

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG DAN
PENGARUHNYA TERHADAP NILAI
PERUSAHAAN**

**(Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa
Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2004-2007)**



TESIS

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

**Oleh :
Fitri Mega Mulianti
NIM C4A008041**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2010**



Sertifikasi

Saya, *Fitri Mega Mulianti*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawaban sepenuhnya berada di pundak saya.

Semarang, 5 Mei 2010

Fitri Mega Mulianti

PENGESAHAN TESIS

Yang bertandatangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG DAN
PENGARUHNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
(Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa
Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2004-2007)**

Yang disusun oleh Fitri Mega Mulianti, NIM.C4A008041
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 5 Mei 2010
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Dr. H. M. Chabachib, Msi,Akt

Dra. Hj. Endang Tri W, MM

Semarang, 5 Mei 2010

Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program

Prof. Dr. Augusty Ferdinand, MBA

Abstract

The purpose of this study is to analyze the impact of the variables firm size (SIZE), business risk (BRISK), liquidity (CR) on leverage (DTA) and the influence of leverage on the value of firm (price book value) on manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange 2004-2007 period. Research using purposive sampling method for taking samples. Data obtained on the basis of the publication of Indonesian Capital Market Directory (ICMD), obtained 137 samples of manufacturing firms.

Analysis technique used is multiple regression analysis. Based on the test statistic F indicates that both of the model is fit because has a significance value less than 5% of Alpha value.. Meanwhile, based on statistical t test showed that the firm size is positive and significant impact on leverage because it has a significance value less than 5% of Alpha value. Similarly, business risk is positive and significant impact on leverage. Meanwhile, liquidity is positive and not significant impact on leverage because it has a significance value more than 5% of Alpha value. Leverage it self is negative and significant impact on (price book value) .

Result of analisis show that predictive ability of the three independent variables (firm size, business risk, liquidity) is 30,3% and it shown by adjusted R^2 value, the rest 69,7% influenced by other variables outside the model. Meanwhile, for the dependen variabel price book value, *adjusted* R^2 is 10,6% and it means that the variation of variabel price book value can shown by leverage is 10,6% and the rest 89,4% influenced by other variables outside the model.

Key Words: Firm size (SIZE), Business Risk (BRISK), Liquidity (CR), Leverage (DTA) , Price book value (PBV) and Manufacturing Companies

Abstraksi

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh dari variabel ukuran perusahaan (SIZE), risiko bisnis (BRISK), likuiditas (CR) terhadap kebijakan hutang (DTA) dan pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2007. Penelitian menggunakan metode *purposive sampling* untuk pengambilan sampel. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), diperoleh jumlah sampel sebanyak 137 perusahaan manufaktur.

Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Berdasarkan uji statistik F menunjukkan bahwa kedua model memenuhi kriteria fit karena memiliki nilai signifikansi yang kurang dari taraf nyata 5 %. Sedangkan berdasarkan uji statistik t menunjukkan bahwa Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang karena memiliki nilai signifikansi kurang dari taraf nyata 5 %. Begitu pula dengan variabel risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan variabel likuiditas berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang karena memiliki nilai signifikansi lebih dari taraf nyata 5 %. Kebijakan hutang sendiri berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil analisis menunjukkan bahwa besarnya kemampuan prediksi dari ketiga variabel independen (ukuran perusahaan, risiko bisnis, likuiditas) terhadap kebijakan hutang adalah sebesar 30,3 % yang ditunjukkan dari besarnya *adjusted R²*, sisanya sebesar 69,7 % dipengaruhi oleh variabel lain diluar model. Sedangkan untuk variabel dependen *price book value adjusted R²* sebesar 10,6 persen yang berarti bahwa besar variasi variabel *price book value* yang dapat diterangkan oleh variasi variabel kebijakan hutang (*leverage*) adalah sebesar 10,6 persen sedang sisanya 89,4 persen dipengaruhi variabel lain di luar model penelitian.

Kata Kunci: Ukuran perusahaan (SIZE), Risiko Bisnis (BRISK), Likuiditas (CR), Kebijakan Hutang (DTA), Nilai Perusahaan (PBV) dan Perusahaan Manufaktur

KATA PENGANTAR

Puji syukur Kehadirat Allah SWT terucap atas atas segala karunia-Nya yang telah diberikan sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2007)”.

Tesis ini berisi penelitian mengenai bagaimana pengaruh ukuran perusahaan, risiko bisnis dan likuiditas terhadap kebijakan hutang serta bagaimana pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Berbagai temuan akan dijabarkan penulis dalam analisis dan pengujian hipotesis. Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari kesempurnaan sehingga memerlukan beberapa perbaikan berupa kritik dan saran.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah mendukung dan membantu dalam menyelesaikan tesis ini. Terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Prof. Dr. Augusty Ferdinand, MBA selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Dr. H. M. Chabachib, Msi, Akt dan Dra. Hj. Endang Tri W, MM sebagai dosen pembimbing tesis yang telah banyak memberikan bimbingan dan arahan dengan sabar, sehingga tesis ini dapat selesai dengan baik dan tepat pada waktunya.

3. Kedua orang tuaku yang senantiasa memberikan dukungan baik materi maupun spiritual sehingga segala hambatan dapat dilalui dengan lancar dan memotivasi penulis.
4. Teman-teman angkatan XXXII Malam, untuk saling berbagi pengalaman dan limpahan semangatnya
5. Seluruh pihak yang telah banyak membantu yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Semarang, 5 Mei 2010

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
SERTIFIKASI	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
ABSTRACT	iv
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR LAMPIRAN	xii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	9
1.3 Tujuan Penelitian	11
1.4 Kegunaan Penelitian	12
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL	13
2.1 Telaah Pustaka	13
2.1.1 Nilai Perusahaan	13
2.1.2 Kebijakan Hutang	14
2.1.2.1 Teori Kebijakan Hutang	16
2.1.2.1.1 <i>Trade off Theory</i>	16
2.1.2.1.2 <i>Pecking Order Theory</i>	19
2.1.2.1.3 <i>Signalling Theory</i>	20
2.1.3 Ukuran Perusahaan	21
2.1.4 Risiko Bisnis	22
2.1.5 Likuiditas	25
2.2 Penelitian Terdahulu	26
2.2.1 Perbedaan Penelitian	37
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis	40
2.3.1 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang	40
2.3.2 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang	41
2.3.3 Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang	41
2.3.4 Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan	42
2.4 Hipotesis Penelitian	43
BAB III METODE PENELITIAN	44
3.1 Jenis dan Sumber Data	44
3.2 Populasi dan Sampel	44

3.3	Teknik Pengumpulan Data.....	45
3.4	Definisi Operasional Variabel	46
3.5	Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik	49
3.5.1	Uji Normalitas.....	50
3.5.2	Uji Multikolinearitas	50
3.5.3	Uji Heteroskedastisitas.....	51
3.5.4	Uji Autokorelasi.....	52
3.6	Metode Analisis	52
3.6.1	Uji F (<i>Goodness of Fit</i>).....	53
3.6.2	Uji t-statistik (Parsial).....	54
3.6.3	Koefisien Determinasi (R^2).....	54
BAB IV	HASIL DAN PEMBAHASAN	56
4.1	Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	56
4.2	Statistik Deskripsi Variabel Penelitian	58
4.3	Analisis Data.....	61
4.3.1	Uji Asumsi Klasik	61
4.3.1.1	Uji Normalitas.....	61
4.3.1.2	Uji Multikolinearitas	65
4.3.1.3	Uji Heteroskedastisitas.....	67
4.3.1.4	Uji Autokorelasi.....	72
4.4	Hasil Analisis.....	77
4.4.1	Uji Statistik F (<i>Goodness of Fit</i>).....	73
4.4.2	Regresi untuk Kebijakan Hutang (DTA) sebagai Variabel Dependen.....	75
4.4.3	Regresi untuk PBV sebagai Variabel Dependen	77
4.5	Pengujian Hipotesis Parsial	78
4.6	Uji Koefisien Determinasi	81
4.7	Pembahasan	83
BAB V	PENUTUP	87
5.1	Kesimpulan	87
5.2	Implikasi Teoritis.....	88
5.3	Implikasi Manajerial.....	90
5.4	Keterbatasan Penelitian	92
5.5	Agenda Mendatang.....	93
	DAFTAR REFERENSI	xiii
	LAMPIRAN	xvii
	DAFTAR RIWAYAT HIDUP	xlii

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Rata-rata Nilai Perusahaan (PBV), Kebijakan Hutang (DTA), Ukuran Perusahaan (SIZE), Risiko Bisnis (BRISK) dan Likuiditas (CR) Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2004-2007	5
Tabel 2.1	Ringkasan Penelitian Terdahulu.....	33
Tabel 3.1	Sampel Penelitian.....	45
Tabel 3.2	Ringkasan Definisi Operasional Variabel.....	49
Tabel 4.1	Sampel Penelitian	56
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif.....	58
Tabel 4.3	Uji Normalitas untuk DTA sebagai Variabel Dependen melalui Uji Kolmogorov Smirnov.....	64
Tabel 4.4	Uji Normalitas untuk PBV sebagai Variabel Dependen melalui Uji Kolmogorov Smirnov.....	65
Tabel 4.5	Nilai VIF dan <i>Tolerance</i> DTA sebagai Variabel Dependen	66
Tabel 4.6	Korelasi antar Variabel Independen dengan DTA sebagai Variabel Dependen.....	67
Tabel 4.7	Uji Glejser untuk DTA Sebagai Variabel Dependen	70
Tabel 4.8	Uji Glejser untuk PBV Sebagai Variabel Dependen.....	71
Tabel 4.9	Uji Statistik F Kebijakan Hutang (DTA) sebagai Variabel Dependen.....	74
Tabel 4.10	Uji Statistik F PBV sebagai Variabel Dependen.....	75
Tabel 4.11	Hasil Regresi untuk DTA sebagai Variabel Dependen	75
Tabel 4.12	Hasil Regresi untuk PBV sebagai Variabel Dependen	77
Tabel 4.13	Kesimpulan Hipotesis	81
Tabel 4.14	Koefisien Determinasi dengan DTA sebagai Variabel Dependen.....	82
Tabel 4.15	Koefisien Determinasi dengan PBV sebagai Variabel Dependen.....	82

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Hubungan Antara Hutang dan Nilai Perusahaan dengan Pendekatan Teori <i>Trade off</i>	18
Gambar 2.2 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan	43
Gambar 3.1 Posisi Angka Durbin Watson	52
Gambar 4.1 Uji Normalitas Data untuk DTA sebagai Variabel Dependen dengan Grafik Histogram	62
Gambar 4.2 Uji Normalitas Data untuk PBV sebagai Variabel Dependen dengan Grafik Histogram	62
Gambar 4.3 Uji Normalitas Data untuk DTA sebagai Variabel Dependen dengan Grafik P-P Plot	63
Gambar 4.4 Uji Normalitas Data untuk PBV sebagai Variabel Dependen dengan Grafik P-P Plot	64
Gambar 4.5 Scatterplot untuk DTA sebagai Variabel Dependen dengan	68
Gambar 4.6 Scatterplot untuk PBV sebagai Variabel Dependen dengan	69
Gambar 4.7 Uji Autokorelasi untuk DTA sebagai Variabel Dependen	72
Gambar 4.8 Uji Autokorelasi untuk PBV sebagai Variabel Dependen	73

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Variabel Penelitian	xvii
Lampiran 2 Output Regresi Variabel Dependen Kebijakan Hutang (DTA).....	xxxii
Lampiran 3 Output Regresi Variabel Dependen Nilai Perusahaan (PBV).....	xxxvii

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Industri manufaktur merupakan industri yang mendominasi perusahaan – perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sekitar 150 perusahaan dalam industri manufaktur tersebut dikelompokkan menjadi beberapa sub kategori industri. Banyaknya perusahaan dalam industri, serta kondisi perekonomian saat ini telah menciptakan suatu persaingan yang ketat antar perusahaan manufaktur.

Persaingan dalam industri manufaktur membuat setiap perusahaan semakin meningkatkan kinerja agar tujuannya dapat tetap tercapai. Tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan (Salvatore, 2005). Nilai perusahaan sangat penting karena mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan. Nilai perusahaan sering dikaitkan dengan harga saham, dimana semakin tinggi harga saham maka nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham pun juga meningkat.

Nilai perusahaan dapat dilihat dari *price book value* (PBV) yang merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham (Ang, 1997). Berdasarkan perbandingan tersebut, harga saham perusahaan dapat diketahui berada di atas atau di bawah nilai bukunya. Oleh karena itu, keberadaan PBV sangat penting bagi para investor untuk menentukan strateginya. Ahmed dan Nanda (2004) menunjukkan bahwa hampir semua keputusan investasi di

pasar modal didasarkan pada perkembangan PBV. PBV yang tinggi akan membuat investor percaya atas prospek perusahaan ke depan.

Besarnya PBV tidak terlepas dari beberapa kebijakan yang diambil perusahaan. Salah satu kebijakan yang sangat sensitif terhadap PBV adalah kebijakan hutang (Euis dan Taswan, 2002). Menurut Brigham dan Gapenski (1996), nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui kebijakan hutang. Besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan adalah suatu kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal. Kebijakan hutang merupakan penentuan berapa besarnya hutang akan digunakan perusahaan dalam mendanai aktivitya yang ditunjukkan oleh rasio antara total hutang dengan total aktiva (DTA).

Kebijakan hutang (DTA) termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan hutang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru. Menurut Babu dan Jain (1998) terdapat empat alasan mengapa perusahaan lebih menyukai menggunakan hutang daripada saham baru, yaitu (1) adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga; (2) Biaya transaksi pengeluaran hutang lebih murah daripada biaya transaksi emisi saham baru; (3) lebih mudah mendapatkan pendanaan hutang daripada pendanaan saham; (4) Kontrol manajemen lebih besar adanya hutang baru daripada saham baru.

Mogdiliani dan Miller (1963) menyatakan bahwa semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini berkaitan dengan adanya keuntungan dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang tersebut mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Nilai

perusahaan akan maksimum , apabila perusahaan semakin banyak menggunakan hutang yang disebut dengan *corner optimum hutang decision* (Mutamimah, 2003). Pada kenyataannya, penggunaan hutang 100 persen sekarang ini sulit dijumpai dan menurut *trade off theory* semakin tinggi hutang maka semakin tinggi beban kebangkrutan yang ditanggung perusahaan. Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan. Semakin besar hutang, semakin besar pula kemungkinan terjadinya perusahaan tidak mampu membayar kewajiban tetap berupa bunga dan pokoknya. Risiko kebangkrutan akan semakin tinggi karena bunga akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak. Oleh karena itu, perusahaan harus sangat hati-hati dalam menentukan kebijakan hutangnya karena peningkatan penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaannya (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Pengaruh kebijakan hutang (DTA) dalam menentukan PBV dipengaruhi oleh beberapa faktor. Ukuran perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan kebijakan hutangnya. Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur. Oleh karena itu, semakin besar ukuran perusahaan, aktiva yang didanai dengan hutang akan semakin besar pula (Homaifar dan Zietz *et.al*, 1994).

Risiko bisnis juga menentukan keputusan tentang kebijakan hutang yang akan diambil perusahaan. Risiko bisnis ini berkaitan dengan ketidakpastian dalam pendapatan yang diperoleh perusahaan (Imam, 2007). Perusahaan yang menghadapi risiko bisnis tinggi sebagai akibat dari kegiatan operasinya, akan menghindari untuk menggunakan hutang yang tinggi dalam mendanai aktivitasnya. Hal ini karena perusahaan tidak akan meningkatkan risiko yang berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutangnya (Mamduh, 2004).

Kebijakan hutang yang akan diambil perusahaan juga berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutangnya. Kemampuan perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan para kreditur untuk meminjamkan dana kepada perusahaan. Kemampuan perusahaan tersebut, sering diukur dengan *current ratio (CR)* yaitu perbandingan aktiva lancar dengan hutang lancarnya yang biasa disebut dengan likuiditas perusahaan. Perusahaan yang memiliki *current ratio* tinggi berarti memiliki aktiva lancar yang cukup untuk mengembalikan hutang lancarnya sehingga memberikan peluang untuk mendapatkan kemudahan dalam memperoleh hutang dari investor (Ozkan, 2001).

Data empiris dari variabel nilai perusahaan (PBV), kebijakan hutang (DTA), ukuran perusahaan (SIZE), risiko bisnis (BRISK) serta likuiditas (CR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2004 sampai dengan 2007 dapat dilihat pada Tabel 1.1 sebagai berikut :

Tabel 1.1
Rata-rata Nilai Perusahaan (PBV), Kebijakan Hutang (DTA), Ukuran Perusahaan (SIZE), Risiko Bisnis (BRISK) dan Likuiditas (CR) Pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2004-2007

No	Variabel	Tahun			
		2004	2005	2006	2007
1	PBV	0,93	2,06	3,51	2,59
	Perubahan (%)	-	121,2%	70,4%	-26,2%
2	DTA	0,71	0,59	0,67	0,65
	Perubahan (%)	-	- 16,9%	13,5%	-2,9%
3	SIZE	12,38	13,42	13,45	13,63
	Perubahan (%)	-	8,4%	0,2 %	1,3%
4	BRISK	858122,9	848852	717985,9	1148946
	Perubahan (%)	-	-1,1%	-15,4%	60%
5	CR	5,95	2,20	1,18	2,07
	Perubahan (%)	-	-63%	-46,4%	75,4%

Sumber : ICMD 2007 dan 2008

Berdasarkan Tabel 1.1, rata-rata PBV perusahaan industri manufaktur tahun 2004 sampai dengan 2006 terus mengalami peningkatan dari 0,93 menjadi 3,51. Namun, pada tahun 2007 terjadi penurunan PBV yaitu sekitar 26,2 persen dari 3,51 menjadi 2,59. Penurunan PBV akan menciptakan persepsi negatif investor terhadap kinerja perusahaan yang akan berdampak pada keputusan para investor, sehingga perusahaan harus berusaha meningkatkan PBV nya.

