

**PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY*  
TERHADAP *LEVERAGE* DENGAN *DEBT*  
*COVENANT* SEBAGAI VARIABEL  
MODERATING**



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

**IRA PRAWITA SARI  
NIM. C2C309014**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2011**

**PERSETUJUAN SKRIPSI**

Nama Penyusun : Ira Prawita Sari

Nomor Induk Mahasiswa : C2C309014

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Akuntansi

Judul Skripsi : **PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY*  
TERHADAP *LEVERAGE DENGAN DEBT*  
*COVENANT* SEBAGAI VARIABEL  
MODERATING**

Dosen Pembimbing : Indira Januarti, SE., M.Si, Akt.

Semarang, 14 September 2011

Dosen Pembimbing,



Indira Januarti, SE., M.Si, Akt.  
NIM. 196401011992022001

**PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN**

Nama Mahasiswa : Ira Prawita Sari

Nomor Induk Mahasiswa : C2C309014

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Akuntansi

Judul Skripsi : **PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY*  
TERHADAP *LEVERAGE* DENGAN *DEBT*  
*COVENANT* SEBAGAI VARIABEL  
MODERATING**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 22 September 2011**

Tim Penguji

1. Indira Januarti, SE.,M.Si.,Akt. (.....)

2. Shiddiq Nur R., SE.,M.Si.,Akt. (.....)

3. Pujiharto, SE.,M.Si.,Akt. (.....)

#### PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Ira Prawita Sari, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : *PENGARUH GROWTH OPPORTUNITY TERHADAP LEVERAGE DENGAN DEBT COVENANT SEBAGAI VARIABEL MODERATING*, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah – olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah – olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 13 September 2011

Yang membuat pernyataan,



(Ira Prawita Sari)

NIM C2C309014

## ABSTRACT

*The objectives of this research are to know the influence of growth opportunity on leverage and the influence of debt covenant as the moderating variable on relations between growth opportunity.*

*The samples are determined by purposive sampling method, a sampling method which takes sample with some criteria. The criteria which is used in this research are non financial companies which issue bonds from 2006 until 2010, issue financial report from 2006 until 2010, and shows debt covenants. This method resulted 32 samples.*

*Those samples were analyzed with simple regression analysis and absolute difference value test. The analysis result showed that growth opportunity has a negative effect on leverage. The analysis result also showed that debt covenant can attenuate the negative effect of growth opportunity on leverage.*

*Keyword : growth opportunity, leverage, debt covenant*

## ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage* dan mengetahui pengaruh *debt covenant* sebagai variabel yang memoderasi hubungan antara *growth opportunity* dan *leverage*.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini ditentukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu suatu metode pengambilan sampel yang mengambil sampel dengan kriteria tertentu. Kriteria – kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi pada tahun 2006-2010, menerbitkan laporan keuangan pada tahun 2006-2010, dan menyajikan *debt covenant*. Dengan metode *purposive sampling* diperoleh 32 sampel.

Sampel tersebut dianalisis dengan menggunakan analisis regresi sederhana dan uji nilai selisih mutlak. Hasil analisis menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Selain itu, hasil analisis juga menunjukkan bahwa *debt covenant* terbukti secara signifikan memperlemah efek negatif *growth opportunity* terhadap *leverage*.

*Keywords* : *growth opportunity, leverage, debt covenant*

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya serta kekuatan lahir dan batin kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY* TERHADAP *LEVERAGE* DENGAN *DEBT COVENANT* SEBAGAI VARIABEL MODERATING”**

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini penulis mendapat bantuan dari berbagai pihak, maka dalam kesempatan ini dengan segala kerendahan hati, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih atas segala bantuan, bimbingan dan dukungan yang telah diberikan kepada:

1. Bapak Drs. Muhammad Nasir, M.S.i, Ph.D.,Akt. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
2. Ibu Indira Januarti, SE.,M.Si.,Akt. selaku Dosen Pembimbing atas waktu, perhatian, dan segala bimbingan serta arahnya selama penulisan skripsi ini.
3. Bapak Tri Jatmiko Wahyu Prabowo, SE., M.Si., Akt. selaku Dosen Wali yang telah banyak membantu pelaksanaan perkuliahan akademik selama ini.
4. Para dosen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah membantu selama proses belajar mengajar.
5. Bapak dan Ibuku tercinta yang selalu memberikan dukungan, semangat, kasih sayang yang melimpah dan doa yang tiada henti untuk mendoakanku menjadi orang yang sukses dan sabar.

