjadi pada tahun 2007 sebesar 19,2%, hal ini dikarenakan oleh meningkatnya jumlah penjualan yang jauh lebih besar dari tahun sebelumnya. Sedangkan terendah terjadi pada tahun 2006 yakni 5,2%.

Beban Pajak: dapat di ketahui dengan membandingkan antara beban pajak dengan laba sebelum pajak.

Tabel 6. Rata-rata beban pajak perusahaan sampel periode 1993-1997 (dalam persentase).

Nama Perusahaan	2003	2004	2005	2006	2007	2003-2007
1. PT. Aqua Golden M Tbk	0.322	0.313	0.296	0.388	0.312	0.326
2. PT. Delta Djakarta Tbk	0.313	0.325	0.287	0.288	0.290	0.300
3. PT. Fast Food Indo. Tbk	0.280	0.285	0.286	0.282	0.289	0.284
4. PT Indofood Sukses M. Tbk	0.415	0.556	0.709	0.459	0.525	0.533
5. PT. Mayora Indah Tbk	0.317	0.323	0.323	0.340	0.325	0.326
6. PT. Multi Bintang Indo. Tbk	0.316	0.330	0.323	0.337	0.357	0.333
7. PT Siantar TOP Tbk	0.321	0.300	0.294	0.313	0.329	0.312
8. PT Tunas Baru Lampung Tbk	0.455	0.440	0.664	0.332	0.299	0.438
9. PT. Ultrajaya Milk Industry Tbk	0.294	0.794	0.058	0.429	0.225	0.360
Rata-Rata Industri	0.337	0.408	0.360	0.352	0.328	0.357
Tertinggi	0.455	0.794	0.709	0.459	0.525	0.533
Terendah	0.280	0.285	0.058	0.282	0.225	0.284

Sumber : Data diolah

Untuk periode tahunan rata-rata beban pajak industri menunjukkan adanya penurunan dimana tahun 2003 sebesar 33,7% dan 2004 sebesar 40,8% turun menjadi 32,8% di tahun 1997, hal ini disebabkan oleh perubahan biaya pajak yang lebih tinggi dari perubahan EBIT karena perusahaan sampel melakukan investasi pada aktiva tetap yang belum dapat menghasilkan pendapatan.

Laba ditahan: dapat di ketahui dengan menggunakan formula $(1-c)$ dimana $c = \% \text{ laba dibagi}$.

Secara umum rata-rata industri makanan dan minuman yang diteliti periode 2003-2007 memiliki laba ditahan sebesar 121,57% dengan kisaran antara 567,20 % dan 24,26%, ini berarti bahwa rata-rata dari laba bersih yang diperoleh perusahaan sampel berbentuk laba ditahan. Perusahaan yang memiliki rata-rata tertinggi adalah PT. Ultrajaya Milk Industry sebesar 567,20 % dan terendah pada PT. Multi Bintang Indonesia 24,16%, hal ini disebabkan karena perusahaan selama periode penelitian lebih cenderung menahan laba yang diperoleh dalam bentuk laba ditahan ketimbang digunakan untuk pembayaran dividen.

Tabel 7. Rata-rata laba ditahan perusahaan sampel periode 1993-1997 (dalam persentase).

Nama Perusahaan	2003	2004	2005	2006	2007	2003-2007
1. PT. Aqua Golden M Tbk	3.919	3.641	5.959	8.706	7.364	5.918
2. PT. Delta Djakarta Tbk	7.574	8.273	6.578	9.169	8.946	8.108
3. PT. Fast Food Indo. Tbk	3.311	3.989	4.401	3.501	3.216	3.684
4. PT Indofood Sukses M. Tbk	3.261	5.633	17.59	4.398	5.100	7.197
5. PT. Mayora Indah Tbk	4.253	4.955	9.786	5.578	4.480	5.810
6. PT. Multi Bintang Indo. Tbk	2.720	2.596	2.356	2.386	2.072	2.426
7. PT Siantar TOP Tbk	5.426	6.527	18.550	14.68	14.58	11.950
8. PT Tunas Baru Lampung Tbk	4.392	7.564	20.230	3.318	2.480	7.597
9. PT. Ultrajaya Milk Industry Tbk	23.61	199.700	41.002	12.630	6.674	56.720
Rata-Rata Industri	6.4962	26.987	14.051	7.151	6.101	12.157
Tertinggi	23.61	199.700	41.002	14.68	14.58	56.720
Terendah	2.720	2.596	2.356	2.386	2.072	2.426