Pada Tabel 1.1 juga dapat terlihat bahwa tahun 2004 sampai dengan 2007 DTA perusahaan berfluktuatif dimana pada tahun 2006 meningkat sebesar 13,5 persen, sementara pada tahun 2005 dan 2007 rata-rata perusahaan manufaktur mengurangi penggunaan hutang dalam mendanai aktivitya. Menurut teori *trade off* bahwa peningkatan penggunaan hutang untuk mendanai aktivitya akan menurunkan nilai perusahaan. Namun, pada tahun 2006 ketika DTA mengalami peningkatan dari tahun sebelumnya, PBV juga menunjukkan peningkatan sebesar

70,4 persen yaitu dari 2,06 menjadi 3,51. Hal yang serupa juga terjadi pada tahun 2007, dimana penggunaan hutang perusahaan mengalami penurunan, dan diikuti dengan penurunan nilai perusahaan.

Penelitian tentang pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan juga masih belum memperlihatkan hasil yang konsisten pada hubungan antar variabel tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh Santika dan Kusuma (2002) menunjukkan hasil bahwa kebijakan penggunaan hutang berpengaruh positif signifikan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Euis dan Taswan (2002) memberikan hasil bahwa kebijakan penggunaan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur. Hasil yang berbeda diperoleh dari hasil penelitian Said (2001) serta Sujoko dan Soebiantoro (2007), dimana kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pada Tabel 1.1 diketahui bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2007, ukuran perusahaan (SIZE) cenderung mengalami peningkatan. Peningkatan SIZE seharusnya akan mempengaruhi perusahaan untuk meningkatkan DTA, namun pada tahun 2005 dan 2007 DTA rata-rata perusahaan pada industri manufaktur mengalami penurunan sebesar 16,9 persen dan 2,9 persen.

Risiko bisnis (BRISK) yang dihadapi industri manufaktur berfluktuatif dari tahun 2004 sampai dengan 2007. Peningkatan BRISK terjadi pada tahun 2007, sedangkan pada tahun 2005 dan 2006, risiko bisnis yang dihadapi perusahaan mengalami penurunan. Pengaruh BRISK terhadap DTA yang diambil perusahaan berdasarkan data empiris pada Tabel 1.1, tidak sesuai secara teoritis

yaitu bahwa semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi perusahaan, maka penggunaan hutang untuk mendanai aktiva perusahaan akan menurun. Hal ini terlihat ketika pada tahun 2005, dimana rata-rata BRISK yang dihadapi perusahaan menurun dari 858122,9 menjadi 848852, DTA perusahaan juga menurun dari 0,71 menjadi 0,59.

Pada Tabel 1.1, dapat dilihat bahwa likuiditas (CR) industri manufaktur mengalami peningkatan pada tahun 2007, sedangkan penurunan terjadi pada tahun 2005 serta 2006. Perusahaan yang memiliki likuiditas (CR) tinggi cenderung akan meningkatkan DTA nya karena berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam pengembalian hutangnya. Namun, pada Tabel 1.1 terlihat bahwa tahun 2006, CR perusahaan menurun sebesar 63 persen, sedangkan DTA mengalami peningkatan. Begitu juga pada tahun 2007 dimana CR perusahaan mengalami peningkatan dari 1,08 menjadi 2,07, namun DTA perusahaan mengalami penurunan.

Penelitian-penelitian tentang pengaruh ukuran perusahaan, risiko bisnis, dan likuiditas terhadap kebijakan hutang yang masih memberikan hasil yang belum konsisten. Penelitian yang dilakukan Homaifar dan Zietz *et.al*, (1994) ; Lopez dan Francisco (2008) menunjukkan hasil yang seragam dimana ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Euis dan Taswan (2002) ; Santika dan Kusuma (2002) ; Nisa (2003) ; serta Sujoko dan Soebiantoro (2007) juga memberikan hasil yang serupa. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Ozkan (2001) menunjukkan hasil yang berbeda yaitu ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Bhaduri (2002) dan Mutamimah (2003) juga menunjukkan hasil yang tidak signifikan antara ukuran perusahaan dengan kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan penelitian Ramlall (2009) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian tentang risiko bisnis dengan kebijakan hutang juga menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003) serta Lopez dan Francisco (2008) menunjukkan bahwa risiko bisnis tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan penggunaan hutang. Sementara penelitian Nisa (2003) menunjukkan hasil bahwa risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Ketidakkonsistenan hasil juga terdapat pada pengaruh antara likuiditas dengan kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Ozkan (2001) menunjukkan pengaruh negatif antara likuiditas dengan tingkat hutang. Sedangkan Mutamimah (2003) menunjukkan likuiditas mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan Ramlall (2009) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan latar belakang yang masih menunjukkan ketidakkonsistenan pengaruh antara variabel ukuran perusahaan, risiko bisnis, dan likuiditas yang mempengaruhi kebijakan hutang serta pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan maka penelitian ini ingin meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan sebelumnya, dapat diketahui bahwa terdapat dua permasalahan. Permasalahan pertama adanya *fenomena gap* yang dapat dilihat pada Tabel 1.1 ditunjukkan bahwa penurunan penggunaan hutang cenderung mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. *Fenomena gap* juga terdapat pada pengaruh ukuran perusahaan, risiko bisnis dan likuiditas terhadap kebijakan hutang perusahaan. Kecenderungan meningkat ukuran perusahaan pada perusahaan manufaktur tahun 2004 sampai dengan 2007 tidak diikuti dengan peningkatan penggunaan hutangnya. Penurunan risiko bisnis yang dihadapi perusahaan manufaktur tahun 2005, tidak meningkatkan penggunaan hutang perusahaan. Sementara pada tahun 2006 dan 2007 tidak menunjukkan adanya hubungan searah antara likuiditas dengan penggunaan hutang perusahaan.

Permasalahan kedua adanya hasil penelitian terdahulu yang masih menunjukkan *research gap* untuk variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang, yaitu : (1) perbedaan penelitian tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang yaitu antara penelitian Homaifar dan Zietz *et.al* (1994) ; Euis dan Taswan (2002) ; Santika dan Kusuma (2002) ; Nisa (2003) ; Sujoko dan Soebiantoro (2007) ; Lopez dan Francisco (2008) yang menunjukkan pengaruh positif signifikan antara ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang, sementara penelitian yang dilakukan oleh Ozkan (2001) ; Bhaduri (2002) dan Mutamimah (2003) menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan antara ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Ramlall (2009) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

(2) Perbedaan penelitian tentang pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan hutang antara penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003) ; serta Lopez dan Francisco (2008) yang menunjukkan pengaruh tidak signifikan antara risiko bisnis terhadap kebijakan hutang, sementara Nisa (2003) menunjukkan pengaruh signifikan antara risiko bisnis terhadap kebijakan hutang (3) Perbedaan penelitian tentang pengaruh likuiditas terhadap kebijakan hutang antara penelitian Ozkan (2001) yang menunjukkan pengaruh yang negatif sementara Mutamimah (2003) menunjukkan pengaruh yang positif tidak signifikan serta Ramlall (2009) menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Research gap juga terlihat pada pengaruh antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Perbedaan penelitian tersebut antara Santika dan Kusuma (2002) menunjukkan pengaruh positif signifikan antara kebijakan hutang dengan nilai perusahaan; Euis dan Taswan (2002) menunjukkan hasil positif tidak signifikan sementara Said (2001) serta Sujoko dan Soebiantoro (2007) menunjukkan pengaruh negatif signifikan.

Berdasarkan adanya *fenomena gap* serta *research gap* yang telah diuraikan sebelumnya maka *research problem* pada penelitian ini dapat dirumuskan bahwa masih terdapat inkonsistensi antara fenomena empiris dengan teori yang ada serta inkonsistensi hasil penelitian pengaruh variabel ukuran perusahaan, risiko bisnis, likuiditas terhadap kebijakan hutang dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian sebelumnya, maka yang menjadi pertanyaan penelitian (*research question*) adalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan, risiko bisnis, dan likuiditas terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2004 sampai dengan 2007?
2. Bagaimana pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2004 sampai dengan 2007?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut :

1. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2004 sampai dengan 2007.
2. Menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2004 sampai dengan 2007.
3. Menganalisis pengaruh likuiditas terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2004 sampai dengan 2007.
4. Menganalisis pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2004 sampai dengan 2007.

1.4 Kegunaan Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi :

1. Bagi pihak perusahaan, memberikan pertimbangan dalam merumuskan kebijakan hutang dan dalam mengelola hutang mereka sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.
2. Bagi pihak investor, memberikan pertimbangan dalam menilai kinerja perusahaan sehingga yang dapat membantu pengambilan keputusan untuk menanamkan modalnya pada perusahaan.
3. Sebagai referensi untuk penelitian tentang kebijakan hutang dan nilai perusahaan selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2005). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan (Euis dan Taswan, 2002). Menurut Husnan (2000) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Sedangkan menurut Keown (2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.

Nilai perusahaan sering diproksikan dengan *price to book value* (Ahmed dan Nanda, 2000). *Price to book value* dapat diartikan sebagai hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham. Menurut Ang (1997) secara sederhana menyatakan bahwa PBV merupakan rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya.

Keberadaan PBV sangat penting bagi investor untuk menentukan strategi investasi di pasar modal karena melalui *price book value*, investor dapat memprediksi saham-saham yang *overvalued* atau *undervalued* (Ahmed dan Nanda, 2000). *Price book value* menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya memiliki rasio *price book value* di atas satu, yang mencerminkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. *Price book value* yang tinggi mencerminkan tingkat kemakmuran para pemegang saham, dimana kemakmuran bagi pemegang saham merupakan tujuan utama dari perusahaan (Weston dan Brigham, 2000).

2.1.2 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Mamduh, 2004).

Menurut Mamduh (2004) terdapat beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang, antara lain :

a. NDT (*Non-Debt Tax Shield*)

Manfaat dari penggunaan hutang adalah bunga hutang yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Namun untuk mengurangi pajak, perusahaan dapat menggunakan cara lain seperti depresiasi dan dana pensiun. Dengan demikian, perusahaan dengan NDT tinggi tidak perlu menggunakan hutang yang tinggi.

b. Struktur Aktiva

Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman.

c. Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya akan menggunakan hutang yang relatif kecil. Laba ditahannya yang tinggi sudah memadai membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

d. Risiko Bisnis

Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan hutang yang lebih kecil untuk menghindari risiko kebangkrutan.

e. Ukuran Perusahaan

Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Di samping itu, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal.

f. Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan hutang dalam suatu perusahaan.

Hutang dapat digolongkan ke dalam tiga jenis, yaitu (Riyanto, 1995) : (1) Hutang jangka pendek (*short-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya kurang dari satu tahun. Sebagian besar hutang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usahanya, meliputi kredit rekening koran, kredit dari penjual (*levancier crediet*), kredit dari pembeli (*afnemers crediet*), dan kredit wesel. (2) Hutang jangka menengah (*intermediate-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun. Kebutuhan membelanjai usaha melalui kredit ini karena adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi melalui kredit jangka pendek maupun kredit jangka panjang. Bentuk utama dari hutang jangka menengah adalah *term loan* dan *lease financing*. (3) Hutang jangka panjang (*long-term debt*) yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari sepuluh tahun. Hutang jangka panjang ini digunakan untuk membiayai ekspansi perusahaan. Bentuk utama dari hutang jangka panjang adalah pinjaman obligasi (*bonds-payable*) dan pinjaman hipotik (*mortgage*).

2.1.2.1 Teori Kebijakan Hutang

2.1.2.1.1 Trade off Theory

Teori ini menganggap bahwa penggunaan hutang 100 persen sulit dijumpai. Kenyataannya semakin banyak hutang, maka semakin tinggi beban

yang harus ditanggung. Satu hal yang penting bahwa dengan meningkatnya hutang, maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Beban yang harus ditanggung saat menggunakan hutang yang lebih besar adalah biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya.

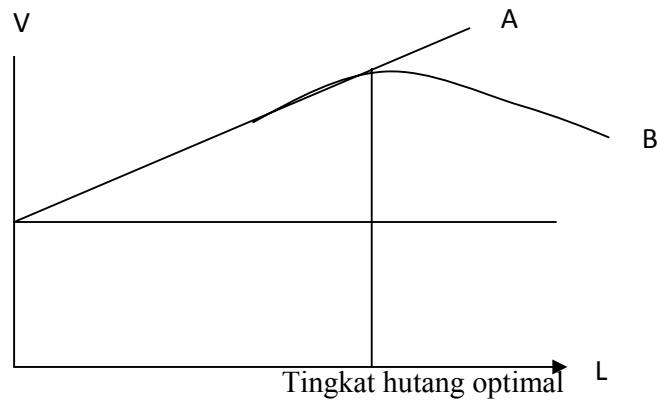
Menurut Mamduh (2004) bahwa biaya kebangkrutan dapat cukup signifikan dapat mencapai 20 persen nilai perusahaan. Biaya tersebut mencakup dua hal :

1. Biaya langsung : biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, pengacara, dan lainnya yang sejenis.
2. Biaya tidak langsung : biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal.

Teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myers,1991). Teori ini memperbandingkan manfaat dan biaya atau keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang. Pada teori ini juga dijelaskan bahwa sebelum mencapai suatu titik maksimum, hutang akan lebih murah daripada penjualan saham karena adanya *tax shield*. Implikasinya adalah semakin tinggi hutang maka akan semakin tinggi nilai perusahaan (Mutamimah, 2003). Namun, setelah mencapai titik maksimum, penggunaan hutang oleh perusahaan menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung biaya keagenan, kebangkrutan serta biaya bunga yang menyebabkan nilai saham turun (Hermendito Kaaro, 2001).

Hubungan antara hutang dengan nilai perusahaan menurut pendekatan teori *trade off* dapat dilihat pada gambar berikut ini (Mamduh,2004) :

Gambar 2.1
Hubungan Antara Hutang dan Nilai Perusahaan dengan Pendekatan Teori
Trade off



Sumber : (Mamduh, 2004)

Keterangan ;

V = Nilai perusahaan

L = Hutang

A = Nilai perusahaan tanpa biaya kebangkrutan dan keagenan

B = Nilai perusahaan dengan biaya kebangkrutan dan keagenan

Berdasarkan Gambar 2.1 , dapat dilihat bahwa nilai perusahaan dengan penggunaan hutang akan meningkat seiring dengan meningkatnya hutang. Namun, nilai tersebut mulai menurun pada titik tertentu. Pada titik tersebut, tingkat hutang merupakan tingkat hutang optimal (Mamduh, 2004).

Menurut Hermendito Kaaro (2001), bahwa terdapat tiga kesimpulan tentang penggunaan hutang sebagai berikut :

1. Perusahaan dengan risiko yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan hutang yang lebih besar
2. Perusahaan yang memiliki *tangible asset* dan *marketable asset* seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets* seperti patent dan goodwill. Hal ini dikarenakan target rasio hutang yang tinggi akan mendapat manfaat pajak dari hutang.
3. Perusahaan-perusahaan di negara dengan tingkat pajak yang tinggi seharusnya memiliki hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah, karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

2.1.2.1.2 Pecking Order Theory

Teori *pecking order* menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004). Penggunaan hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham.

Menurut Brealey dan Myers (1991), urutan pendanaan menurut teori *pecking order* adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan lebih menyukai *internal financing* (dana internal). Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menyesuaikan target *dividen payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang *sticky* ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi, berarti terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.
4. Apabila pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu mulai dari penerbitan hutang *convertible bond*, dan alternatif paling akhir adalah saham.

2.1.2.1.3 Signaling Theory

Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang.

Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu

informasi tersebut sehingga terdapat informasi yang tidak simetri (*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham. Akibatnya, ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah. Dengan kata lain, perilaku manajer dalam hal menentukan struktur modal, dapat dianggap sebagai sinyal oleh pihak luar (Mamduh, 2004).

Ross (1977) mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Apabila manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan ingin agar harga saham meningkat, perusahaan ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer dapat menggunakan hutang lebih banyak, sebagai sinyal yang lebih dapat dipercaya. Hal ini karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Dasar pertimbangannya adalah penambahan hutang menyebabkan keterbatasan arus kas dan meningkatnya biaya-biaya beban keuangan sehingga manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak apabila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya. Investor diharapkan akan menangkap sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian hutang merupakan tanda atau sinyal positif.

2.1.3 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih. Semakin besar

total aktiva maupun penjualan maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Semakin besar aktiva maka semakin besar modal yang ditanam, sementara semakin banyak penjualan maka semakin banyak juga perputaran uang dalam perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan.

Ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar pula aktivitasnya. Dengan demikian, ukuran perusahaan juga dapat dikaitkan dengan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan (Nisa Fidyati, 2003).