6. Mbak Ami yang selalu menjadi penolongku di saat – saat kritis, Mbak Ririn yang selalu bersedia meluangkan waktu untukku, dan Indri yang selalu dengan senang hati berbagi kegembiraan denganku.
7. Maya yang tak pernah berhenti menolerirku. Saat kebersamaan kita adalah salah satu memori indah yang tidak akan aku lupakan.
8. Lina yang telah memperkenalkanku pada Super Junior. Aku akan selalu mengingat saat – saat kita menonton video – video korea di lantai 2 kos kita.
9. Teman – teman sekelas yang selalu memacuku untuk belajar dan berusaha.
10. Seluruh karyawan dan pegawai Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah membantu kelancaran administrasi selama perkuliahan.
11. Kepada semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah membantu hingga terselesaikannya skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini masih banyak kekurangan yang disebabkan keterbatasan pengetahuan serta pengalaman penulis. Oleh karena itu, penulis mengharapkan adanya kritik dan saran membangun dari semua pihak. Akhirnya penulis berharap semoga skripsi ini bisa bermanfaat bagi berbagai pihak.

Semarang, September 2011

Ira Prawita Sari

## DAFTAR ISI

Halaman

HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERSETUJUAN .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN .....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI .....	iv
ABSTRACT .....	v
ABSTRAK .....	vi
KATA PENGANTAR .....	vii
DAFTAR TABEL .....	xi
DAFTAR GAMBAR .....	xii
DAFTAR LAMPIRAN .....	xiii
BAB I PENDAHULUAN .....	1
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	6
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian .....	6
1.4 Sistematika Penulisan .....	7
BAB II TINJAUAN PUSTAKA .....	9
2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu .....	9
2.1.1 Landasan Teori .....	9
2.1.1.1 Teori Keagenan .....	9
2.1.1.2 Set Kesempatan Investasi .....	12
2.1.1.3 <i>Leverage</i> .....	15
2.1.1.4 <i>Debt Covenant</i> .....	16
2.1.2 Penelitian Terdahulu .....	18
2.2 Kerangka Pemikiran .....	22
2.3 Hipotesis .....	22
2.3.1 Pengaruh <i>Growth Opportunity</i> terhadap <i>Leverage</i> .....	22
2.3.2 Pengaruh <i>Debt Covenant</i> sebagai Variabel Moderating .....	24
BAB III METODE PENELITIAN .....	28
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasi Variabel .....	28
3.1.1 Variabel Dependen .....	28
3.1.2 Variabel Independen .....	29
3.1.3 Variabel Moderating .....	30
3.2 Jenis dan Sumber Data .....	33
3.3 Populasi dan Sampel .....	34
3.4 Metode Pengumpulan Data .....	34
3.5 Metode Analisis .....	35
3.5.1 Uji Asumsi Klasik .....	35
3.5.1.1 Uji Normalitas .....	35
3.5.1.2 Uji Heteroskedasitas .....	36
3.5.2 Analisis Regresi .....	37
3.5.3 Uji Hipotesis .....	38
3.5.3.1 Koefisien Determinasi .....	38