Sumber : Data diolah

Analisis Hasil Penelitian

Tabel 8. Hasil Regresi Variabel-Variabel X terhadap Variabel Y

Variabel	Koefisien Regresi	Stand. Coef. Beta	Sig t
X ₁	.099	.013	.929
X ₂	2.933	.310	.028*
X ₃	4.335	.523	.002*
X ₄	-.013	-.362	.032*
Konstanta	-.678		.376
F Sig = 0,010*			
R Square = 0,275			

Sumber : Data diolah

Keterangan :

X₁ = Struktur Aktiva

X₂ = Pertumbuhan Penjualan

X₃ = Beban Pajak

X₄ = Laba di Tahan

* = Signifikan pada $\alpha = 0.05$ atau level 5%

Dari tabel di atas, persamaan analisis regresi berganda antara variabel X terhadap variabel Y dapat diformulasikan dalam model sebagai berikut :

$$Y_1 = -0,678 + 0,099 X_1 + 2,933 X_2 + 4,335 X_3 - 0,013 X_4$$

Dari persamaan regresi berganda tersebut di atas, masing-masing variabel dapat diinterpretasikan pengaruhnya terhadap struktur keuangan sebagai berikut :

1. Struktur aktiva (X_1) memiliki koefisien regresi bertanda positif sebesar 0,099; hal ini mengandung arti bahwa apabila nilai koefisien regresi variabel lainnya tetap (tidak berubah), maka perubahan variabel struktur aktiva sebesar 1% akan meningkatkan struktur keuangan sebesar 0,099 atau 9,9 %. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan Weston dan Brigham (1994) bahwa perusahaan yang memiliki aktiva sebagai agunan hutang cenderung akan menggunakan modal asing yang lebih besar. Hasil penelitian ini, sesuai dengan penelitian Firdiansjah (1998), Meivinita (1999) dan Windhyastiti (1999) yang menemukan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur keuangan perusahaan. Juga didukung hasil penelitian Kee K.H. (1993) dalam penelitiannya mengenai karakteristik aktiva perusahaan dengan *leverage* perusahaan, mengemukakan bahwa struktur aktiva yang lebih besar mempunyai tendensi untuk menggunakan hutang jangka panjang yang lebih besar. Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan temuan Mac Millan *et al* (1982) yang menemukan bahwa *total assets/sales* berpengaruh negatif dan signifikan pada semua sel matrik portofolio BCG. Perbedaan ini disebabkan oleh tinjauannya yang berbeda, dimana Mac Millan melihat pengaruh *total assets/sales* terhadap semua sel matrik portofolio BCG, sedangkan dalam penelitian ini melihat pengaruh struktur aktiva terhadap struktur keuangan.

Dari uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa untuk meningkatkan volume penjualan, perusahaan dapat meningkatkan aktiva tetapnya, memanfaatkan kapasitas produksi dan mencari sumber-sumber pembiayaan dengan biaya yang relatif lebih murah. Hal ini dapat dipahami bahwa peningkatan struktur aktiva akan diikuti oleh naiknya struktur keuangan. Untuk ini, pembiayaan dengan hutang untuk aktiva tetap, hendaknya juga mempertimbangkan pembiayaan aktiva lainya agar tingkat profitabilitas yang diharapkan dapat terjaga. Namun temuan ini tidak signifikan artinya peningkatan struktur aktiva tidak terlalu menentukan meningkatnya struktur keuangan.