Menurut Weston dan Brigham (2000) menyatakan bahwa suatu perusahaan yang besar dan mapan (stabil) akan lebih mudah untuk ke pasar modal. Kemudahan untuk ke pasar modal maka berarti fleksibilitas bagi perusahaan besar lebih tinggi serta kemampuan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek juga lebih besar daripada perusahaan kecil.

2.1.4 Risiko Bisnis

Aktivitas yang dilakukan perusahaan tidak dapat dipisahkan dari adanya risiko. Risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan terjadinya akibat buruk atau kerugian yang tidak diinginkan (Imam, 2007).

Menurut Brigham dan Houston (2001) terdapat dua dimensi risiko, yaitu risiko keuangan serta risiko bisnis. Risiko keuangan merupakan risiko tambahan bagi pemegang saham biasa karena perusahaan menggunakan hutang. Sedangkan

risiko bisnis merupakan tingkat risiko dari operasi perusahaan apabila tidak menggunakan hutang. Dengan demikian, risiko bisnis sering dihubungkan dengan pengambilan kebijakan hutang suatu perusahaan.

Risiko bisnis merupakan suatu ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Menurut Brigham dan Houston (2001) risiko bisnis merupakan ketidakpastian mengenai proyeksi pengembalian atas aktiva di masa mendatang. Risiko bisnis antar perusahaan dalam industri yang sama adalah berbeda-beda serta dapat berubah sewaktu-waktu. Suatu perusahaan dikatakan memiliki risiko bisnis yang tinggi apabila perusahaan tersebut memiliki volatilitas pendapatan yang tinggi sehingga mempunyai probabilitas kebangkrutan yang tinggi.

Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi risiko bisnis suatu perusahaan. Faktor-faktor tersebut dipengaruhi oleh karakteristik masing-masing industri, namun pada tingkat tertentu perusahaan dapat mengendalikannya. Faktor-faktor yang mempengaruhi risiko bisnis antara lain (Brigham dan Houston, 2001) :

1. Variabilitas permintaan

Risiko bisnis akan semakin kecil apabila permintaan atas produk perusahaan semakin konstan dimana hal-hal lainnya tetap.

2. Variabilitas harga jual

Perusahaan akan menghadapi risiko bisnis yang lebih tinggi dari perusahaan sejenis apabila harga jual atas produk perusahaan lebih fluktuatif.

3. Variabilitas harga input

Perusahaan yang memperoleh input dengan harga yang sangat tidak pasti juga menghadapi risiko bisnis yang tinggi.

4. Kemampuan untuk menyesuaikan harga output terhadap perubahan harga input

Sejumlah perusahaan menghadapi kesulitan dalam meningkatkan harga produknya apabila biaya input meningkat. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk menyesuaikan harga output (produk), semakin kecil risiko bisnisnya. Kemampuan ini sangat diperlukan perusahaan ketika tingkat inflasi tinggi.

5. Proporsi biaya tetap

Risiko bisnis akan meningkat ketika sebagian besar biaya perusahaan merupakan biaya tetap. Hal ini terjadi ketika permintaan menurun, namun biaya tetap yang ditanggung perusahaan tidak menurun.

Dengan demikian, suatu perusahaan memiliki risiko bisnis kecil apabila perusahaan menghadapi permintaan produk yang stabil, harga-harga input dan produknya yang relatif konstan, harga produknya dapat segera disesuaikan dengan kenaikan biaya, dan sebagian besar biayanya bersifat variabel sehingga akan menurun. Risiko bisnis merupakan salah satu indikator penting bagi perusahaan untuk sistem pendanaannya terutama dalam keputusan penggunaan hutang.

Dengan demikian apabila hal-hal lainnya tetap sama, semakin rendah risiko bisnis perusahaan, semakin tinggi rasio hutang.

2.1.5 Likuiditas

Likuiditas secara umum dapat diartikan sebagai tingkat kemampuan suatu perusahaan untuk dapat membayar hutang-hutangnya yang telah jatuh tempo (Kasmir, 2008). Likuiditas juga diartikan sebagai kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang harus segera dibayar (Mamduh, 2004). Perusahaan yang memiliki kemampuan untuk membayar hutang jangka pendek disebut perusahaan yang likuid.

Ukuran likuiditas perusahaan yang sering digunakan adalah *current ratio* yang merupakan perbandingan antara aktiva lancar (*current asset*) dengan hutang lancar (*current liabilities*). Aktiva lancar umumnya berupa kas, surat berharga, piutang dagang dan persediaan. Sedangkan hutang lancar pada umumnya berupa hutang dagang, pajak yang ditangguhkan, serta biaya-biaya yang ditangguhkan. Kim and David *et,al* (1998) mengelompokkan faktor-faktor yang diperkirakan mempengaruhi likuiditas perusahaan, yaitu :

1. *Cash flow uncertainty*

Cash flow uncertainty atau ketidakpastian arus kas dapat menentukan keputusan manajer dalam menentukan tingkat likuiditas perusahaan. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat ketidakpastian arus kas yang tinggi akan cenderung melakukan investasi dalam aktiva yang likuid dengan jumlah yang besar.

2. *Current and future investment opportunity*

Current and future investment opportunity merupakan kesempatan investasi yang dihadapi perusahaan, baik saat ini maupun masa yang akan datang.

Berkaitan dengan *current and future investment opportunity* ini manajemen akan mempertimbangkan apakah lebih baik melakukan investasi dalam bentuk aktiva tetap atau melakukan investasi dalam bentuk aktiva likuid.

3. *Transaction Demand for Liquidity*

Transaction demand for liquidity berkaitan dengan dana atau arus kas yang diperlukan perusahaan untuk tujuan transaksi. Hal ini juga merupakan faktor yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan likuiditas perusahaan.

Perhitungan likuiditas perusahaan memberikan manfaat bagi berbagai pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan. Pihak yang berkepentingan adalah pemilik dan manajemen perusahaan untuk menilai kemampuan mereka sendiri. Sedangkan dari pihak luar yang juga memiliki kepentingan yaitu kreditur (penyedia dana) dan supplier yang menyalurkan atau menjual barang pembayaran secara angsuran kepada perusahaan. Bagi kreditur pengukuran likuiditas merupakan jaminan untuk memberikan pinjaman selanjutnya. Sementara bagi supplier, digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk menyetujui penjualan barang dagangan secara angsuran (Kasmir, 2008).

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang sudah dilakukan oleh beberapa peneliti. Begitu pula dengan penelitian tentang pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Penelitian-penelitian tersebut antara lain:

1. Homaifar dan Zietz *et.al* (1994) melakukan penelitian dengan judul *An Empirical Model Of Capital Structure Some New Evidence*. Penelitian ini menggunakan *general autoregressive distributed lag* model (ADL) untuk mengestimasi determinan dari struktur modal dalam jangka panjang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada jangka panjang tingkat pajak perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage ratio*. Sedangkan *unleverade tax rate*, dan *non debt tax shelter* menunjukkan hasil tidak signifikan terhadap *leverage ratio*. Ukuran perusahaan dan kesempatan pertumbuhan perusahaan merupakan faktor determinan yang paling penting untuk struktur modal. Ukuran perusahaan menunjukkan hasil positif signifikan, dan kesempatan pertumbuhan menunjukkan hasil negatif signifikan terhadap *leverage ratio*. Sedangkan hubungan antara *stock return* sebagai proksi kondisi pasar modal terhadap *leverage ratio* menunjukkan hasil yang negatif sesuai dengan pendapat awal dimana perusahaan mensubstitusi modal sendiri untuk hutang ketika *stock return* tinggi.
2. Ozkan (2001) melakukan penelitian dengan judul *Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target : Evidence from UK Company Panel Data*. Variabel dependen yang digunakan adalah ukuran perusahaan, kesempatan tumbuh, *non debt tax shield*, profitabilitas, dan likuiditas. Sampel pada penelitian ini sebanyak 390 perusahaan periode 1984-1996. Teknik analisa menggunakan OLS (*Ordinary Least Square*) yang memberikan hasil semua variabel berpengaruh signifikan terhadap *leverage ratio* kecuali

ukuran perusahaan. Kesempatan tumbuh, *non debt tax shield*, profitabilitas, dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage ratio*.

3. Said Kelana melakukan penelitian pada tahun 2001 dengan judul “Interelasi antara Nilai Perusahaan, Investasi dan Utang. Penelitian menggunakan sampel sebanyak 15 perusahaan industri makanan dan minuman periode 1993-1997. Metode analisis yang digunakan adalah TSLS untuk mengetahui hubungan simultan antara nilai perusahaan, investasi dan hutang. Hasil penelitian menunjukkan investasi berpengaruh terhadap hutang, hutang menunjukkan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan serta hutang berpengaruh terhadap investasi.
4. Santika dan Kusuma Ratnawati, pada tahun 2002 melakukan penelitian dengan judul Pengaruh Struktur Modal, Faktor Internal, dan Faktor Eksternal Terhadap Nilai Perusahaan Industri yang Masuk Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini menggunakan sampel sebesar populasinya yaitu sebanyak 73 perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah analisis faktor yang digunakan untuk mengidentifikasi pengelompokkan variabel baru dari faktor internal dan eksternal. Selain itu, penelitian ini juga menggunakan analisis regresi berganda untuk mengetahui faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal serta nilai perusahaan. Variabel independen yang digunakan adalah struktur modal, pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas, pembayaran dividen, *non-debt tax shield* sebagai faktor internal. Sedangkan tingkat bunga tahun t , tingkat bunga tahun $t+1$, fluktuasi

nilai tukar valuta asing tahun t , fluktuasi nilai tukar valuta asing tahun $t+1$, keadaan pasar modal tahun t , dan keadaan pasar modal tahun $t+1$ sebagai faktor eksternal.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama faktor internal dan eksternal berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan serta nilai perusahaan. Sedangkan secara parsial variabel ukuran perusahaan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas dan tingkat bunga tahun t yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Sementara struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

5. Penelitian yang dilakukan oleh Euis dan Taswan (2002) dengan judul Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. Sampel pada penelitian ini yaitu sebesar 95 perusahaan manufaktur yang telah *go publik* sejak 1993 hingga 1997. Hasil pengujian terhadap variabel dependen kebijakan hutang (*leverage ratio*) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan, *insider ownership* berpengaruh positif tidak signifikan. Sementara itu kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
6. Penelitian yang dilakukan oleh Bhaduri (2002) dengan judul *Determinants of Corporate Borrowing : Some Evidence from The Indian Corporate Structure*. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah struktur aset, *non debt tax shield*, ukuran perusahaan, *financial distress*, pertumbuhan, profitability, umur perusahaan, signaling, dan keunikan. Sedangkan variabel dependennya adalah tingkat hutang yang dibagi menjadi total hutang, hutang

jangka panjang dan jangka pendek. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis faktor dan regresi. Hasil dari analisis faktor adalah terbentuknya lima faktor yang mewakili variabel independennya, yaitu faktor *collateral value*, faktor pertumbuhan, faktor ukuran, faktor *cash flow* dan faktor keunikan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa faktor pertumbuhan tidak signifikan pada total hutang, jangka panjang maupun jangka pendek. Sementara faktor ukuran tidak signifikan pada total hutang. Namun faktor *cash flow* dan keunikan menunjukkan hasil yang signifikan terhadap total hutang, jangka panjang maupun jangka pendek.

7. Nisa Fidyati (2003) melakukan penelitian dengan judul Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dengan periode penelitian tahun 1995 sampai 1996. Metode penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah dengan regresi berganda. Faktor-faktor yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada penelitian ini adalah risiko, kesempatan bertumbuh, rasio aktiva tetap dan ukuran perusahaan. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa risiko mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Variabel kesempatan bertumbuh tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan rasio aktiva tetap dengan ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap kebijakan hutang.
8. Mutamimah (2003) melakukan penelitian dengan judul Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial yang Go public di Pasar

Modal Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menguji teori *Trade Off*, *Pecking Order* dan *Agency Theory* dalam menjelaskan struktur modal di Indonesia. Sampel pada penelitian ini adalah 50 perusahaan dengan periode waktu 1999 sampai 2000. Alat analisis yang digunakan adalah regresi berganda. Variabel dependennya adalah *debt to equity ratio*, variabel independen dalam penelitian ini adalah *non debt tax shield*, *size*, likuiditas dan risiko bisnis sebagai variabel teori *Trade-off*, *profitability*, dan defisit kas sebagai variabel *teori Pecking Order*. Sementara variabel perusahaan keluarga, perusahaan pemerintah dan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi sebagai variabel *teori Agency*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semua variabel yang digunakan sebagai proksi variabel *Trade-off* semuanya tidak signifikan. Sementara proksi *teori Pecking Order* hanya *profitability* saja yang menunjukkan hasil yang signifikan. Sedangkan untuk proksi *teori Agency* yang menunjukkan pengaruh yang signifikan adalah perusahaan pemerintah dan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi.

9. Sujoko dan Soebiantoro (2007) melakukan penelitian dengan judul Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Intern, Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). Sampel pada penelitian ini adalah sebanyak 134 perusahaan. Teknik analisa pada penelitian ini dengan SEM menggunakan AMOS 4,01. Variabel struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan institusional dan manajerial, faktor intern terdiri dari profitabilitas, dividen, ukuran perusahaan, dan faktor ekstern terdiri dari suku

bunga, keadaan pasar modal, pertumbuhan pasar, pangsa pasar relatif. Hasil pengujian terhadap variabel dependen *leverage ratio* menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, suku bunga dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan. Pertumbuhan pasar, dividen, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan. Sedangkan kepemilikan manajerial, keadaan pasar modal, dan pangsa pasar relatif menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Sementara itu *leverage ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

10. Penelitian oleh Lopez dan Fransisco (2008) dengan judul *Testing Trade-off and Pecking Order Theories Financing SMEs*. Penelitian ini berkaitan dengan perusahaan kecil dan menengah Spanyol dengan menggunakan data panel periode 1995-2004. Variabel yang digunakan pada penelitian ini adalah *effective tax rate*, *non debt tax shield*, risiko, kesempatan pertumbuhan, *profitability*, ukuran perusahaan, *cash flow*, umur perusahaan dan variabel interaktif antara kesempatan pertumbuhan dengan *cash flow*. Teknik analisa yang digunakan adalah metode OLS (*Ordinary Least Square*). Variabel *effective tax rate* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap rasio hutang. Begitu pula dengan risiko bisnis berpengaruh negatif tidak signifikan. Sementara *non debt tax shield*, kesempatan pertumbuhan, *profitability*, *cash flow*, umur perusahaan menunjukkan hasil negatif signifikan terhadap rasio hutang. Hasil positif signifikan ditunjukkan dari variabel ukuran perusahaan, dan variabel interaktif antara kesempatan pertumbuhan dengan *cash flow*.

11. Ramlall (2009) melakukan penelitian yang berjudul *Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory*. Penelitian tersebut menggunakan *leverage ratio* sebagai variabel dependen serta variabel Non-Debt Tax Shield (NDTS), ukuran perusahaan, *growth opportunities*, profitabilitas, *tangibility of asset*, likuiditas, investasi dan usia perusahaan sebagai variabel independen. Penelitian tersebut menggunakan metode analisis regresi berganda. Hasil penelitian tersebut adalah variabel profitabilitas, NDTS dan *growth* tidak berpengaruh terhadap leverage perusahaan, variabel *tangibility asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap leverage perusahaan. Variabel likuiditas berpengaruh positif signifikan, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *leverage ratio* perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka penelitian terdahulu dapat diringkas pada Tabel 2.1 berikut ini :

Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti/Judul	Variabel	Teknik Analisa	Hasil Penelitian
Homaifar dan Zietz <i>et al</i> (1994) An Empirical Model Of Capital Structure Some New Evidence	Dependen : <i>leverage ratio</i> Independen : tingkat pajak perusahaan, <i>unleverade tax rate, non debt tax shelter</i> , ukuran perusahaan, kesempatan pertumbuhan,	General Autoregressive Distributed Lag Model (ADL)	Pada jangka panjang tingkat pajak perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> . <i>Unleverade tax rate, non debt tax shelter</i> menunjukkan hasil tidak signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> . Ukuran perusahaan menunjukkan hasil positif signifikan,

	kondisi pasar modal		dan kesempatan pertumbuhan menunjukkan hasil negatif signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> . Sedangkan hubungan kondisi pasar modal terhadap <i>leverage ratio</i> menunjukkan hasil yang negatif.
Ozkan, Aydin (2001) Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target : Evidence from UK Company Panel Data	Dependen : <i>leverage ratio</i> Independen : ukuran perusahaan, kesempatan tumbuh, <i>non debt tax shield</i> , profitabilitas, dan likuiditas	OLS (<i>Ordinary Least Square</i>)	Semua variabel berpengaruh signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> kecuali ukuran perusahaan. Kesempatan tumbuh, <i>non debt tax shield</i> , profitabilitas, dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> .
Said Kelana Asnawi (2001) Interelasi antara Nilai Perusahaan, Investasi dan Utang	Dependen : Hutang, nilai perusahaan dan investasi Independen : Hutang, nilai perusahaan dan investasi	TSLS	investasi berpengaruh terhadap hutang, hutang menunjukkan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan serta hutang berpengaruh terhadap investasi
Santika dan Kusuma Ratnawati (2002) Pengaruh Struktur Modal, Faktor Internal, dan Faktor Eksternal Terhadap Nilai Perusahaan Industri yang Masuk Bursa Efek Jakarta	Dependen : <i>debt to equity ratio</i> dan nilai perusahaan Independen : struktur modal, pembayaran pajak, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas,	Analisis Faktor dan regresi berganda	Ukuran perusahaan, risiko keuangan, nilai aktiva yang diagunkan, profitabilitas dan tingkat bunga tahun t yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

	pembayaran dividen, <i>non-debt tax shield</i> , tingkat bunga tahun t, tingkat bunga tahun t+1, fluktuasi nilai tukar valuta asing tahun t, fluktuasi nilai tukar valuta asing tahun t+1, keadaan pasar modal tahun t, dan keadaan pasar modal tahun t+1		
Euis dan Taswan (2002) Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya	Dependen : <i>leverage ratio</i> , dan nilai perusahaan Independen : ukuran perusahaan, <i>insider ownership</i> , profitabilitas	Regresi	Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> , <i>insider ownership</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> . <i>Leverage ratio</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
Bhaduri, Saumitra (2002) Determinants of Corporate Borrowing : Some Evidence from The Indian Corporate Structure	Dependen : total hutang, hutang jangka panjang dan jangka pendek Independen : struktur aset, <i>non debt tax shield</i> , ukuran perusahaan, <i>financial distress</i> , pertumbuhan, <i>profitability</i> , umur perusahaan, signaling, dan	Analisis faktor dan regresi	Dengan analisis faktor terbentuk lima faktor yaitu faktor <i>collateral value</i> , faktor pertumbuhan, faktor ukuran, faktor <i>cash flow</i> dan faktor keunikan. Faktor pertumbuhan tidak signifikan pada total hutang, jangka panjang maupun jangka pendek. Faktor ukuran tidak signifikan pada total hutang. Namun faktor cash flow dan keunikan menunjukkan hasil yang signifikan terhadap total

	keunikan		hutang, jangka panjang maupun jangka pendek.
Nisa Fidyati (2003) Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hurang Perusahaan	Dependen : <i>Long term debt Ratio</i> Independen : Risiko, kesempatan bertumbuh, rasio aktiva tetap dan ukuran perusahaan	Regresi Berganda	Risiko berpengaruh negatif signifikan. Rasio aktiva tetap dan ukuran perusahaan berpengaruh positif. Kesempatan bertumbuh tidak mempunyai pengaruh yang signifikan.
Mutamimah (2003) Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial yang Go public di Pasar Modal Indonesia	Dependen : <i>debt to equity ratio</i> Independen : <i>non debt tax shield, size, likuiditas, risiko bisnis profitability, defisit kas, perusahaan keluarga, perusahaan pemerintah dan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi</i>	Regresi Berganda	<i>non debt tax shield, size, likuiditas, risiko bisnis, defisit kas</i> tidak berpengaruh signifikan. <i>Profitability</i> , perusahaan pemerintah dan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi berpengaruh signifikan.
Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007) Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Intern, Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di	Dependen : Nilai perusahaan dan <i>leverage ratio</i> Independen : kepemilikan institusional dan manajerial, profitabilitas, dividen, ukuran perusahaan,	SEM	Kepemilikan institusional, suku bunga dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> , pertumbuhan pasar, dividen, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> ., Sedangkan kepemilikan

Bursa Efek Jakarta)	suku bunga, keadaan pasar modal, pertumbuhan pasar, pangsa pasar relative.		manajerial, keadaan pasar modal, dan pangsa pasar relative menunjukkan hasil yang tidak signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> . <i>Leverage ratio</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai pasar.
Lopez, Jose dan Fransisco Sogorb (2008) Testing Trade-off and Pecking Order Theories Financing SMEs	Dependen : <i>debt to equity ratio</i> Independen : pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan interest coverage	OLS (<i>Ordinary Least Square</i>)	Variabel effective tax rate berpengaruh positif tidak signifikan terhadap rasio hutang. Risiko bisnis berpengaruh negatif tidak signifikan. Sementara <i>non debt tax shield</i> , kesempatan pertumbuhan, profitability ,cash flow, umur perusahaan menunjukkan hasil negatif signifikan terhadap rasio hutang. Hasil positif signifikan ditunjukkan dari variabel ukuran perusahaan, dan variabel interaktif antara kesempatan pertumbuhan dengan cash flow
Ramlall (2009) <i>Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory</i>	Dependen: <i>leverage ratio</i> Independen: <i>Non-Debt Tax Shield</i> (NDTS), ukuran perusahaan, <i>growth</i> , profitabilitas, <i>tangibility of asset</i> , likuiditas, investasi dan usia perusahaan	Regresi Berganda	Profitabilitas, NDTS dan <i>growth</i> tidak berpengaruh terhadap leverage perusahaan, tangibility asset berpengaruh positif dan signifikan terhadap leverage perusahaan. likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap leverage perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap leverage perusahaan

Sumber : Berbagai macam jurnal

2.2.1 Perbedaan Penelitian

Penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian sebelumnya, yaitu :

1. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Homaifar dan Zietz *et.al* (1994) yaitu pada variabel yang digunakan. Variabel yang digunakan Homaifar adalah tingkat pajak perusahaan, *unleverade tax rate*, *non debt tax shelter*, ukuran perusahaan, kesempatan pertumbuhan dan kondisi pasar modal Penelitian ini tidak menggunakan variabel pajak, dan kesempatan pertumbuhan. Selain itu, alat analisis yang digunakan penelitian Homaifar dan Zietz *et.al* berbeda yaitu General Autoregressive Distributed Lag Model sementara penelitian ini yang menggunakan regresi berganda.
2. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Ozkan (2001) yaitu terletak pada variabel serta alat analisis yang digunakan. Variabel yang digunakan Ozkan yaitu ukuran perusahaan, kesempatan tumbuh, *non debt tax shield*, profitabilitas, dan likuiditas. Hanya variabel ukuran perusahaan serta likuiditas yang sama dengan variabel yang digunakan dalam penelitian ini.
3. Perbedaan penelitian ini dengan yang dilakukan oleh Said (2001) yaitu terletak pada variabel serta alat analisis yang digunakan. Variabel yang digunakan Said yaitu investasi, hutang dan nilai perusahaan. Pada penelitian ini tidak menggunakan variabel investasi. Sedangkan alat analisis yang digunakan pada penelitian ini yaitu regresi bukan TSLS.

4. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Santika dan Kusuma Ratnawati (2002) yaitu perbedaan pada variabel yang digunakan dimana dikelompokkan menjadi faktor internal dan eksternal. Selain itu, alat analisis yang digunakan pada penelitian ini hanya menggunakan regresi berganda tidak menggunakan analisis faktor.
5. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Euis dan Taswan (2002) yaitu pada variabel yang digunakan. Penelitian Euis dan Taswan menggunakan variabel ukuran perusahaan, *insider ownership* serta profitabilitas. Sedangkan penelitian ini tidak menggunakan variabel *insider ownership* dan profitabilitas.
6. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhaduri, Saumitra (2002) yaitu pada penelitian ini tidak menguji determinan dari kebijakan hutang, hanya melihat pengaruh dari variabel yang digunakan.
7. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Nisa Fidyati (2003) yaitu penelitian Nisa Fidyati hanya menguji pengaruh risiko, kesempatan bertumbuh, rasio aktiva tetap dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dan tidak menguji pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Selain itu, pada penelitian ini tidak menggunakan variabel kesempatan bertumbuh dan rasio aktiva tetap.
8. Penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003) yaitu pada variabel yang digunakan. Variabel yang digunakan Mutamimah adalah *non debt tax shield*, *size*, likuiditas, risiko bisnis *profitability*, defisit kas, perusahaan keluarga, perusahaan pemerintah

dan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi. Selain itu, objek penelitiannya juga berbeda dimana pada penelitian ini tidak meneliti perusahaan non finansial, namun hanya perusahaan manufaktur.

9. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007) yaitu pada variabel yang digunakan serta objek penelitiannya. Variabel yang digunakan Sujoko dan Soebiantoro adalah kepemilikan institusional dan manajerial, profitabilitas, dividen, ukuran perusahaan, suku bunga, keadaan pasar modal, pertumbuhan pasar, pangsa pasar relatif. Sedangkan objek penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur.
10. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Lopez dan Fransisco (2008) yaitu terletak pada variabel yang digunakan. Lopez dan Fransisco menggunakan variabel pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan interest coverage.
11. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Ramlall (2009) adalah variabel yang digunakan. Penelitian ini tidak digunakan variabel *Non-Debt Tax Shield* (NDTS), profitabilitas, *tangibility of asset*, investasi dan usia perusahaan. Penelitian Ramlall (2009) tidak meneliti pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan.

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis

2.3.1 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Semakin besarnya ukuran perusahaan maka kebutuhan akan dana juga akan semakin besar yang salah satunya dapat berasal dari pendanaan eksternal yaitu hutang. Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur. Penelitian yang dilakukan Homaifar dan Zietz *et.al* (1994), Lopez dan Francisco (2008) menunjukkan hasil yang seragam dimana ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan. Penelitian ini juga didukung oleh penelitian yang ada di Indonesia yaitu penelitian Euis dan Taswan (2002), Nisa Fidyati (2003), Santika dan Kusuma (2002) serta Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007).

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H₁ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

2.3.2 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang

Setiap perusahaan dalam menjalankan operasinya akan menghadapi risiko bisnis. Semakin besar risiko yang dihadapi oleh suatu perusahaan maka perusahaan akan memiliki hutang yang kecil. Hal ini berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian akan hutang tersebut karena adanya ketidakpastian

(*volatilitas*) keuntungan yang diterima oleh perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Nisa, Fidyati (2003) mengemukakan bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi maka perusahaan akan cenderung untuk menggunakan hutang yang sedikit.

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₂ : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

2.3.3 Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang

Likuiditas merupakan perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar perusahaan. Aspek ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang harus segera dipenuhi. Dengan demikian, suatu perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi, berarti bahwa perusahaan tersebut mampu segera mengembalikan hutang-hutangnya. Hal ini, memberikan kepercayaan terhadap kreditur untuk memberikan pinjaman.

Menurut Ozkan (2001) perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi berarti memiliki aktiva lancar yang cukup untuk mengembalikan hutang lancarnya sehingga memberikan peluang untuk mendapatkan kemudahan dalam memperoleh hutang dari kreditur. Penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003) dan Ramlall (2009) menunjukkan hubungan yang positif antara likuiditas dengan kebijakan hutang.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H₃ : Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

2.3.4 Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

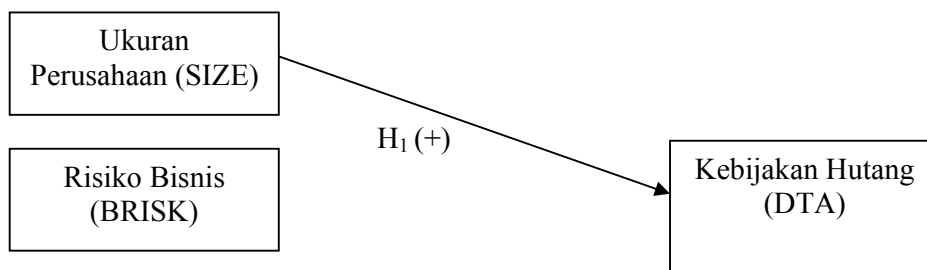
Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan, yang mana pendapatan dipengaruhi faktor eksternal sedangkan hutang menimbulkan beban tetap tanpa memperdulikan besarnya pendapatan. Semakin besar hutang, semakin besar pula kemungkinan terjadinya perusahaan tidak mampu membayar kewajiban tetap berupa bunga dan pokoknya. Risiko kebanagkrutan akan semakin tinggi karena bunga akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak. Penelitian yang dilakukan oleh Said (2001) serta Sujoko dan Soebiantoro (2007) memberikan hasil dimana kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

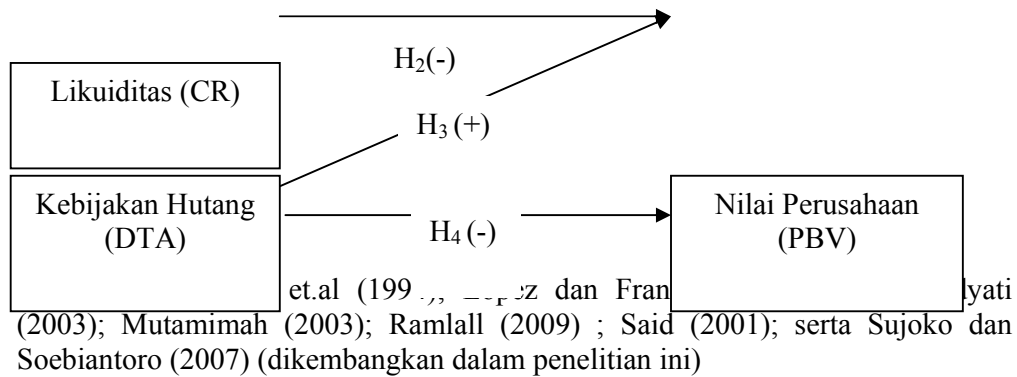
Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H₄ : Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut di atas, maka dapat digambarkan kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut :

Gambar 2.2
Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan





2.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan tujuan, landasan teori serta kerangka pemikiran teoritis, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₁ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

H₂ : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

H₃ : Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

H₄ : Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Data dan Sumber Data

Pada penelitian ini, seluruh data yang digunakan merupakan data sekunder. Sumber data yang digunakan adalah berasal dari laporan keuangan sampel yang terdapat pada *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2007 dan 2008 yang memuat laporan keuangan dari tahun 2004-2007. Pemilihan tahun penelitian 2004-2007 karena jumlah sampel paling banyak adalah pada rentang waktu 2004-2007 dengan harapan semakin banyaknya sampel yang didapat akan memberikan variasi data dan hasil penelitian yang semakin baik. Selain itu, data terbaru yang mungkin dimasukkan pada penelitian ini adalah data tahun 2007.

Data yang diambil yaitu data penjualan untuk variabel ukuran perusahaan (SIZE), EBIT untuk variabel risiko bisnis (BRISK), *current ratio* (CR) untuk variabel likuiditas, *price book value* (PBV) untuk variabel nilai perusahaan serta *leverage ratio* (DTA) untuk variabel kebijakan hutang.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2004-2007 yaitu 150 perusahaan.

Sampel penelitian diambil dari populasi dengan metode *purposive sampling*, dengan beberapa kriteria yang harus dipenuhi, yaitu :

1. Perusahaan manufaktur yang berturut-turut terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2004-2007
2. Data laporan keuangan yang diperlukan untuk penelitian tersedia berturut-turut untuk tahun 2004-2007.

Berdasarkan kriteria sampel, maka jumlah sampel pada penelitian ini dapat dilihat pada tabel di bawah ini :

Tabel 3.1 Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah Sampel
Jumlah populasi	150
Perusahaan manufaktur yang tidak berturut-turut terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2004-2007	(10)
Perusahaan yang data laporan keuangannya diperlukan untuk penelitian tidak tersedia berturut-turut untuk tahun 2004-2007	(3)
Jumlah sampel	137

Sumber : ICMD 2005-2008

Berdasarkan kriteria sampel tersebut, maka pada penelitian ini sampel yang memenuhi syarat adalah sebanyak 137 perusahaan dengan periode waktu tahun 2004 sampai dengan 2007 maka jumlah data dalam penelitian ini sebesar 548.

3.3 Teknik Pengumpulan Data

Pada penelitian ini, pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi. Pengumpulan dari laporan keuangan sampel yang terdapat pada

Indonesian Capital Market Directory (ICMD) tahun 2007 dan 2008, jurnal-jurnal dalam maupun luar negeri serta referensi pendukung lainnya.

3.4 Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel yang akan digunakan pada penelitian ini, dapat diuraikan sebagai berikut :

Nilai Perusahaan

Pada penelitian ini, nilai perusahaan diprosikan dengan *price book value* (PBV). PBV merupakan hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham.

Price book value (PBV) dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$PBV = \frac{P_s}{BVS}$$

Sumber : Robert Ang (1997) / ICMD (2007 dan 2008)

P_s merupakan harga pasar saham dan BVS merupakan nilai buku per lembar saham (*book value per share*). BVS digunakan untuk mengukur nilai *shareholders' equity* atas setiap saham, dan besarnya nilai BVS dihitung dengan membagi *total shareholder' equity* dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding share*).

Kebijakan Hutang

Penelitian yang dilakukan oleh Bhaduri, Saumitra (2002), menggunakan variabel kebijakan hutang yang salah satunya diproksi dengan membagi total

hutang dengan total aktiva yang menunjukkan seberapa besar aktiva yang dibiayai dengan hutang perusahaan.

Leverage ratio (debt to total asset/ DTA) dapat dirumuskan seperti di bawah ini :

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

Sumber : (Bhaduri, Saumitra, 2002) / ICMD (2007 dan 2008)

Ukuran Perusahaan

Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan (SIZE) mengacu pada penelitian Ozkan (2001) yaitu dengan nilai logaritma natural dari penjualan (*sales*).

Ukuran perusahaan (SIZE) dapat dirumuskan seperti dibawah ini :

$$SIZE = \ln sales$$

Sumber : (Ozkan, 2001) / ICMD (2007 dan 2008)

Penggunaan logaritma natural karena mengingat besarnya total penjualan perusahaan yang berbeda-beda sehingga agar hasilnya tidak menimbulkan bias. Selain itu dimaksudkan untuk mengurangi fluktuasi data yang berlebih sehingga akan dapat mengurangi *skewness of distribution* dan data akan menyebar normal serta meminimalkan standar *error koefisien* regresi (Theresia dan Tandelilin, 2007).