	3.5.3.2 Uji Signifikansi Simultan.....	39
	3.5.3.3 Uji Nilai Selisih Mutlak.....	39
BAB IV	HASIL DAN PEMBAHASAN .....	41
	4.1 Deskripsi Obyek Penelitian .....	41
	4.2 Analisis Data.....	42
	4.2.1 Statistik Deskriptif .....	42
	4.2.2 Uji Asumsi Klasik.....	44
	4.2.2.1 Uji Normalitas .....	44
	4.2.2.2 Uji Heteroskedasitas .....	46
	4.2.3 Koefisien Determinasi.....	48
	4.2.4 Pengujian Simultan F.....	49
	4.2.5 Analisis Regresi .....	50
	4.3 Interpretasi Hasil.....	51
	4.3.1 Pengujian Hipotesis .....	51
	4.3.1.1 Pengujian Hipotesis 1 .....	51
	4.3.1.2 Pengujian Hipotesis 2 .....	52
	4.3.2 Pembahasan .....	52
	4.3.2.1 Pengaruh <i>Growth Opportunity</i> terhadap <i>Leverage</i> .....	52
	4.3.2.2 Pengaruh <i>Debt Covenant</i> terhadap Hubungan Antara <i>Growth Opportunity</i> dan <i>Leverage</i> .....	53
BAB V	PENUTUP .....	55
	5.1 Simpulan.....	55
	5.2 Keterbatasan .....	55
	5.3 Saran .....	56
	DAFTAR PUSTAKA .....	57
	LAMPIRAN .....	59

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Penelitian – Penelitian Terdahulu .....	21
Tabel 3.1 <i>Debt Covenant</i> dalam Penelitian Billett <i>et al.</i> .....	31
Tabel 3.2 <i>Debt Covenant</i> dalam Penelitian.....	33
Tabel 4.1 Daftar Sampel Penelitian .....	41
Tabel 4.2 Hasil Statistik Deskriptif .....	43
Tabel 4.3 Hasil Uji Statistik <i>Kolmogorov Smirnov</i> .....	46
Tabel 4.4 Hasil Uji Park.....	48
Tabel 4.5 <i>Model Summary</i> .....	49
Tabel 4.6 Hasil Uji F.....	49
Tabel 4.7 Hasil Analisis Regresi .....	50

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Penelitian .....	22
Gambar 4.1 Grafik Normal Plot Persamaan 1.....	45
Gambar 4.2 Grafik Normal Plot Persamaan 2.....	45
Gambar 4.3 Grafik Scatter Plot Persamaan 1.....	47
Gambar 4.4 Grafik Scatter Plot Persamaan 2.....	47

## DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Data Sampel Penelitian Tahun 2006 – 2010 .....	59
Lampiran B Hasil Pengujian SPSS .....	62

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang**

Tujuan perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan sendiri ditentukan oleh keputusan investasi. Keputusan investasi meliputi investasi pada aset jangka pendek (aset lancar) dan aset jangka panjang (aset tetap). Pengembalian atas investasi pada aset jangka pendek diharapkan akan diterima dalam jangka waktu dekat atau kurang dari satu tahun dan diterima sekaligus. Investasi pada aset jangka pendek ditujukan untuk kegiatan operasional perusahaan. Sebaliknya pengembalian atas investasi pada aset jangka panjang akan diterima dalam waktu lebih dari satu tahun dan diterima secara bertahap. Investasi pada aset jangka panjang ditujukan pada peningkatan nilai perusahaan.

Perusahaan membutuhkan dana untuk mengambil kesempatan investasi yang ada, baik investasi pada aset jangka panjang maupun investasi pada aset jangka pendek. Dana dapat berasal dari berbagai sumber dan dalam bentuk yang berbeda – beda. Dilihat dari sumbernya, dana dapat diperoleh dari sumber dana internal dan eksternal. Sumber dana internal diperoleh dari hasil kegiatan operasi perusahaan, yang terdiri atas laba yang tidak dibagi (laba ditahan) dan depresiasi. Sedangkan sumber dana eksternal diperoleh dari luar perusahaan, yang terdiri atas utang (pinjaman) dan modal sendiri.