2. Pertumbuhan penjualan (X_2), koefisien regresinya sebesar 2,933, artinya apabila nilai koefisien regresi variabel lainnya tetap (tidak berubah), maka perubahan variabel pertumbuhan penjualan sebesar 1% akan menyebabkan struktur keuangan meningkat sebesar 2,933 atau 293,3%. Hasil penelitian ini, sejalan dengan temuan Ali Kesuma (2008), Firdiansjah (1998), Meivinita (1998) bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan positif terhadap struktur keuangan. Juga sejalan dengan Weston dan Copeland (1997), Brigham dan Houston, (2006), bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat penjualan stabil dan profitabilitas tinggi cenderung akan menggunakan hutang lebih besar. Selanjutnya Sartono (2008), bahwa perusahaan dengan penjualan yang relative stabil memiliki aliran kas yang relative stabil pula, maka dapat menggunakan utang lebih besar dari pada perusahaan dengan penjualan tidak stabil. Titman and Wessels (1983) mengemukakan bahwa profitabilitas yang diukur dengan *operating income over sales* mempunyai hubungan positif dan kuat terhadap *leverage*.

Dengan demikian dalam melakukan kebijakan menahan pendapatannya sebagai laba ditahan, perusahaan hendaknya mempertimbangkan pembagian dividen dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan dan harga saham. Artinya, bagi perusahaan dengan tingkat penjualan yang lebih besar, hendaknya mempertimbangkan penggunaan sumber dana berupa hutang (pembiayaan dengan *leverage*) ketimbang menggunakan modal sendiri, karena jika penjualan dan laba meningkat pertahun, pembiayaan dengan hutang akan dapat meningkatkan pendapatan pemilik saham. Hal ini sesuai dengan (Sartono 2008) bahwa perusahaan harus memperhatikan keuntungan menggunakan *leverage* dengan adanya kesempatan untuk meningkatkan modal saham ketika harga saham meningkat.

3. Beban pajak (X_3), koefisien regresinya sebesar 4,335 artinya apabila nilai koefisien regresi variabel lainya tetap (tidak berubah), maka perubahan beban pajak 1% akan menyebabkan struktur keuangan naik sebesar 4,335 atau 433,5 %. Penelitian ini sesuai hasil Fischer *et.al.* (1989) mengemukakan bahwa *tax rate* mempunyai koefisien yang signifikan dan mempunyai tanda positif terhadap *leverage*. Penelitian ini, juga didukung teori yang dikemukakan oleh Horne (1995) yang mengemukakan bahwa keuntungan dari penggunaan hutang oleh perusahaan adalah pajak karena tingkat bunga merupakan pengurang pajak atau penghematan atas pajak (*tax deductible*). Sabardi (2000) bahwa keuntungan penggunaan hutang di dalam pajak perusahaan adalah melalui pembayaran bunga sebagai biaya yang dapat mengurangi pajak pada penerbitan hutang perusahaan. Konsekuensinya total dana yang tersedia untuk pemegang saham lebih besar jika perusahaan menggunakan hutang. Atmadja (2008), mengemukakan bahwa semakin tinggi tingkat pajak perusahaan, semakin besar keuntungan dari penggunaan pajak, semakin besar daya tarik penggunaan hutang yang berarti berpengaruh positif terhadap struktur keuangan. Brigham dan Houston (2006), mengemukakan bahwa ada kecenderungan penggunaan utang akan memberikan manfaat berupa perlindungan pajak. Selanjutnya Sutrisno (2005) mengemukakan apabila ada dua perusahaan yang menghasilkan laba yang sama, yang satu menggunakan hutang dan yang satunya tidak, maka pajak penghasilan yang dibayarkan tidak sama, perusahaan yang menggunakan hutang akan membayar pajak lebih kecil. Riger and Mansouri (2003), Titman and Tsyplakov (2005) menemukan bahwa penggunaan hutang akan menyebabkan laba yang diperoleh dari manfaat pajak, sepanjang keseimbangan antara biaya modal hutang dan manfaat pajak dapat dioptimalkan.