Risiko Bisnis

Risiko bisnis merupakan ketidakpastian perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis ini merupakan risiko yang dihadapi perusahaan ketika tidak menggunakan hutang sehingga dapat dilihat pengaruhnya terhadap pengambilan kebijakan hutang perusahaan. Risiko bisnis pada penelitian ini diproksikan dengan standar deviasi dari EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) seperti pada penelitian Lopez, dan Fransisco Sogorb (2008).

Risiko bisnis (BRISK) dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{BRISK} = \text{stdev EBIT}$$

Sumber : (Lopez dan Fransisco , 2008) / ICMD (2007 dan 2008)

Menurut Imam (2007), deviasi standar merupakan ukuran dispersi (penyebaran), deviasi standar merupakan ukuran secara statistik dari risiko dimana semakin besar nilai deviasi standar maka semakin besar risikonya.

Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Pada penelitian ini, likuiditas dihitung dengan membagi aktiva lancar dengan hutang lancarnya seperti pada penelitian Ozkan (2001).

Likuiditas (*current ratio/ CR*) dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$CR = \frac{\text{aktiva lancar}}{\text{hutang lancar}}$$

Sumber : (Ozkan, 2001) / ICMD (2007 dan 2008)

Berdasarkan uraian sebelumnya, maka definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu nilai perusahaan, kebijakan hutang, ukuran perusahaan, risiko bisnis serta likuiditas dapat diringkas pada tabel berikut ini :

Tabel 3.2 Ringkasan Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Pengukuran	Skala Pengukuran
1	<i>Price Book Value (PBV)</i>	Perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham	$\frac{\text{Harga pasar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$	Rasio
2	Kebijakan Hutang (DTA)	Pembagian antara total hutang dengan total aktiva.	$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$	Rasio
3	Ukuran Perusahaan (SIZE)	Logaritma natural dari penjualan (<i>sales</i>).	Ln <i>sales</i>	Rasio
4	Risiko Bisnis (BRISK)	standar deviasi dari EBIT (<i>Earning Before Interest and Tax</i>)	stdev EBIT	Rasio
5	Likuiditas (CR)	Pembagian aktiva lancar dengan hutang lancarnya	$\frac{\text{aktiva lancar}}{\text{hutang lancar}}$	Rasio

3.5 Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik

Uji penyimpangan asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui beberapa penyimpangan yang terjadi pada data yang digunakan untuk penelitian. Hal ini agar model regresi bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimated*).

Asumsi klasik yang digunakan pada penelitian ini yaitu: uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

3.5.1. Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk mendeteksi normalitas dapat dilakukan dengan uji statistik. Test statistik yang digunakan antara lain analisis grafik histogram, normal probability plots dan Kolmogorov-Smirnov test (Imam, 2006).

3.5.2. Uji Multikolinearitas

Pengujian asumsi kedua adalah uji multikolinearitas (*multicollinearity*) antar variabel-variabel independen yang masuk ke dalam model. Metode untuk mendiagnosa adanya *multicollinearity* dilakukan dengan uji *Variance Inflation Factor* (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{VIF} = 1 / \text{Tolerance}$$

Jika VIF lebih besar dari 10, maka antar variabel bebas (*independent variable*) terjadi persoalan multikolinearitas (Imam, 2006).

Selain dengan uji VIF untuk mendeteksi adanya multikolinearitas juga dapat menggunakan korelasi (*r*) dimana korelasi diatas 0,9 menunjukkan adanya multikolinearitas (Imam, 2006); dan ketika koefisien determinasi tinggi, tetapi tak satupun atau sangat sedikit koefisien regresi parsial yang secara individu signifikan secara statistik atas dasar pengujian *t*.

3.5.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varian dari residual dari pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedastisitas, dan jika varians berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik tidak terjadi heteroskedastisitas.

Pada penelitian ini pengujian *heteroskedastisitas* dilakukan dengan menggunakan *scatterplot* dan Uji Glejser. *Scatterplot* dilakukan dengan melihat grafik antara nilai prediksi variabel terikat (*dependent*) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi ada tidaknya *heteroskedastisitas* dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi dan sumbu X adalah

residual (Y prediksi – Y sesungguhnya). Sedangkan melalui Uji Glejser dengan meregres nilai absolute residual terhadap variabel independen, yang dihitung dengan rumus sebagai berikut (Gujarati dalam Imam, 2007) :

$$[Ut] = \theta X_i + v_i$$

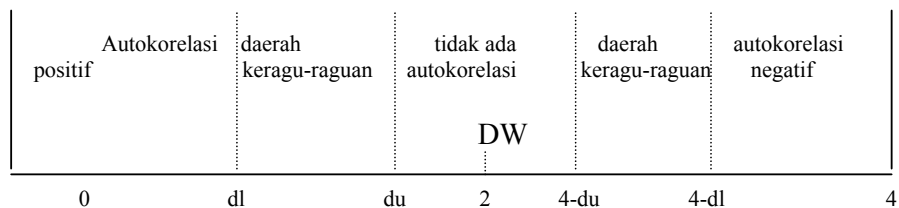
X_i : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance (δ_i^2)

V_i : unsur kesalahan.

3.5.4 Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi ke-empat dalam model regresi linier klasik adalah *autocorrelation*. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*, dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah d_l , d_u , $4 - d_l$, dan $4 - d_u$. Jika nilainya mendekati 2 maka tidak terjadi autokorelasi, sebaliknya jika mendekati 0 atau 4 terjadi autokorelasi (+/-). Posisi angka *Durbin-Watson test* dapat digambarkan dalam gambar 3.1

Gambar 3.1 Posisi Angka Durbin Watson



3.6 Metode Analisis

Pada penelitian ini untuk mencapai tujuan penelitian digunakan analisis regresi dimana sebelumnya perlu dilakukan uji asumsi klasik. Persamaan regresi dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut :

$$\text{Persamaan pertama : } DTA = \alpha + \beta_1 \text{ SIZE} + \beta_2 \text{ BRISK} + \beta_3 \text{ CR} + e$$

$$\text{Persamaan kedua : } PBV = \alpha + \beta_1 DTA + e$$

Keterangan :

α = Konstanta

β = Koefisien regresi dari masing-masing variabel independen

e = Variabel residual.

DTA = Kebijakan hutang yang diproksi dengan *debt to total asset*

SIZE = Ukuran Perusahaan diproksi dari logaritma natural total penjualan

BRISK = Risiko bisnis diproksi dari deviasi standar dari EBIT

CR = Likuiditas yang diproksi dengan *current ratio*

PBV = Nilai Perusahaan yang diproksi dengan *price book value*

Besarnya konstanta tercermin dalam “ α ”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variabel independen ditunjukkan dengan β_1 , β_2 dan β_3 .

3.6.1 Uji F (*Goodness of Fit*)

Uji ini digunakan untuk pengujian ini dapat digunakan untuk mengetahui apakah permodelan yang dibangun memenuhi kriteria fit atau tidak.

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus:

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

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

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

Pada output regresi, uji F juga dapat dilihat dengan membandingkan nilai probabilitas dengan α yang ditentukan, dengan demikian apabila hasil perbandingan menunjukkan bahwa nilai probabilitas $(0,000) < \alpha (0,05)$ dapat dikatakan bahwa permodelan yang dibangun memenuhi kriteria fit.

3.6.2 Uji t-statistik (Parsial)

Uji keberartian koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik-t. Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. Adapun hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

$$H_1 : b_i \neq 0$$

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

Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Error } b_i}$$

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

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

Pada output regresi, uji parsial juga dapat dilakukan dengan melihat nilai probabilitasnya, apabila nilai probabilitas $(0,000) < \alpha (0,05)$ maka hipotesis diterima.

3.6.3 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) dimaksudkan untuk mengetahui seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Imam, 2006). Nilai koefisien determinasi (R^2) antara 0 (nol) dan 1 (satu). Nilai R^2 yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Kelemahan mendasar pada penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel independen, maka R^2 pasti akan meningkat tanpa melihat apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Oleh karena itu, banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan Adjusted R^2 untuk mengevaluasi model regresi karena Adjusted R^2 dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model (Imam, 2006). Dengan demikian, pada penelitian ini tidak menggunakan R^2 namun menggunakan nilai Adjusted R^2 untuk mengevaluasi model regresi.

bab iv

hasil dan pembahasan

4.1. GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

Obyek dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk pada industri manufaktur pada Bursa Efek Indonesia periode 2004 sampai dengan 2007. Sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 137 seperti disajikan pada tabel 4.1 berikut ini :

Tabel 4.1 Sampel Penelitian

No	NAMA PERUSAHAAN	No	NAMA PERUSAHAAN
1	PT. ADES WATER INDONESIA	70	PT. FATRAPOLINDO NUSA INDUSTRI
2	PT. AQUA GOLDEN MISSISSIPPI	71	PT. KAGEO IGAR JAYA
3	PT. CAHAYA KALBAR	72	PT. LANGGENG MAKMUR INDUSTRY
4	PT. DAVOMAS ABADI	73	PT. LAPINDO INTERNATIONAL
5	PT. DELTA DJAKARTA	74	PT. SIWANI MAKMUR
6	PT. FAST FOOD INDONESIA	75	PT. TRIAS SENTOSA
7	PT. INDOFOOD SUKSES MAKMUR	76	PT. HOLCIM INDONESIA
8	PT. MAYORA INDAH	77	PT. INDOCEMENT TUNGGAL PERKASA
9	PT. PIONEERINDO-PUTRA SEJAHTERA P	78	PT. SEMEN GRESIK (PERSERO)
10	PT. PRASIDHA ANEKA NIAGA	79	PT. ALUMINDO LIGHT METAL INDUSTRY
11	PT. SEKAR LAUT	80	PT. BETONJAYA MANUNGGAL
12	PT. SIANTAR TOP	81	PT. CITRA TUBINDO
13	PT. SIERAD PRODUCE	82	PT. INDAL ALUMUNIUM INDUSTRY
14	PT. SMART	83	PT. JAKARTA KYOEI STEEL
15	PT. TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD	84	PT. JAYA PARI STEEL
16	PT. TUNAS BARU LAMPUNG	85	PT. LIONMESH PRIMA
17	PT. ULTRA JAYA MILK	86	PT. LION METAL WORK
18	PT. BAT INDONESIA	87	PT. PELANGI INDAH CANINDO
19	PT. BENTOEL INTERNATIONAL INVESTAMA	88	PT. TEMBAGA MULIA SEMANAN
20	PT. GUDANG GARAM	89	PT. TIRA AUSTENITE
21	PT. HM SAMPOERNA	90	PT. KEDAUNG INDAH CAN
22	PT. AGRO PANTES	91	PT. KEDAWUNG SETIA INDUSTRIAL
23	PT. CENTURY TEXTILE INDUSTRI	92	PT. ARWANA CITRA MULIA
24	PT. ERATEX DJAJA	93	PT. INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI
25	PT. PANASIA FILAMENT INTI	94	PT. MULIA INDUSTRINDO
26	PT. PANASIA INDOSYNTEC	95	PT. SURYA TOTO INDONESIA
27	PT. RODA VIVATEX	96	PT. GT KABEL INDONESIA
28	PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	97	PT. JEMBO CABLE COMPANY
No	NAMA PERUSAHAAN	No	NAMA PERUSAHAAN
29	PT. TEXMACO JAYA	98	PT. KABELINDO MURNI
30	PT. TIFFIC	99	PT. SUCACO

31	PT. APPAC CITRA CENTEREX	100	PT. SUMI INDO KABEL
32	PT. DELTA DUNIA PETROINDO	101	PT. VOKSEL ELEKTRIC
33	PT. EVER SHINE TEXTILE	102	PT. ASTRA GRAPHIA
34	PT. HANSON INTERNATIONAL	103	PT. METRODATA ELECTRONICS
35	PT. INDO ACIDATAMA-SARASA NUGRAHA	104	PT. MULTIPOLAR CORPORATION
36	PT. INDORAMA SYNTETICS	105	PT. ASTRA INTERNATIONAL
37	PT. KARWELL INDONESIA	106	PT. ASTRA OTOPARTS
38	PT. PAN BROTHERS	107	PT. indo kordsa /BRANTA MULIA
39	PT. PRIMARINDO ASIA INFRASTRUCTURE	108	PT. GAJAH TUNGGAL
40	PT. RICKY PUTRA GLOBALINDO	109	PT. GOODYEAR INDONESIA
41	PT. SEPATU BATA	110	PT. HEXINDO ADIPERKASA
42	PT. SURYA INTRINDO MAKMUR	111	PT. INDOMOBIL SUKSES INTERNATIONAL
43	PT. BARITO PASIFIC TIMBER	112	PT. INDOSPRING
44	PT. DAYA SAKTI UNGGUL	113	PT. INTRACO PENTA
45	PT. SUMALINDO LESTARI JAYA	114	PT. MULTIPRIMA SEJAHTERA
46	PT. TIRTA MAHAKAM RESOURCES	115	PT. NIPRESS
47	PT. FAJAR SURYA WISESA	116	PT. POLYCHEM INDONESIA
48	PT. INDAH KIAT PULP AND PAPPER	117	PT. PRIMA ALLOY STEEL
49	PT. PABRIK KERTAS TJIWI KIMIA	118	PT. SANEX QIANJIANG MOTOR INT
50	PT. SUPARMA	119	PT. SELAMAT SEMPURNA
51	PT. SURABAYA AGUNG INDUSTRI PULP	120	PT. SUGI SAMAPERSADA
52	PT. AKR CORPORINDO	121	PT. TUNAS RIDEAN
53	PT. BUDI ACID JAYA	122	PT. UNITED TRACTORS
54	PT. COLORPAK INDONESIA	123	PT. INTER DELTA
55	PT. ETERINDO WAHANATAMA	124	PT. MODERN PHOTO FILM COMPANY
56	PT. LAUTAN LUAS	125	PT. PERDANA BANGUN PERKASA
57	PT. POLYSINDO EKA PERKASA	126	PT. BRISTOL SQUIBB INDONESIA
58	PT. SORINI CORPORATION	127	PT. DARYA VARIA LABORATORIUM
59	PT. UNGGUL INDAH JAYA	128	PT. INDOFARMA
60	PT. DUTA PERTIWI NUSANTARA	129	PT. KALBE FARMA
61	PT. EKADHARMA INTERNATIONAL	130	PT. KIMIA FARMA (PERSERO)
62	PT. INTAN WIJAYA INTERNATIONAL	131	PT. MERCK
63	PT. RESOURCES ALAM INDONESIA	132	PT. PYRIDAM FARMA
64	PT. ANEKA KEMASINDO UTAMA	133	PT. SCHEERING PLOUGH INDONESIA
65	PT. ARGHA KARYA PRIMA INDUSTRY	134	PT. TEMPO SCAN PACIFIC
66	PT. ASAHIMAS FLAT GLASS	135	PT. MANDOM INDONESIA
67	PT. ASIAPLAST INDUSTRIES	136	PT. MUSTIKA RATU
68	PT. BERLINA	137	PT. UNILEVER INDONESIA
69	PT. DYNAPLAST		

Sumber : ICMD tahun 2005 s/d 2008

Sampel sebesar 137 perusahaan diperoleh dari 150 perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia, sedangkan 13 perusahaan tidak dapat digunakan karena perusahaan manufaktur tersebut tidak terdaftar secara berturut-turut di Bursa Efek Indonesia dan perusahaan yang data laporan keuangannya diperlukan untuk penelitian tidak tersedia berturut-turut untuk tahun 2004-2007.

4.2. STATISTIK DESKRIPSI VARIABEL PENELITIAN

Berdasarkan data sampel perusahaan yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2007 diperoleh deskripsi mengenai variabel yang digunakan pada penelitian ini. Statistik deskriptif variabel ukuran perusahaan (SIZE), risiko bisnis (BRISK), likuiditas (CR), kebijakan hutang (DTA) dan nilai perusahaan (PBV) dapat dilihat pada Tabel 4.2 di bawah ini :

Tabel 4. 2 Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std deviation
Ukuran Perusahaan (SIZE)	548	24287.00	63519598.00	2652256	7173103.6303
Risiko (BRISK)	548	11267	10788482.29	839256.5	874957.2050
Likuiditas (CR)	548	.03	7.47	3.1327	23.8462
Kebijakan Hutang (DTA)	548	.05	5.19	.6569	.5635
Nilai Perusahaan (PBV)	548	-4.58	6.42	2.7905	44.5378
Valid N (Listwise)	548				

Sumber : Data sekunder yang diolah

Keterangan :

Mean : Ukuran pemusatan data yang menimbang data menjadi dua kelompok data yang mempunyai massa sama.

Maximum : Nilai paling besar dari data.

Minimum : Nilai paling kecil dari data.

Std. Deviation : Ukuran dispersi atau penyebaran data yang mengukur rata-rata jarak akar kuadrat semua titik pengamatan terhadap titik pusat (rata-rata).