Keputusan mengenai sumber dana yang akan digunakan oleh perusahaan berada di tangan manajer sebagai agen. Manajer harus mampu menghimpun modal baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan secara efisien, dalam arti keputusan pendanaan tersebut mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan (Yuke dan Hadri, 2005). Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan. Biaya modal merupakan konsekuensi yang secara langsung timbul dari keputusan yang diambil manajer. Ketika manajer menggunakan utang, biaya modal yang timbul adalah sebesar biaya bunga yang dibebankan oleh kreditor. Sedangkan saat manajer menggunakan dana internal atau dana sendiri akan timbul *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan.

Utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Penggunaan dana eksternal dalam bentuk utang lebih disukai daripada modal sendiri karena dua alasan. Alasan pertama adalah biaya emisi obligasi lebih murah daripada biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Alasan kedua adalah penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan mengakibatkan harga saham mengalami penurunan (Husnan, 2000).

*Underinvestment problem* terjadi pada saat perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi menghadapi proyek dengan NPV positif. *Underinvestment problem* terjadi karena perusahaan memiliki *free cash flow* yang rendah sementara

proyek dengan NPV positif membutuhkan dana dalam jumlah besar. Agar dapat mengeksekusi proyek dengan NPV positif, perusahaan memutuskan untuk mengambil utang.

*Overinvestment problem* terjadi karena perusahaan memiliki kelebihan modal. Manajer cenderung menginvestasikan kelebihan modal tersebut pada proyek – proyek lain karena kelebihan modal tersebut tidak menguntungkan bila diinvestasikan kembali pada perusahaan. Sementara *shareholders* beranggapan bahwa kelebihan modal seharusnya dibagikan sebagai deviden. Konflik antara *shareholders* dan manajer dapat diatasi dengan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan pada proyek – proyek baru. Utang juga dapat digunakan sebagai jaminan bahwa kelebihan modal akan dibayarkan sebagai deviden kepada *shareholders*.

Meski demikian utang menimbulkan konflik baru, yaitu konflik antara *shareholders* dan *bondholders*. Konflik tersebut muncul karena adanya perbedaan struktur penerimaan dan tingkat risiko antara *shareholders* dan *bondholders*. Dilihat dari struktur penerimaan, *bondholders* memperoleh pendapatan yang tetap dari bunga dan pengembalian pokok pinjaman. Sementara *shareholders* memperoleh pendapatan dari sisa laba perusahaan yang digunakan untuk memenuhi kewajiban kepada *bondholders*. Dilihat dari tingkat risiko, *bondholders* menghadapi risiko yang lebih tinggi dibandingkan risiko yang dihadapi oleh *shareholders*.

Tinggi rendahnya konflik antara *shareholders* dan *bondholders* dipengaruhi oleh *growth opportunities* perusahaan yang dilihat dari kesempatan investasi.

Semakin besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan, semakin besar pula konflik antara *shareholders* dan *bondholders*. Untuk memperkecil konflik tersebut perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi memilih dana internal sebagai sumber pendanaannya.

Beberapa penelitian mengenai kebijakan *leverage* perusahaan telah dilakukan. Salah satunya adalah penelitian yang dilakukan oleh Sunarsih (2004). Sunarsih melakukan penelitian mengenai simultanitas hubungan antara kebijakan utang (*leverage*) dan kebijakan maturitas utang (*debt maturity*). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan utang dan kebijakan maturitas utang memiliki hubungan yang komplementer. Hal ini berarti bahwa ada hubungan simultanitas yang positif antara kebijakan utang dan kebijakan maturitas utang.

Billett *et al* (2007) melakukan penelitian mengenai *growth opportunity*, *leverage*, *debt maturity*, dan *debt covenant*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Namun penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage* berubah positif saat *debt covenant* atau *short term debt* memoderasi hubungan tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa *debt covenant* maupun *short term debt* terbukti dapat mengurangi konflik keagenan yang terjadi antara *shareholders* dan *bondholders*.

Dang (2010) melakukan penelitian mengenai pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage* dan *debt maturity*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Penelitian yang

dilakukan oleh Dang juga menunjukkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara *growth opportunity* dan *debt maturity*.