Dari uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang menggunakan hutang akan mendapatkan penghematan pajak, akibatnya perusahaan menggunakan sumber dana dari hutang yang lebih besar. Disamping pertimbangan penghematan pajak, perusahaan perlu memperhatikan tingkat *return* yang dapat diperoleh dari komposisi hutang dan modal sendiri yang digunakan, hal ini menyangkut resiko finansial yang sewaktu-waktu dapat dialami perusahaan. Gordnerd dan Thinka (1992), menemukan bahwa resiko hutang mempengaruhi pinjaman perusahaan. Midigliani dan Miller (1963), mengemukakan bahwa return pemegang saham

dibayar dari pendapatan setelah pajak, dengan demikian penggunaan utang mengakibatkan pendapatan setelah pajak yang tersedia bagi pemegang saham menjadi lebih besar dari pada jika perusahaan tidak menggunakan utang.

4. Laba ditahan (X_4), koefisien regresinya sebesar $-0,013$ artinya apabila nilai koefisien regresi variabel lainnya tetap (tidak berubah), maka perubahan variabel laba ditahan 1% akan menyebabkan struktur keuangan turun sebesar $-0,013$ atau 1,3%. Hal ini sesuai Sartono (2008) bahwa jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh maka kemampuan untuk membentuk dana intern semakin besar. Juga didukung Sutrisno (2005) bahwa apabila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai dividen akan dapat memperbesar sumber dana intern perusahaan. Selanjutnya Riyanto (1995) mengemukakan bahwa salah satu fungsi penting manajer keuangan adalah menentukan alokasi keuntungan neto sesudah pajak disatu pihak dan untuk laba ditahan dilain pihak dimana keputusan tersebut berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kalau perusahaan menahan sebagian besar pendapatannya dalam perusahaan, berarti bagian pendapatan yang tersedia untuk dibayarkan sebagai dividen akan semakin kecil.

Brigham dan Houston (2006), mengemukakan bahwa jika variabilitas atau volatilitas laba perusahaan kecil, maka perusahaan mempunyai kemampuan yang lebih besar untuk menggunakan beban tetap dari hutang. Midglioni dan Miller (1958), bahwa pembayaran dividen akan menyebabkan berkurangnya laba ditahan yang tersedia untuk membiayai investasi sehingga perusahaan harus menjual saham baru guna mengganti laba ditahan yang dibayarkan sebagai dividen.

Dari uraian di atas dapat disimpulkan bahwa semakin besar presentase bagian laba yang ditetapkan sebagai laba ditahan, akan memperkecil *dividen payout ratio* yang berarti akan memperbesar modal sendiri. Dengan demikian akan memperkecil struktur keuangan karena perusahaan cenderung menggunakan sumber dana interen ketimbang menggunakan hutang dalam membiayai kegiatan usahanya.

Pengujian Hipotesis

Hipotesis Pertama.

Pengujian hipotesis dilakukan dengan Uji F untuk mengetahui pengaruh secara simultan variabel independen terhadap variabel dependen dan Uji t untuk mengetahui pengaruh secara parsial.

- ❖ Berdasarkan hasil regresi berganda pada tabel 6 di atas, dengan menggunakan Uji F terbukti secara simultan variabel struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, beban pajak, dan laba ditahan berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan ($\text{Sig } F = 0,010 < \alpha = 0,05$), berarti hipotesis pertama yang menyatakan bahwa variabel-variabel tersebut berpengaruh secara simultan terhadap struktur keuangan terbukti.
- ❖ Dari Uji t terbukti secara parsial pertumbuhan penjualan ($t \text{ Sig} = 0,028 < \alpha = 0,05$), beban pajak ($t \text{ Sig} = 0,002 < \alpha = 0,05$), laba ditahan ($t \text{ Sig} = 0,032 > \alpha = 0,05$) yang berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan, sementara variabel struktur aktiva tidak signifikan yakni ($t \text{ Sig} = 0,929 < \alpha = 0,10$),

berarti hipotesis pertama yang menyatakan secara parsial variabel-variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan ternyata tiga variabel terbukti signifikan sedangkan satu variabel lainnya yakni struktur aktiva tidak terbukti signifikan.