Sumber : (Walpole, 1995)

Ukuran perusahaan (SIZE) adalah untuk mengukur seberapa besar perusahaan yang diukur dari total penjualan bersih. Rata – rata ukuran pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah Rp 2.652.256.000.000 Berdasarkan data yang diperoleh, ukuran perusahaan terendah selama periode penelitian adalah sebesar Rp. 24.287.000.000 yaitu pada PT. Inter Dela, Tbk pada tahun 2007. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan PT. Inter Dela, Tbk merupakan yang paling kecil selama periode penelitian. Sedangkan ukuran

perusahaan yang tertinggi selama periode penelitian adalah PT. Astra International, Tbk yaitu sebesar Rp. 63.519.598.000.000 yang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai ukuran yang paling besar dibandingkan perusahaan lain.

Risiko bisnis (BRISK) adalah suatu ketidakpastian perusahaan dalam menjalankan usahanya yang dapat berakhir pada kerugian. Rata – rata risiko bisnis pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah Rp 839.256.500.000 Berdasarkan data yang diperoleh risiko bisnis terendah selama periode penelitian adalah sebesar Rp 1.1267.000.000 yaitu pada PT. Mustika Ratu, Tbk pada tahun 2005. Hal ini menunjukkan risiko bisnis pada perusahaan tersebut adalah paling kecil selama periode penelitian. Sedangkan risiko bisnis yang tertinggi selama periode penelitian adalah PT. Astra International, Tbk yaitu sebesar Rp 10.788.482.300.000 yang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai risiko bisnis yang paling besar dibandingkan perusahaan lain.

Likuiditas (CR) adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Rata – rata likuiditas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah 3,13 (313 %). Berdasarkan data yang diperoleh likuiditas terendah selama periode penelitian adalah sebesar 0,03 (3%) yaitu pada PT. Texmaco Jaya, Tbk pada tahun 2007. Hal ini menunjukkan perusahaan tersebut mempunyai kemampuan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya adalah paling rendah (tidak likuid). Sedangkan tingkat likuiditas tertinggi selama periode penelitian adalah PT. Davomas Abadi,

Tbk yaitu sebesar 7,47 (747 %) yang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai tingkat likuiditas paling tinggi dibandingkan perusahaan lain.

Kebijakan hutang (DTA) adalah rasio yang menunjukkan penggunaan hutang dengan total aktiva. Rata – rata kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah 0,66 (66 %). Berdasarkan data yang diperoleh DTA terendah selama periode penelitian adalah sebesar 0,05 (5 %) yaitu pada PT. Jaya Pari Steel, Tbk pada tahun 2006. Hal ini menunjukkan perusahaan tersebut mempunyai rasio penggunaan hutang paling rendah atau perusahaan mengoptimalkan dana internal perusahaan. Sedangkan tingkat penggunaan hutang selama periode penelitian adalah PT. Texmaco Perkasa, Tbk yaitu sebesar 5,19 (519 %) yang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai tingkat hutang paling tinggi dibandingkan perusahaan lain.

Nilai perusahaan (PBV) merupakan keberhasilan dalam meningkatkan nilai perusahaan tersebut. Berdasarkan data yang diperoleh rata – rata PBV selama periode penelitian adalah sebanyak 2,79 (279 %). Perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel dengan rasio PBV terendah adalah PT. Pioneerindo Putra Sejahtera, Tbk pada tahun 2004 yaitu -4,58 (-458 %). Perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel dengan nilai PBV tertinggi adalah PT. Ades Water Indonesia, Tbk pada tahun 2007 yaitu sebesar 6,42 (642%). Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan perusahaan tersebut adalah paling tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang lainnya.

4.3. ANALISIS DATA

Analisis data digunakan untuk mencapai tujuan penelitian. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda yang sebelumnya dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

4.3.1. Uji Asumsi Klasik

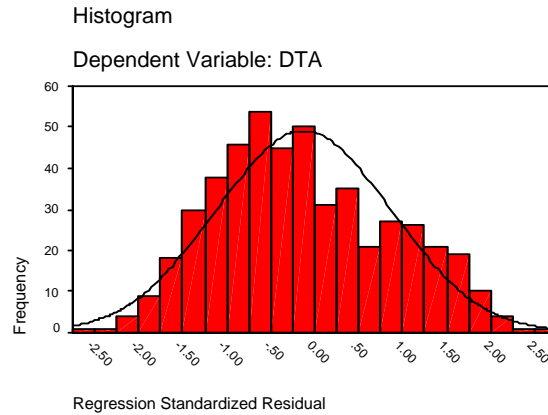
Uji penyimpangan asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui beberapa penyimpangan yang terjadi pada data yang digunakan untuk penelitian. Hal ini agar model regresi bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimated*).

4.3.1.1 Uji Normalitas

Uji normalitas ini dilakukan karena data yang diuji dengan statistik parametrik harus berdistribusi normal. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Uji normalitas dapat dilakukan dengan melihat grafik histogram maupun grafik P-P plot. Selain itu, metode yang lebih akurat untuk menguji normalitas adalah uji normalitas *Kolmogorov Smirnov*.

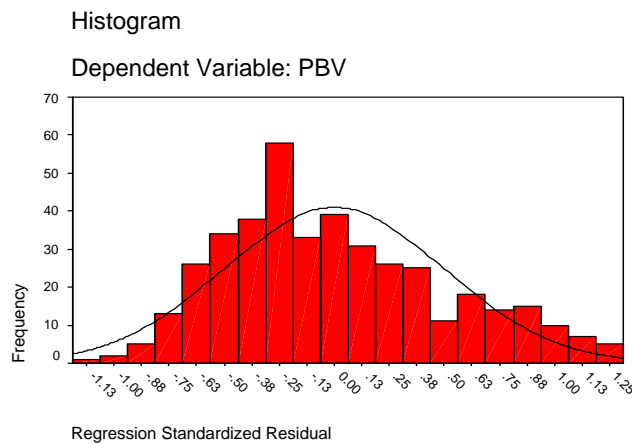
Pengujian melalui grafik histogram dilakukan dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Pengujian normalitas melalui grafik histogram untuk variabel dependen DTA dapat dilihat pada Gambar 4.1 berikut :

Gambar 4.1 Uji Normalitas Data untuk DTA sebagai Variabel Dependen dengan Grafik Histogram



Sumber: data sekunder yang diolah
 Berdasarkan grafik histogram pada Gambar 4.1 dapat dilihat bahwa sebaran data untuk variabel dependen DTA mendekati garis normal. Hal ini menunjukkan bahwa data penelitian untuk variabel dependen DTA terdistribusi secara normal. Sedangkan uji normalitas melalui grafik histogram untuk variabel dependen PBV dapat dilihat pada Gambar 4.2 di bawah ini :

Gambar 4. 2 Uji Normalitas Data untuk PBV sebagai Variabel Dependen dengan Grafik Histogram



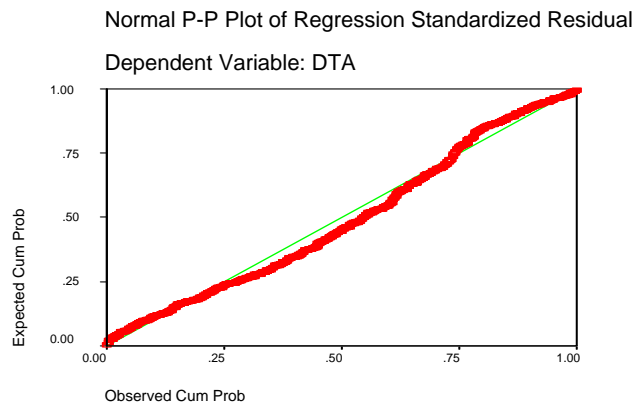
Sumber: B
 data mer
 menunj
 secara normal.

sebaran
 sebut
 erdistribusi

Deteksi yang lain dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik melalui grafik normal P – P plot. Berdasarkan grafik normal P-

P plot untuk variabel dependen DTA terlihat titik–titik pada grafik masih menyebar disekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data penelitian terdistribusi secara normal. Grafik P-P plot untuk variabel dependen DTA dapat dilihat pada gambar 4.3 di bawah ini :

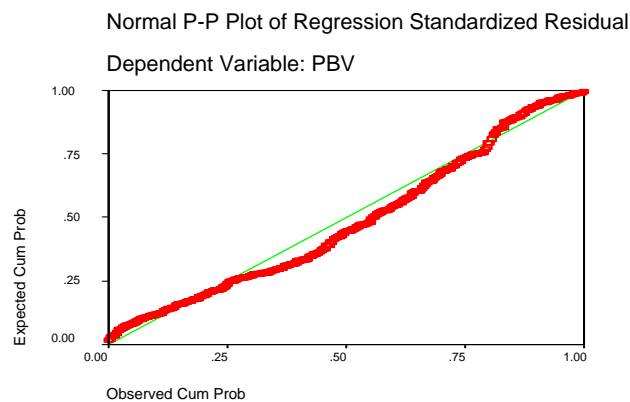
Gambar 4.3 Uji Normalitas Data untuk DTA sebagai Variabel Dependen dengan Grafik P – P Plot



Sumber: data sekunder yang diolah

Uji Normalitas melalui grafik P-P Plot untuk variabel PBV juga menunjukkan bahwa data penelitian terdistribusi secara normal karena titik–titik pada grafik masih menyebar disekitar garis diagonal. Grafik P-P plot untuk variabel dependen PBV dapat dilihat pada Gambar 4.4 berikut ini :

Gambar 4.4 Uji Normalitas Data untuk PBV sebagai Variabel Dependen dengan Grafik P – P Plot



Kolmogorov Smirnov. Hasil uji *Kolmogorov Smirnov* untuk variabel dependen DTA dan PBV dapat dilihat pada tabel 4.3 dan 4.4 berikut ini :

Tabel 4.3
Uji Normalitas untuk DTA sebagai Variabel Dependen
melalui Uji Kolmogorov Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			Unstandardized Residual
N			548
Normal Parameters	a,b	Mean	1.955635E-10
		Std. Deviation	.1901780
Most Extreme Differences		Absolute	.060
		Positive	.060
		Negative	-.052
Kolmogorov-Smirnov Z			1.341
Asymp. Sig. (2-tailed)			.065

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.

Sumber: data sekunder yang diolah

Tabel 4.4
Uji Normalitas untuk PBV sebagai Variabel Dependen
melalui Uji Kolmogorov Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			Unstandardized Residual
N			548
Normal Parameters	a,b	Mean	3.580267E-10
		Std. Deviation	.3470163
Most Extreme Differences		Absolute	.084
		Positive	.084
		Negative	-.045
Kolmogorov-Smirnov Z			1.244
Asymp. Sig. (2-tailed)			.069

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.

Sumber: data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 4.3 dan Tabel 4.4 dapat diterangkan bahwa angka signifikansi dari uji *Kolmogorov Smirnov* sebesar 0,065 untuk variabel dependen

DTA dan 0,069 untuk variabel PBV. Suatu data diinterpretasikan berdistribusi normal jika angka signifikansinya lebih besar dari 0,05. Dengan demikian, berdasarkan data tersebut dapat dijelaskan bahwa model regresi untuk variabel dependen DTA dan PBV terdistribusi secara normal. Hal ini membuktikan bahwa model regresi layak dipakai untuk prediksi variabel dependen DTA melalui variabel independen seperti ukuran perusahaan (SIZE), risiko bisnis (BRISK) dan likuiditas (CR) ; serta untuk variabel dependen PBV melalui variabel independen DTA.

4.3.1.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel independen. Uji multikolinearitas pada penelitian ini hanya dilakukan untuk model regresi untuk variabel dependen DTA. Sedangkan untuk variabel dependen PBV tidak dilakukan karena model hanya terdiri dari satu variabel independen.

Uji multikolinearitas dapat dilakukan dengan dua cara, pertama dengan melihat nilai VIF (*variance inflation factor*) dan *Tolerance* dan yang kedua dengan melihat korelasi antara variabel independen. Uji multikolinearitas model regresi untuk variabel dependen DTA melalui nilai VIF (*variance inflation factor*) dan *tolerance* yang disajikan pada Tabel 4.5 sebagai berikut :

Tabel 4.5
Nilai VIF dan *Tolerance* DTA sebagai Variabel Dependen

Variabel	<i>Tolerance</i>	VIF
SIZE	0,819	1,220
BRISK	0,871	1,148
CR	0,928	1,077

Sumber : lampiran hasil perhitungan

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.5 dapat dijelaskan bahwa nilai VIF (*variance inflation factor*) dibawah 10 dan nilai *tolerance* di atas 0,1, sehingga dapat dijelaskan menurut pengujian pertama, model regresi terbebas dari masalah multikolinearitas.

Pengujian multikolinearitas juga dapat dilakukan dengan melihat korelasi antara variabel independen. Korelasi antara variabel independen untuk variabel dependen DTA dapat dilihat pada tabel 4.6 berikut ini :

Tabel 4.6
Korelasi antar Variabel Independen dengan DTA
sebagai Variabel Dependen

Coefficient Correlations ^a

Model			Likuiditas	Resiko	Ukuran
1	Correlations	CR	1.000	.114	-.267
		BRISK	.114	1.000	-.359
		SIZE	-.267	-.359	1.000
	Covariances	CR	4.498E-05	8.095E-12	-9.36E-06
		BRISK	8.095E-12	1.112E-16	-1.98E-11
		SIZE	-9.36E-06	-1.98E-11	2.732E-05

a. Dependent Variable: DTA

Sumber : data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 4.6, dapat dilihat bahwa korelasi antar variabel independen lemah yaitu dibuktikan dengan nilai koefisien korelasinya yang jauh dibawah 0,9 untuk model regresi dengan variabel dependen DTA. Hasil pengujian multikolinearitas tersebut di atas menunjukkan bahwa antara variabel independen tidak terjadi korelasi (hubungan) yang spesifik, sehingga model regresi lebih kuat untuk melakukan prediksi atau peramalan. Dengan demikian, model regresi tidak ditemukan masalah multikolinearitas.

4.3.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari *residual* satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Imam, 2006). Pada penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan *scatterplot* serta Uji Glejser.

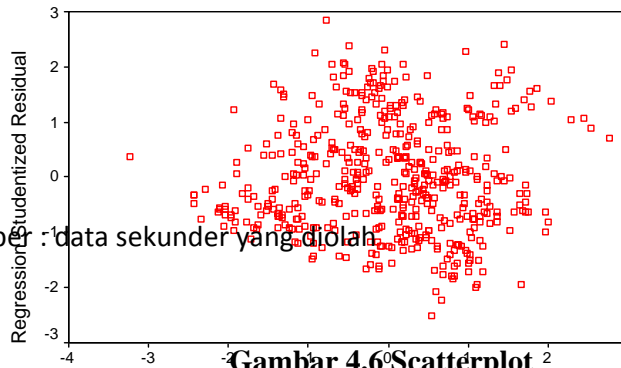
Scatterplot dilakukan dengan melihat grafik antara nilai prediksi variabel terikat (*dependent*) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang

telah diprediksi dan sumbu X adalah residual (Y prediksi – Y sesungguhnya). Grafik untuk pengujian heteroskedastisitas baik untuk model regresi dengan variabel dependen DTA maupun PBV dilihat pada Gambar 4.5 dan 4.6 berikut ini :

**Gambar 4.5 Scatterplot
untuk DTA sebagai Variabel Dependen**

Scatterplot

Dependent Variable: DTA

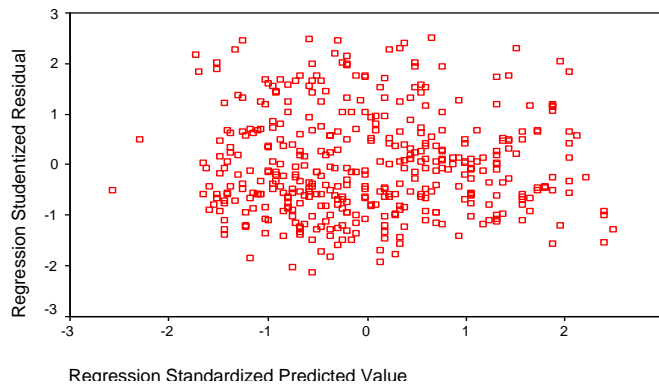


Sumber : data sekunder yang diolah

**Gambar 4.6 Scatterplot
untuk PBV sebagai Variabel Dependen**

Scatterplot

Dependent Variable: PBV



Mel residualn jelas, sert tersebut

mengalami heteroskedastisitas. Sehingga model regresi layak untuk dipakai karena telah memenuhi uji heteroskedastisitas.

Analisis grafik *plot* memiliki kelemahan yang cukup signifikan karena jumlah pengamatan mempengaruhi hasil plotting. Semakin sedikit jumlah pengamatan semakin sulit menginterpretasikan hasil grafik *plot*. Oleh karena itu, pengujian heteroskedastisitas ditambah dengan menggunakan uji Glejser sebagai uji statistik untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas.

Uji Glejser dilakukan dengan meregresikan nilai mutlak (*absolute*) residual dengan variabel bebasnya. Jika hasilnya tidak signifikan, berarti tidak terdapat gejala heteroskedastitas pada model regresi.