Fatmasari (2010) meneliti pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage* dan *debt maturity*. Dalam penelitian tersebut Fatmasari menghitung *leverage* dengan membandingkan *total debt* dengan *total aset*. Sementara *growth opportunity* pada penelitian ini dihitung dengan proksi investasi, yaitu dengan membandingkan *total capital expenditure* dan *total assets*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan *debt maturity*. Selanjutnya dalam penelitian tersebut Fatmasari memasukkan *debt covenant* sebagai variabel moderating. Fatmasari menggunakan 2 jenis *debt covenant*, yaitu *debt covenant* dengan 20 indikator dan *debt covenant* dengan 24 indikator. Penelitian yang menggunakan 20 indikator *debt covenant* menunjukkan bahwa *debt covenant* berpengaruh positif dan signifikan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *debt covenant* terbukti dapat mengurangi hubungan negatif antara *growth opportunity* dan *leverage*. Sementara penelitian yang menggunakan 24 indikator *debt covenant* menunjukkan bahwa *debt covenant* berpengaruh negatif dan tidak signifikan.

Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Oleh karena itu penelitian ini akan menguji kembali hubungan antara *growth opportunity*, *leverage*, dan *debt covenant*. Penelitian ini akan menguji pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage*. Penelitian ini menggunakan ukuran variabel yang berbeda dari ukuran variabel yang digunakan dalam penelitian Fatmasari (2010). Penelitian ini akan memasukkan harga pasar saham dalam pengukuran

variabelnya. *Leverage* dalam penelitian ini diukur dengan *market leverage ratio*. Sementara *growth opportunity* yang diproksikan dengan set kesempatan investasi diukur dengan proksi berdasarkan harga, yaitu *market to book value of equity*.

Selanjutnya, akan dilakukan pengujian *debt covenant* sebagai variabel moderasi yang mempengaruhi hubungan antara *growth opportunity* dan *leverage*. *Debt covenant* yang digunakan dalam penelitian ini akan menggabungkan *debt covenant* yang ditemukan pada saat penelitian. Sehingga beberapa tipe *debt covenant* dalam penelitian ini berbeda dari tipe *debt covenant* dalam penelitian sebelumnya.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, peneliti mengambil judul **PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY* TERHADAP *LEVERAGE* DENGAN *DEBT COVENANT* SEBAGAI VARIABEL MODERATING**

## **1.2 Rumusan Masalah**

Rumusan masalah untuk penelitian ini adalah:

1. Apakah *growth opportunity* berpengaruh terhadap *leverage*?
2. Apakah *debt covenant* yang berfungsi sebagai variabel moderating berpengaruh pada hubungan antara *growth opportunity* dan *leverage*?

## **1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

Penelitian ini bertujuan ini untuk memberikan bukti dan analisis mengenai :

1. Pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage*

2. Peran *debt covenant* sebagai variabel moderating dalam hubungan antara *growth opportunity* dan *leverage*.

Penelitian ini digunakan untuk :

1. Memberikan masukan bagi para peneliti lain yang tertarik dengan penelitian di bidang pasar modal terutama yang terkait dengan *growth opportunity*, *leverage*, dan *debt covenant*.
2. Sebagai bahan pertimbangan bagi manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan.
3. Sebagai bahan pertimbangan bagi *bondholders* dalam pengambilan keputusan investasi.

#### **1.4 Sistematika Penulisan**

Adapun sistematika penulisan dalam skripsi ini akan dibagi menjadi 5 bab, yaitu :

##### **BAB I : PENDAHULUAN**

Bab ini berisi tentang uraian mengenai latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan.

##### **BAB II : TELAAH PUSTAKA**

Bab ini berisi uraian tentang landasan teori yang digunakan sebagai dasar penelitian, pembahasan hasil penelitian terdahulu yang relevan, kerangka pemikiran, dan hipotesis penelitian

### BAB III : METODE PENELITIAN

Bab ini berisi uraian tentang variabel penelitian, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, dan metode analisis yang digunakan untuk menguji pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage*, serta peran *debt covenant* sebagai variabel moderating dalam hubungan antara *growth opportunity* dan *leverage*.

### BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi uraian tentang analisis data, hasil penelitian yang telah dilakukan, dan interpretasi atas hasil penelitian.

### BAB V : PENUTUP

Bab ini berisi uraian tentang kesimpulan penelitian, keterbatasan penelitian, dan saran yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya.

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA**

#### **2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu**

##### **2.1.1 Landasan Teori**

###### **2.1.1.1 Teori Keagenan**

Menurut Jensen dan Meckling (1976) hubungan keagenan terjadi ketika satu atau lebih individu yang disebut sebagai prinsipal menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut agen, untuk melakukan sejumlah jasa dan mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut.

Hubungan keagenan utama terjadi antara:

##### **1. Pemegang saham dan manajer**

Suatu potensi masalah keagenan terjadi ketika manajer suatu perusahaan memiliki kepemilikan saham biasa kurang dari 100 persen di perusahaan tersebut. Adanya fakta bahwa manajer tidak akan mendapatkan seluruh keuntungan dari kekayaan yang diciptakan dari usahanya atau menanggung seluruh biaya penghasilan tambahan akan meningkatkan insentif baginya untuk mengambil tindakan – tindakan yang bukan menjadi kepentingan utama dari pemegang saham.

Di perusahaan besar potensi konflik keagenan adalah hal yang penting karena para manajer biasanya memiliki presentase kepemilikan saham dalam jumlah kecil. Dalam keadaan demikian, memaksimalkan kekayaan pemegang saham

dapat berada di urutan ke sekian dari sejumlah tujuan – tujuan manajerial lain yang menimbulkan konflik.

Tujuan manajer pada umumnya adalah memaksimalkan ukuran perusahaan. Dengan menciptakan sebuah perusahaan yang besar dan tumbuh dengan pesat, para manajer akan:

- a. Meningkatkan keamanan jabatan mereka
- b. Meningkatkan kekuatan, status, dan gaji mereka
- c. Memberikan lebih banyak kesempatan untuk para manajer tingkat rendah dan menengah.

Agar dapat melaksanakan fungsinya dengan baik manajemen harus diberi insentif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara – cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen.

Kegiatan pengawasan memunculkan biaya yang disebut dengan *agency costs*. *Agency costs* adalah biaya yang timbul agar manajer bertindak selaras dengan tujuan pemilik (Halim,2007). *Agency costs* meliputi hal – hal berikut ini:

- a. Biaya audit untuk mengawasi wewenang manajer
- b. Berbagai perjanjian atau kontrak yang menyatakan bahwa manajer tidak menyalahgunakan wewenangnya
- c. Pemberian insentif sebagai kompensasi atas prestasi yang dicapai manajer
- d. Kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga, di mana pihak ketiga akan membayar perusahaan jika manajer bertindak merugikan perusahaan

e. Kontrak antara manajer dengan pemilik perusahaan, di mana pemilik perusahaan menjamin bahwa manajer akan mendapat kompensasi dengan jumlah tertentu apabila perusahaan dijual, dilikuidasi atau dimerger.

## 2. Pemegang saham (melalui manajer) dan kreditor

Konflik keagenan dapat terjadi antara pemegang saham dan kreditor. Kreditor memiliki klaim atas sebagian arus laba perusahaan untuk pembayaran bunga dan pokok utang, serta memiliki klaim atas aset perusahaan saat terjadi kebangkrutan. Akan tetapi pemegang saham (melalui manajernya) memiliki kendali atas keputusan – keputusan yang mempengaruhi profitabilitas dan risiko perusahaan.

Menurut Myers (1976) perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, *assets in place* yang kecil, aktif berinvestasi, dan *free cash flow* yang rendah. Saat menghadapi proyek dengan NPV positif perusahaan akan mengalami *underinvestment problem*. Hal ini disebabkan proyek dengan NPV positif membutuhkan dana yang besar sementara perusahaan hanya memiliki sedikit *free cash flow*. Agar dapat mengambil kesempatan investasi tersebut perusahaan mengambil utang atau menerbitkan obligasi.