Hipotesis Ke dua.

Dari hasil regresi berganda pada tabel 6, terlihat bahwa yang memiliki standard beta tertinggi adalah (Standard Beta = 0,523) dan (Standard Beta = - 0.362). Dengan demikian berarti beban pajak dan laba ditahan yang berpengaruh sangat signifikan dan dominan terhadap struktur keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan variabel pertumbuhan penjualan yang berpengaruh signifikan dan dominan terhadap struktur keuangan tidak terbukti.

Interpretasi Koefisien Determinasi

Dari tabel 6, terlihat nilai R^2 sebesar 0,275 atau 27,5%, hal ini berarti variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 27,5%, atau dengan kata lain variasi nilai variabel Y ditentukan oleh variasi nilai variabel X sebesar 27,5%, % sedangkan sisanya sebesar 72,5% dijelaskan atau ditentukan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model ini.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Kesimpulan

Variabel-variabel yang mempengaruhi struktur keuangan yang diteliti meliputi: struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, beban pajak dan laba ditahan, menunjukkan secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan. Sedangkan secara parsial dari variabel-variabel tersebut, hanya struktur aktiva yang tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan. Diantara ke lima variabel tersebut laba ditahan dan beban pajak yang sangat berpengaruh signifikan dan dominan terhadap struktur keuangan. Hasil analisis menunjukkan bahwa perusahaan cenderung lebih besar menahan pendapatannya dalam bentuk laba ditahan daripada dibagikan sebagai dividen, yang berarti mengutamakan pembiayaan dengan sumber dana *intern* (modal sendiri).

Hasil regresi variabel dependen struktur keuangan diperoleh nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,275, hal berarti variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen struktur keuangan sebesar 27,5% sedangkan sisanya sebesar 72,5% dijelaskan atau ditentukan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model.

Implikasi

Struktur aktiva memiliki koefisien parameter positif, hal ini menunjukkan bahwa perubahan pada struktur aktiva akan diikuti perubahan yang searah secara nyata dari komponen-komponen struktur keuangan, namun dalam penelitian ini tidak signifikan artinya tidak terlalu menentukan perubahan struktur keuangan.

Dalam upaya meningkatkan volume penjualan, dapat dilakukan dengan memanfaatkan kapasitas produksi dan meningkatkan aktiva tetap melalui sumber-sumber pembiayaan yang lebih murah. Untuk itu peningkatan hutang yang diarahkan pada peningkatan investasi aktiva tetap, senantiasa memperhatikan pembiayaan komponen lainnya agar tingkat profitabilitas yang diharapkan tetap terjaga dengan baik.

Pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan positif terhadap struktur keuangan, yang berarti dalam upaya mencapai penjualan tertentu dibutuhkan total aktiva yang diimbangi peningkatan struktur keuangan. Hal ini mencerminkan adanya resiko bagi investor dalam melakukan investasi. Untuk itu perusahaan diharapkan mempertimbangkan keuntungan menggunakan *leverage* dengan adanya kesempatan meningkatkan modal saham ketika harga saham meningkat.

Beban pajak menunjukkan koefisien parameter bertanda positif terhadap struktur keuangan. Peningkatan ratio ini menjadi pertimbangan manajemen dalam melakukan upaya penghematan pajak dari tingkat *return* yang dapat diperoleh melalui penggunaan *leverage*. Sedangkan laba ditahan menunjukkan pengaruh signifikan negatif. Untuk itu perusahaan lebih menaruh perhatian pada kebijakan pembayaran dividen dalam upaya meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan yang berarti juga akan meningkatkan kesejahteraan para pemilik.