Persamaan regresi sebagai berikut :

$$[Ut] = \beta X_i + v_i$$

Setelah mengabsolutkan nilai residual, kemudian meregresikannya (AbsUt) sebagai variabel dependen dan variabel lain sebagai variabel independen sehingga persamaan regresi menjadi :

$$\text{AbsUt} = b_1 \text{ SIZE} + b_2 \text{ BRISK} + b_3 \text{ DTA}$$

Hasil uji Glejser untuk variabel dependen DTA dapat dilihat pada Tabel 4.7 di bawah ini :

**Tabel 4.7 Uji Glejser
untuk DTA sebagai Variabel Dependen**

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	7.559E-02	.037		2.019	.044
	SIZE	5.313E-03	.003	.090	1.827	.068
	BRISK	-7.50E-09	.000	-.061	-1.274	.203
	CR	7.246E-03	.004	.089	1.931	.079

a. Dependent Variable: ABSUT

Sumber : data sekunder yang diolah

Hasil tampilan output pada Tabel 4.7 di atas menunjukkan bahwa tidak ada satu variabel independen yang signifikan secara statistik berpengaruh terhadap variabel dependen yaitu nilai *Absolut residual_1*. Hal ini terlihat dari nilai probabilitas masing – masing variabel independen yaitu variabel ukuran perusahaan (SIZE) sebesar 0,068 > 0,05 ; variabel risiko (BRISK) sebesar 0,203 > 0,05 dan variabel likuiditas (CR) sebesar 0,079 > 0,05.

Uji Glejser untuk variabel dependen PBV juga dilakukan dengan meregresikan nilai absolute residual (AbsUt) sebagai variabel dependen dan DTA sebagai variabel independen sehingga persamaan regresi menjadi :

$$\text{AbsUt} = b_0 + b_1 \text{ DTA.}$$

Hasil uji Glejser untuk variabel dependen PBV dapat dilihat pada Tabel Tabel 4.8 sebagai berikut :

**Tabel 4.8 Uji Glejser
Untuk PBV sebagai Variabel Dependen**

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.198	.080		2.480	.014
	DTA	4.657E-02	.056	.048	.829	.407

a. Dependent Variable: ABSUT

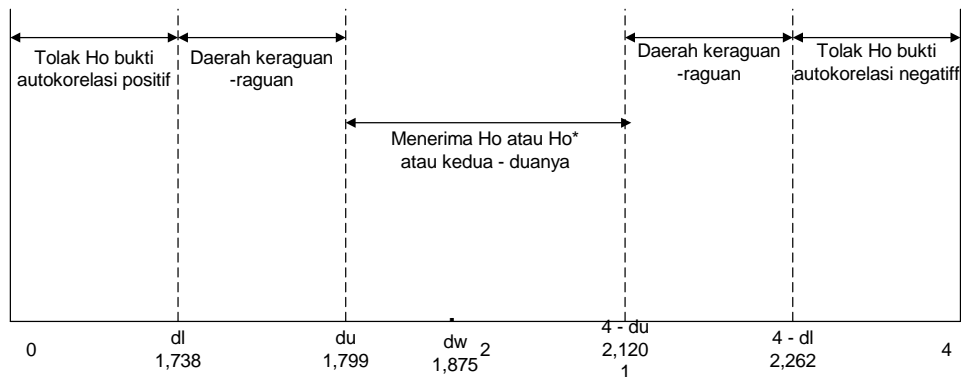
Sumber : data sekunder yang diolah

Hasil tampilan output pada Tabel 4.8 di atas menunjukkan bahwa variabel independen DTA tidak signifikan secara statistik berpengaruh terhadap variabel dependen yaitu nilai *Absolut residual* _2. Hal ini terlihat dari nilai probabilitas variabel independen yaitu DTA sebesar $0,407 > 0,05$. Dengan demikian dapat dijelaskan bahwa variabel model regresi untuk variabel dependen PBV tidak terjadi heteroskedastisitas.

4.3.1.4 Uji Autokorelasi

Penyimpangan model regresi klasik yang lain adalah adanya autokorelasi dalam model regresi yaitu adanya korelasi antar anggota sampel. Hasil perhitungan diperoleh nilai *Durbin Watson Test* untuk DTA sebagai variabel dependen adalah sebesar 1,875 sedang nilai *Durbin Watson* tersebut berada pada interval tidak ada autokorelasi yaitu dapat dibuktikan pada Gambar 4.7 berikut ini :

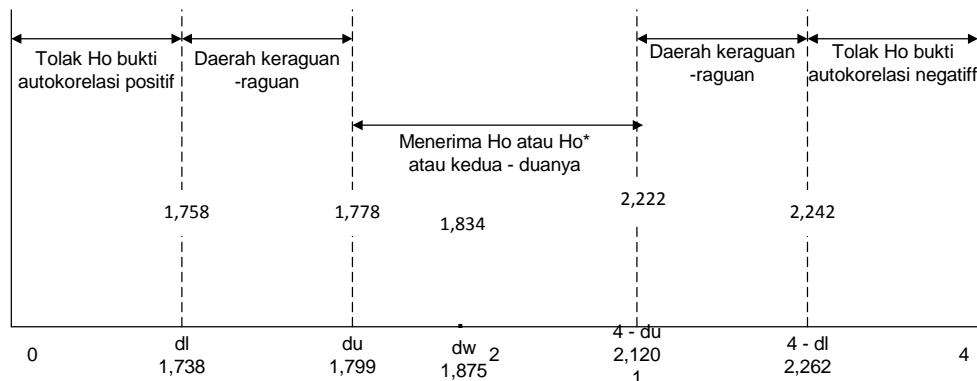
Gambar 4.7 Uji Autokorelasi untuk DTA sebagai Variabel Dependen



$$du = 1,799 \quad ; \quad 4 - du = 2,120$$

Berdasarkan keterangan di atas, nilai *durbin watson test* untuk DTA sebagai variabel terikat sebesar 1,875 terletak antara 1,799 sampai dengan 2,120. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa model regresi untuk variabel dependen DTA terbebas dari masalah autokorelasi. Sedangkan uji autokorelasi model regresi untuk variabel dependen PBV diperoleh nilai *Durbin Watson Test* sebesar 1,834 dimana nilai tersebut berada pada interval 1,778 sampai dengan 2,242. Hasil tersebut menunjukkan bahwa tidak ada autokorelasi pada model regresi yang dapat dibuktikan pada Gambar 4.8 berikut ini :

Gambar 4.8 Uji Autokorelasi untuk PBV sebagai Variabel Dependen



4.4 Hasil Analisis

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi. Analisis regresi digunakan untuk menjawab dua permodelan yang dibangun. Namun, sebelumnya model diuji dengan uji F, untuk melihat apakah model fit atau tidak sebelum dilakukan analisis selanjutnya pada model tersebut.

4.4.1 Uji statistik F (*Goodness of Fit*)

Uji F digunakan untuk mengetahui kelayakan model, apakah permodelan yang dibangun memenuhi kriteria fit atau tidak. Model regresi dikatakan fit apabila tingkat probabilitas F-statistik lebih kecil dari 0,05. Berdasarkan hasil perhitungan diperoleh nilai F hitung seperti disajikan pada Tabel 4.9 berikut ini :

Tabel 4.9
Uji Statistik F Kebijakan Hutang (DTA) sebagai Variabel Dependen

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.875	3	2.625	72.139	.000 ^a
	Residual	17.758	488	3.639E-02		
	Total	25.634	491			

a. Predictors: (Constant), SIZE, BRISK, CR

b. Dependent Variable: DTA

Sumber : data sekunder yang diolah

Hasil perhitungan program SPSS diperoleh nilai F hitung sebesar 72,139 serta nilai probabilitas sebesar 0,000. Hasil perbandingan menunjukkan bahwa nilai probabilitas ($0,000 < \alpha (0,05)$) dan F hitung lebih besar dari F tabel ($72,139 > 3,02$). Sehingga dapat dikatakan bahwa permodelan yang dibangun, yaitu variabel dependen berupa ukuran perusahaan (SIZE), risiko bisnis (BRISK) dan likuiditas (CR) mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang (DTA) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah memenuhi kriteria fit.

Hasil perhitungan regresi untuk PBV sebagai variabel dependen diperoleh nilai F hitung seperti disajikan pada Tabel 4.10 menunjukkan bahwa model adalah fit. Hasil perhitungan program SPSS diperoleh nilai F hitung sebesar 50,350 serta nilai probabilitas sebesar 0,000. Hasil perbandingan menunjukkan bahwa nilai probabilitas ($0,000 < \alpha (0,05)$) dan F hitung lebih besar dari F tabel ($50,350 > 3,84$). Sehingga dapat dikatakan bahwa permodelan yang dibangun, yaitu DTA mempunyai pengaruh terhadap PBV pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah memenuhi kriteria fit. Uji statistik F untuk PBV sebagai variabel dependen dapat dilihat pada Tabel 4.10 berikut ini :

Tabel 4.10
Uji Statistik F PBV sebagai Variabel Dependen

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	32.050	1	32.050	50.350	.000 ^a
	Residual	263.530	414	.637		
	Total	295.581	415			

a. Predictors: (Constant), DTA

b. Dependent Variable: PBV

Sumber : data sekunder yang diolah

4.4.2 Regresi untuk Kebijakan Hutang (DTA) sebagai Variabel Dependen

Hasil analisis regresi linier berganda dilakukan untuk mengetahui pengaruh antara ukuran perusahaan (SIZE), risiko bisnis (BRISK) dan likuiditas (CR) terhadap kebijakan hutang (DTA) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2004 – 2007 dapat dilihat pada Tabel 4.11 berikut ini :

Tabel 4.11 Hasil Regresi untuk DTA sebagai Variabel Dependen

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.415	.067		-6.188	.000		
	SIZE	7.274E-02	.005	.579	13.916	.000	.819	1.220
	BRISK	-5.56E-08	.000	-.213	-5.270	.000	.871	1.148
	CR	5.802E-03	.007	.034	.865	.387	.928	1.077

a. Dependent Variable: DTA

Sumber : data sekunder yang diolah

Berdasarkan hasil perhitungan (Tabel 4.11) diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$DTA = - 0,415 + 0,073 SIZE - 0,000000056 BRISK + 0,0058 CR$$

Keterangan :

DTA = Kebijakan hutang yang diproksi dengan *debt to total asset*

SIZE = Ukuran Perusahaan diproksi dari *logaritma natural* total penjualan

BRISK = Risiko bisnis diproksi dari deviasi standar dari EBIT

CR = Likuiditas yang diproksi dengan *current ratio*

Konstanta sebesar - 0,415 dapat diartikan bahwa rata-rata DTA pada

perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebesar -

0,415 dengan asumsi variabel SIZE, BRISK, CR tidak mengalami perubahan

(konstan).

Ukuran perusahaan (SIZE) manufaktur yang terdaftar di BEI mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DTA) dengan koefisien regresi sebesar 0,073. Hal ini dapat diartikan bahwa ukuran perusahaan pengaruhnya adalah searah terhadap kebijakan hutang, yaitu setiap adanya peningkatan ukuran perusahaan maka kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI akan mengalami peningkatan.

Risiko bisnis perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang diwakili oleh BRISK mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DTA) dengan koefisien regresi sebesar - 0,000000056. Hal ini dapat diartikan bahwa pengaruhnya adalah berbanding terbalik yaitu apabila terjadi peningkatan risiko bisnis maka kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI mengalami penurunan.

Likuiditas perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang diproksi dengan CR mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DTA) dengan koefisien regresi sebesar 0,0058. Hal ini dapat diartikan bahwa pengaruhnya adalah searah yaitu apabila terjadi peningkatan likuiditas maka kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI juga akan mengalami peningkatan.

4.4.3 Regresi untuk PBV sebagai Variabel Dependen

Analisis regresi dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen DTA terhadap PBV. Hasil perhitungan regresi untuk variabel PBV sebagai variabel dependen dapat dilihat pada Tabel 4.12 di bawah ini :

**Tabel 4.12 Hasil Regresi
untuk PBV sebagai Variabel Dependen**

Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	1.797	.105		17.161	.000		
DTA	-1.313	.185	-.329	-7.096	.000	1.000	1.000

a. Dependent Variable: PBV

Sumber : data sekunder yang diolah

Berdasarkan hasil perhitungan (Tabel 4.12) diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$PBV = 1,797 - 1,313 DTA$$

Keterangan :

DTA = Kebijakan hutang yang diproksi dengan *debt to total asset*

PBV = Nilai Perusahaan yang diproksi dengan *price book value*

Konstanta sebesar 1,797 dapat diartikan bahwa rata-rata PBV pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebesar 1,797 dengan asumsi variabel kebijakan hutang (DTA) tidak mengalami perubahan (konstan).

Kebijakan hutang (DTA) perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI mempunyai pengaruh negatif terhadap PBV dengan koefisien regresi sebesar -1,313. Hal ini dapat diartikan bahwa pengaruh DTA terhadap PBV adalah berbanding terbalik, yaitu setiap adanya peningkatan DTA maka PBV pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI akan mengalami penurunan.

4.5 Pengujian Hipotesis Parsial

Pengujian signifikan individual (uji statistik t) digunakan untuk mengetahui apakah ada pengaruh antara variabel dependen ukuran perusahaan (SIZE), risiko bisnis (BRISK) dan likuiditas (CR) terhadap variabel terikat kebijakan hutang (DTA) secara parsial sebagai berikut :

1) Uji Hipotesis antara Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap Kebijakan hutang (DTA) (Hipotesis Pertama)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) manufaktur yang terdaftar di BEI berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA). Hal ini dapat dibuktikan dengan nilai t hitung sebesar 13,916 yang lebih besar dari t tabel (1,960) serta nilai probabilitas $(0,000) < \alpha (0,05)$ yang dapat dilihat pada Tabel 4.11. Dengan demikian, dapat dijelaskan bahwa ukuran perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang atau semakin besar ukuran perusahaan maka semakin meningkat pula kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

2) Uji Hipotesis antara Risiko Bisnis (BRISK) terhadap Kebijakan hutang (DTA) (Hipotesis Kedua)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa risiko bisnis (BRISK) perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA). Hal ini dapat dibuktikan dengan nilai - t hitung sebesar - 5,270 yang lebih kecil dari - t tabel (-1,960) serta nilai probabilitas $(0,000) < \alpha (0,05)$ pada Tabel 4.11. Sehingga dapat dijelaskan bahwa risiko bisnis perusahaan manufaktur yang

terdaftar di BEI terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang atau semakin meningkatnya risiko bisnis yang dihadapi perusahaan maka semakin menurun kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

3) Pengujian Hipotesis antara Likuiditas terhadap Kebijakan hutang (DTA) (Hipotesis Ketiga)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa likuiditas (CR) perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA). Hal ini dapat dibuktikan dengan nilai t hitung sebesar 0,865 yang lebih kecil dari t tabel (1,960) serta nilai probabilitas (0,387) $> \alpha$ (0,05) yang ditunjukkan pada Tabel 4.11. Dengan demikian, dapat dijelaskan bahwa likuiditas perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang atau semakin besar likuiditas tidak selalu meningkatkan kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

4) Uji Hipotesis antara Kebijakan Hutang (DTA) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) (Hipotesis Keempat)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *price book value*. Hal ini dapat dibuktikan dengan nilai t hitung sebesar - 7,096 yang lebih kecil dari t tabel (- 1,960) serta nilai probabilitas (0,000) $< \alpha$ (0,05) yang dapat dilihat pada Tabel 4.12. Sehingga dapat dijelaskan bahwa kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV) atau meningkatnya kebijakan hutang (DTA) maka PBV pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI akan menurun.

Hasil uji dari setiap hipotesis akan disajikan secara ringkas pada Tabel 4.13 tentang kesimpulan hipotesis di bawah ini :

Tabel 4.13

Kesimpulan Hipotesis

	Hipotesis	Nilai t dan sig	Hasil Uji
H₁	Ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	t hitung = 13,916 sig = 0,000	Diterima

H₂	Risiko bisnis (BRISK) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	t hitung = - 5,270 sig = 0,000	Diterima
H₃	Likuiditas (CR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	t hitung = 0,865 sig = 0,387	Ditolak
H₄	Kebijakan hutang (DTA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	t hitung = - 7,096 sig = 0,000	Diterima

Sumber : rekapitulasi hasil uji

4.6 Uji Koefisien Determinasi

Uji koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Koefisien determinasi adalah untuk mengetahui seberapa besar ukuran perusahaan (SIZE), risiko bisnis (BRISK) dan likuiditas (CR) dalam menerangkan kebijakan hutang (DTA) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Berdasarkan hasil perhitungan dengan program SPSS diperoleh nilai

koefisien determinasi tersaji pada Tabel 4.14 berikut ini:

Tabel 4.14
Koefisien Determinasi dengan DTA sebagai
Variabel Dependen

Model Summary ^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.554 ^a	.307	.303	.1908	1.875

a. Predictors: (Constant), SIZE, BRISK, CR

b. Dependent Variable: DTA

Sumber : data sekunder yang diolah

Berdasarkan hasil perhitungan diperoleh nilai koefisien determinasi (*Adjusted R Square*) sebesar 0,303. Hal ini berarti besar variasi variabel kebijakan hutang (DTA) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang dapat diterangkan oleh variasi variabel ukuran (SIZE), risiko bisnis (BRISK) dan likuiditas (CR) adalah sebesar 30,3 persen sedang sisanya 69,7 persen dipengaruhi variabel lain di luar model penelitian.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi untuk PBV sebagai variabel dependen diperoleh nilai koefisien determinasi tersaji pada Tabel 4.15 berikut ini:

Tabel 4. 15 Koefisien Determinasi dengan PBV sebagai Variabel Dependen

Model Summary ^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.329 ^a	.108	.106	.7978	1.834

a. Predictors: (Constant), DTA

b. Dependent Variable: PBV

Sumber : data sekunder yang diolah

Berdasarkan hasil perhitungan diperoleh nilai koefisien determinasi (*Adjusted R Square*) sebesar 0,106. Hal ini berarti besar variasi variabel nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang dapat diterangkan oleh variasi variabel kebijakan hutang (DTA) adalah sebesar 10,6 persen sedang sisanya 89,4 persen dipengaruhi variabel lain di luar model penelitian.