DAFTAR PUSTAKA

- Agus, Sabardi, 2000, *Manajemen Keuangan*, Jilid Dua, Edisi Pertama, Cetakan Pertama, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Atmaja, S. Lukas, 2008, *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*, Edisi I, Penerbit Andi Offset, Yogyakarta.
- Bambang, Riyanto, 1995, *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*, Edisi Keempat, Cetakan Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Bancel, Franck and Usha R. Mittoo, 2003. *Determinan Of Capital Structure Choice, A Survey of European Firms*.
- Brealy, Richard A. And Steward, C. Myers, 1991. *Principles of Corporate Finance*, Fourth Edition, Richard D. Erwin, Inc.
- Brigham F. Eugene dan Houton F Joel. 2006, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi 10, Penerbit Salemba Empat. Jakarta
- Darsono, 2006, *Manajemen Keuangan, Pendekatan Praktis, Kajian Pengambilan Keputusan Bisnis Berbasis Analisis keuangan*. Diadit Media. Jakarta

- Firdiansjah, Achmad, 1998, *Analisis Beberapa Variabel Yang mempengaruhi Struktur Keuangan Pada Industri Properti Yang Go Publik di Indonesia*, Tesis, Program Pascasarjana, Universitas Brawijaya Malang.
- Fischer, O., Edwin, Heinkel, Robert and Zechner, Josef, 1989, Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Test, *The Journal Accounting*, Vol. XX.
- Gujarati, Damodar, 1999, *Ekonometrika Dasar*, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Horne, Van, C.J., 1995, *Financial Manjement and Policy*, Tenth Edition, Prentice Hall, International Edition, New Jersey.
- Jalivand, A. and Harris, R.S., 1984, Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Devidend Target; An Econometric Study, *Jurnal of Finance*, Vol. XXXIX, No.1
- Kee, K.H., 1993, Asset Characteristic and Cooperate Debt Policy: An Empirical Test, *The Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. XX.
- Kesuma Ali, 2008, Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan *Real Estate* yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, No.11 Vol. 1
- Marshal, H. and Weiss, Leonard, 1967, Firms Size and Profitability, *The Review of Economics and Statistics*. Vol. XLIX.
- Meivinita, 1998, *Anaisis Beberapa Variabel Yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Perusahaan Jasa Perhotelan Yang Go Publik Di Indonesia*, Tesis, Program Pascasarjana, Universitas Brawijaya Malang.
- Modigliani, F. and H. Miller, Marton, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, *Jurnal American Economic Review*, Volume XLVIII.
- Radelet, S. and Jeffrey, S, 1998, The Omset Of The Asian Financial Crisis, National Bureauw Of Economic Research.
- Rigar, S.M and B. Monsouri, 2003, Determinan Of Financial Practices Among Morrocan Industrial Firms.
- Sartono Agus, 2008, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi Ketiga, Cetakan Keempat, BPFE, Yogyakarta.
- Schwartz, Eli and Aronson, J. Richard, 1967, Some Surrogate Evidence in Support of The Concept of Optimal Financial Structure, *Jurnal of Finance*.

Sutrisno, 2005, *Manajemen Keuangan Teori Konsep dan Aplikasi*, Edisi Pertama, Cetakan Pertama, Penerbit Ekonisia FE UII, Yogyakarta.

Titman, Sheridan and Wessels, Roberto, 1988, The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal Of Financial*, Vol. XLII, No.1.

Titman, Sheridan and Sergey Tsyplakov.2005. A Dynamic Model Of Optimal Capital Structure. *The Journal Of Finance*.

Weston, J.F. dan Copland, T.E., 1997, *Manajemen Keuangan*, Edisi Ke-sembilan, Penerbit Bina Rupa Aksara, Jakarta.

Windhyastiti, Irani, 1999 *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Dan Pengaruhnya Terhadap Biaya Modal Industri Manufaktur (Makanan dan Minuman) dan Industri Jasa (Lembaga Pembiayaan)*, Tesis, Program Pascasarjana, Universitas Brawijaya Malang.

-----*Institute For Economic and Financial Research, Indonesian Capital Market Directory (2003 - 2008)*, Jakarta Stock Exchange