4.7 Pembahasan

Hasil pengujian hipotesis 1 (H₁) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) terbukti mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hasil pembuktian hipotesis ini diperkuat dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Homaifar dan Zietz *et.al* (1994), Lopez dan Francisco (2008), Euis dan Taswan (2002), Nisa Fidyati (2003), Santika dan Kusuma (2002) serta Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007).

Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kondisi ukuran perusahaan yang besar maka kebutuhan akan dana juga akan semakin besar. Salah satu alternatif pemenuhan dana tersebut berasal dari pendanaan eksternal yaitu hutang. Dengan demikian, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar dana investasi yang dapat diperoleh dari hutang. Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur. Oleh

karena itu, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hasil pengujian hipotesis 2 (H₂) menunjukkan bahwa risiko bisnis (BRISK) terbukti mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA). Hasil pembuktian hipotesis menunjukkan bahwa peningkatan risiko bisnis dapat menurunkan kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Nisa, Fidyati (2003) yaitu menunjukkan bahwa risiko bisnis ada pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pada penelitian di perusahaan manufaktur menunjukkan bahwa peningkatan risiko bisnis sangat berdampak pada penurunan kebijakan hutang. Hal ini disebabkan manajemen akan mempertimbangkan kembali apabila risiko bisnis yang akan ditanggung meningkat maka manajemen perusahaan akan berupaya untuk menurunkan hutang. Hal ini terkait dengan adanya ketidakpastian (*volatilitas*) pendapatan yang diterima perusahaan. Sehingga risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hasil pengujian hipotesis 3 (H₃) menunjukkan bahwa likuiditas (CR) terbukti mempunyai pengaruh yang positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA). Hasil pembuktian ini memperlemah hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Ramlall (2009) yang menunjukkan bahwa likuiditas mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan, namun mendukung penelitian Mutamimah (2003).

Semakin tinggi likuiditas menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban dalam jangka pendeknya yang memberikan peluang untuk mendapatkan kemudahan dalam memperoleh hutang karena adanya kepercayaan terhadap kreditur. Dengan demikian, peningkatan likuiditas suatu perusahaan akan meningkatkan kebijakan hutangnya. Namun berdasarkan hasil penelitian, peningkatan likuiditas tidak selalu menyebabkan peningkatan pada kebijakan hutang.

Pada Tabel 4.2 statistik deskriptif dapat dilihat bahwa rata-rata (*mean*) likuiditas perusahaan manufaktur sebesar 3,13 (313%) yang berarti bahwa aktiva lancar lebih besar dari hutang lancarnya. Hal ini dapat disimpulkan bahwa pendanaan aktiva lancar perusahaan manufaktur tidak selalu berasal dari hutang lancar namun dapat juga berasal dari hutang jangka panjang atau modal sendiri seperti laba ditahan. Dengan demikian, likuiditas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hasil pengujian hipotesis 4 (H₄) menunjukkan bahwa kebijakan hutang terbukti memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pembuktian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Said (2001); serta Sujoko dan Soebiantoro (2007).

Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan dimana pendapatan perusahaan dipengaruhi faktor eksternal. Sedangkan hutang menimbulkan beban tetap tanpa memperdulikan

besarnya pendapatan. Dengan demikian, semakin besar hutang semakin tinggi probabilitas kebangkrutan yang berkaitan dengan ketidakmampuan perusahaan dalam membayar bunga dan pokoknya. Selain itu, semakin tinggi hutang maka bunga hutang akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak sehingga kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

bab v

penutup

5. 1. KESIMPULAN

Berdasarkan penelitian yang berjudul “Analisis Faktor – faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan” serta hasil analisis yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, maka dapat diringkas sebagai berikut :

1. Ukuran perusahaan (SIZE) manufaktur yang terdaftar di BEI mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA) dengan koefisien regresi sebesar 0,073 (**H₁ diterima**).
2. Risiko bisnis (BRISK) perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA) dengan koefisien regresi sebesar - 0,000000056 (**H₂ diterima**).
3. Likuiditas (CR) perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA) dengan koefisien regresi sebesar 0,0058 (**H₃ ditolak**).
4. Kebijakan hutang (DTA) mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). dengan koefisien regresi sebesar - 1,313 (**H₄ diterima**).
5. Hasil uji Goodness of fit menunjukkan kedua model regresi yang dibangun adalah memenuhi kriteria fit model. Hal ini ditandai dengan nilai signifikansi lebih kecil dari α ($0,000 < 0,05$).
6. Besar variasi variabel kebijakan hutang (DTA) yang dapat diterangkan oleh variasi variabel ukuran perusahaan (SIZE), risiko bisnis (BRISK) dan likuiditas

(CR) sebesar 30,3 persen, sedangkan sisanya sebesar 69,7 persen dipengaruhi variabel lain yang tidak diteliti, kemudian nilai perusahaan (PBV) yang dapat diterangkan oleh kebijakan hutang (DTA) adalah sebesar 10,6 persen sedangkan sisanya 89,4 persen dipengaruhi faktor lain di luar model.

5.2. IMPLIKASI TEORITIS

Implikasi teoritis memberikan gambaran sebuah perbandingan mengenai rujukan-rujukan yang dipergunakan dalam penelitian ini. Perbandingan ini dapat ditunjukkan dari rujukan penelitian terdahulu dengan temuan penelitian yang saat ini dianalisis. Implikasi teoritis ini dikembangkan untuk memperkuat dukungan atas beberapa penelitian terdahulu yang menjadi rujukan pada studi ini.

Beberapa dukungan diberikan pada beberapa studi rujukan adalah sebagai berikut :

1. Hasil penelitian membuktikan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA). Hasil ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang ditunjukkan dengan total penjualan (*sales*) menarik pihak ketiga untuk memberikan pinjaman. Semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur. Studi ini memperkuat penelitian Homaifar dan Zietz *et.al* (1994), Lopez dan Francisco (2008), Euis dan Taswan (2002), Nisa Fidyati (2003), Santika dan Kusuma (2002) serta Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007).

2. Hasil penelitian membuktikan bahwa risiko bisnis (BRISK) terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA). Tingginya risiko yang harus ditanggung perusahaan akan berimbas pada ketidakpastian penerimaan pendapatan yang akan menyebabkan ketidakpastian kemampuan perusahaan dalam mengembalikan pinjaman hutangnya. Sehingga risiko bisnis mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini memperkuat penelitian yang dilakukan oleh Nisa, Fidyati (2003), yaitu risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.
3. Hasil penelitian membuktikan bahwa likuiditas (CR) terbukti berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang (DTA). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tingginya likuiditas tidak mempengaruhi perusahaan untuk meningkatkan hutangnya. Dengan kata lain, perusahaan tidak melihat tingkat likuiditas dalam pengambilan kebijakan hutangnya. Hal ini karena tingginya likuiditas suatu perusahaan tidak selalu bersumber dari hutang lancar namun dapat berasal dari hutang jangka panjang atau modal sendiri. Sehingga likuiditas tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini memperkuat penelitian yang dilakukan Mutamimah (2003).
4. Hasil penelitian membuktikan bahwa kebijakan hutang (DTA) berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Hasil penelitian menunjukkan bahwa meningkatnya hutang perusahaan akan

meningkatkan kewajiban-kewajiban yang harus ditanggung perusahaan seperti beban bunga. Bunga hutang tersebut meningkat lebih besar daripada penghematan pajak yang dapat meningkatkan probabilitas kebangkrutan sehingga menyebabkan persepsi negatif investor. Hal ini akan menurunkan harga pasar saham yang pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan. Dengan demikian, kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Said (2001); serta Sujoko dan Soebiantoro (2007).

5.3 IMPLIKASI MANAJERIAL

Hasil dari temuan penelitian dapat direkomendasikan beberapa implikasi kebijakan sesuai dengan prioritas yang dapat diberikan sebagai masukan bagi pihak pimpinan. Berikut ini diuraikan beberapa implikasi manajerial yang bersifat strategis :

1. Ukuran perusahaan (SIZE) merupakan variabel terkuat yang mempengaruhi kebijakan hutang (DTA). Ukuran perusahaan perlu dijaga, karena dengan kondisi perusahaan yang mempunyai total penjualan yang tinggi (besar) memiliki kemampuan untuk memperoleh pinjaman dengan mudah karena adanya kepercayaan dari kreditur. Namun, manajemen harus menjaga hutang pada tingkat optimalnya, walaupun ada kemudahan dalam mendapatkan hutang karena kebijakan hutang yang tinggi akan dapat menurunkan nilai perusahaan (PBV).

2. Perusahaan yang semakin tinggi kemampuannya dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya atau semakin tinggi likuiditas (CR) perusahaan maka perusahaan harus lebih berani untuk mendapatkan hutang yang dapat digunakan untuk ekspansi perusahaan. Dengan demikian, tidak terdapat dana menganggur pada aktiva lancar perusahaan.
3. Perusahaan harus memperhatikan risiko bisnis yang dihadapi, karena terbukti berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DTA) yang diambil perusahaan. Tingginya risiko bisnis akan menyebabkan ketidakpastian dalam pendapatan perusahaan sehingga perusahaan harus dapat mengantisipasi hal-hal yang dapat meningkatkan risiko bisnis perusahaan seperti variabilitas permintaan, harga jual, dan harga input. Selain itu, perusahaan juga harus memperhatikan kemampuan perusahaan dalam menyesuaikan harga output terhadap perubahan harga input dan proporsi biaya tetap perusahaan.
4. Peningkatan kebijakan hutang (DTA) secara umum berdampak pada penurunan nilai perusahaan (PBV). Dengan demikian, perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI perlu hati-hati dalam pengambilan keputusan kebijakan hutang serta tetap menjaga hutangnya pada kondisi yang optimal dengan mempertimbangkan besarnya manfaat dan risiko dari penggunaan hutang.

5.3. KETERBATASAN PENELITIAN

- Keterbatasan dari penelitian ini adalah
1. Hasil koefisien determinasi yang diperoleh dari hasil analisis sebesar 30,3 persen yang menunjukkan bahwa sebesar 30,3 persen variasi variabel kebijakan hutang (DTA) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang dapat diterangkan oleh variasi variabel ukuran perusahaan (SIZE) , risiko bisnis (BRISK) dan likuiditas (CR) sedang sisanya 69,7 persen dipengaruhi variabel lain di luar model penelitian. Sedangkan untuk variabel dependen nilai perusahaan (PBV) koefisien determinasi sebesar 10,6 persen yang berarti bahwa besar variasi variabel PBV pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang dapat diterangkan oleh variasi variabel kebijakan hutang adalah sebesar 10,6 persen sedang sisanya 89,4 persen dipengaruhi variabel lain di luar model penelitian.

Dengan demikian, perlu adanya penambahan variabel pada penelitian mendatang.

5.5 AGENDA MENDATANG

Beberapa agenda penelitian mendatang yang dapat diberikan dari penelitian ini antara lain, adalah :

1. Penelitian ke depan perlu dengan menambah variabel lain berupa variabel fundamental yang dapat berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan (PBV) sehingga nilai koefisien determinasinya dapat ditingkatkan, sehingga permodelan menjadi lebih baik.

2. Penelitian mendatang hendaknya mengarahkan penelitian pada obyek penelitian yang lebih luas dengan mengambil obyek semua perusahaan yang terdaftar di BEI dengan mengambil sampel yang lebih banyak atau menambah tahun pengamatan. Sehingga hasil penelitian menjadi lebih baik karena unsur keterwakilan data yang lebih tinggi dibandingkan pengambilan sampel yang lebih sedikit.

DAFTAR REFERENSI

- Ahmed, Parvez dan Sudhir Nanda. 2000. "Style Investing : Incorporating Growth Characteristics in Value Stocks" **Pennsylvania State University at Harrisburg**, pp 1-27
- Ang, Robert. 1997. **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia**. Mediasoft Indonesia: Jakarta
- Babu, Suresh dan Jaine. 1986. "Empirical Testing of Pecking Order Hypothesis With Reference To Capital Structure Practice In India". **Journal of Financial Management and Analysis**, pp.63-74
- Bambang Riyanto. 1995. **Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan**. BPFE : Yogyakarta
- Bhaduri, Saumitra.2002. "Determinants of Corporate Borrowing : Some Evidence from the Indian Corporate Structure". **Journal of Economics and Finance. Summer**, Vol. 2, No. 2, pp.200-215
- Brigham, E.F and Gapenski. 1996. **Intermediate Financial Management, Fifth Edition-International Edition**. The Dryden Press.
- Brigham, Eugene F. and Houston. 2001. **Manajemen Keuangan, Edisi 8**. Erlangga : Jakarta.
- Euis dan Taswan. 2002. "Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya". **Jurnal Bisnis dan Ekonomi**.
- F. Modigliani and M. Miller. 1963. "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital : A Correction". **The American Economic Review**. Vol. 53 No. 3, Juni, pp. 433-443
- Hermeindito Kaaro. 2001. "Analisis *Leverage* dan Dividen Dalam Lingkungan Ketidakpastian : Pendekatan *Pecking Order Theory* dan *Balancing Theory*" **Simposium Nasional Akuntansi IV**.
- Homaifar G and Zietz et.al. 1994 " An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence" **Journal of Business Finance & Accounting** 21 (1) January. pp 1-14

- ICMD.2008. **Indonesian Capital Market Directory**.Jakarta, Indonesia
- .2007. **Indonesian Capital Market Directory**.Jakarta, Indonesia
- Imam Ghozali. 2007. **Manajemen Risiko Perbankan Pendekatan Kuantitatif Value at Risk (VAR)**. Badan Penerbit Universitas Diponegoro : Semarang
- .2006. **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**.
Badan Penerbit Universitas Diponegoro : Semarang
- Kasmir. 2008. **Analisis Laporan Keuangan**. Rajawali Press : Jakarta
- Keown.et.al. 2004. **Manajemen Keuangan : Prinsip-Prinsip dan Aplikasi. Edisi 9**, Indeks. Jakarta
- Kim, and David et all. 1998. “The Determinant of Corporate Liquidity: Theory and Evidence”. **Journal of Finance and Quantitive Analysis**, Sep, Vol 3 No. 3, pp 335-359
- Lopez, Jose and Fransisco Sogorb. 2008 “Testing Trade-Off and Pecking Order Theories Financing SMEs”. **Small Business Economics**. Vol. 31, pp 117-136
- Mamduh. 2004. **Manajemen Keuangan Edisi 1**. Bpfe : Yogyakarta
- Mutamimah. 2003. “Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial Yang Go Public Di Pasar Modal Indonesia”. **Jurnal Bisnis Strategi**. Vol. 11 Juli. Pp 71-60
- Myers, Stewart C dan Richard A. Brealy, 1991. **Principle of Corporate Finance, Fourth Edition** , Mc. Graw-Hill International Edition
- Nisa Fidyati. 2003. “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan”. **Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi** Vol. 1 No. 1 Januari,pp. 17-34
- Ozkan, Aydin. 2001. “Determinants of Capital Structure and Adjusment to Long Run Target : Evidence from UK Company Panel Data”. **Journal of Business Finance & Accounting** 28 (1) & (2), January/ March
- Ramlall, Indranain. 2009. “*Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified*

- Pecking Order Theory*". **International Research Journal of Finance and Economics- Issue 31**. pp. 83-92
- Ross, Stephen, A.1977. "*The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach*". **Bell Journal of Economics and Management Science 8**, 23-40
- Said Kelana. 2001. "Interelasi antara Nilai Perusahaan, Investasi dan Utang : Pendekatan Empiris". **Jurnal Ekonomi Perusahaan**, Juli 2001
- Salvatore, Dominick. 2005. **Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global**. Salemba Empat: Jakarta
- Santika dan Kusuma Ratnawati. 2002. "Pengaruh Struktur Modal, Faktor Internal, dan Faktor Eksternal Terhadap Nilai Perusahaan Industri Yang Masuk Bursa Efek Jakarta". **Jurnal Bisnis Strategi**. Vol. 10 Desember.pp27-47
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)". **Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan**. Vol. 9. No. 1. Maret, pp. 41-48
- Suad Husnan. 2000. **Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)**. BPFE. Yogyakarta
- Theresia T Harjanti, Eduardus T. 2007: "Pengaruh Firm Size, Tangible Assets, Growth Opportunity, Profitability, dan Business Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia", **JEB Vol 1 No 1**:1-10
- Walpole, Ronald. E. 1995. **Pengantar Statistika Edisi 3**. Gramedia Pustaka Utama. Jakarta

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Nama : Fitri Mega Mulianti, S.P
Tempat dan Tanggal Lahir : Semarang, 10 Juni 1986
Alamat : Jl. Pringgodani No. 19, Purin-Kendal, Jawa
Tengah
No. Telepon : (0294) 382468
Pendidikan :

- SDN Purwokerto 2, Patebon Kendal tahun 1992 - 1998
- SLTPN 2 Kendal, tahun 1998 - 2001
- SMUN 1 Kendal, tahun 2001 – 2004
- Institut Pertanian Bogor, tahun 2004 - 2008