Selanjutnya, Myers (1976) menjelaskan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi yang rendah berpotensi mengalami *overinvestment problem*. *Overinvestment problem* terjadi karena adanya kelebihan modal. Akibatnya manajer cenderung untuk berinvestasi pada berbagai proyek. Agar manajer

tidak menginvestasikan kelebihan modal yang ada pada proyek – proyek yang tidak menguntungkan, perusahaan mengambil utang. Kebijakan utang akan menempatkan perusahaan dan manajer pada pengawasan pihak ketiga.

Namun, keputusan tersebut memungkinkan terjadinya konflik antara *shareholders* dan *bondholders*. Konflik di antara keduanya disebabkan oleh struktur penerimaan yang berbeda. *Bondholders* memperoleh penerimaan yang tetap dari bunga sedangkan *shareholders* memperoleh penerimaan ketika perusahaan telah memenuhi kewajibannya kepada *bondholders* (Hanafi dalam Sunarsih, 2010).

Menurut Fatmasari (2010) konflik tersebut dapat diatasi dengan *debt covenant* yang terdapat dalam perjanjian obligasi. *Debt covenant* memberikan jaminan kepada *bondholders* bahwa perusahaan akan mendahulukan pembayaran bunga dan utang sebelum melaksanakan kewajiban keuangan lainnya.

#### **2.1.1.2 Set Kesempatan Investasi**

Chung dan Charoenwong (1991) menyatakan bahwa esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang menghasilkan keuntungan. Jika terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan, maka manajer berusaha mengambil peluang – peluang tersebut untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Semakin besar kesempatan investasi yang menguntungkan, maka investasi yang dilakukan akan semakin besar.

Myers (1977) mengemukakan suatu konsep mengenai set kesempatan investasi. Menurut konsep ini perusahaan adalah kombinasi *asset in place* yang

sifatnya *tangible* dan kesempatan investasi yang sifatnya *intangible*. Kombinasi keduanya akan berpengaruh pada struktur modal dan nilai perusahaan. Lebih lanjut Myers (1977) menyatakan bahwa kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan di masa depan adalah sebuah opsi. Nilai opsi ini tergantung pada kemungkinan perusahaan untuk melakukan investasi secara maksimal.

Menurut Jensen (1986) perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi (*high growth*), aktif melakukan investasi, memiliki *cash flow* yang rendah dan *asset in place* yang kecil. Dalam keadaan demikian, perusahaan berpotensi mengalami *underinvestment problem*.

Selanjutnya Myers (1986) menjelaskan bahwa *underinvestment problem* terjadi saat perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi menghadapi kesempatan berinvestasi pada proyek dengan NPV positif yang mensyaratkan penggunaan dana yang besar. Dalam keadaan *free cash flow* rendah dan *assets in place* yang kecil, perusahaan akan mengambil utang untuk mengambil kesempatan investasi yang ada. Namun hal ini memungkinkan terjadinya konflik antara *shareholder* dan *bondholders*. *Shareholders* beranggapan bahwa keuntungan harus dibagi sebagai deviden. Sementara *bondholders* beranggapan bahwa keuntungan harus digunakan untuk melunasi utang. Pada keadaan seperti ini, perusahaan akan memilih untuk meninggalkan proyek dengan NPV positif dan kehilangan kesempatan untuk tumbuh. Agar dapat meneruskan proyek – proyek dengan NPV positif perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi menggunakan dana internal atau menggunakan utang dalam jumlah kecil.

Sementara itu menurut Myers (1986) perusahaan dengan kesempatan investasi yang rendah memiliki tingkat pertumbuhan yang lambat (*slow growth*), memiliki *free cash flow* dan *assets in place* yang besar. Dalam keadaan demikian perusahaan berpotensi mengalami *overinvestment problem*. Jensen (1986) berpendapat bahwa *overinvestment problem* terjadi karena adanya kelebihan modal. Kelebihan modal tersebut kurang menguntungkan bila diinvestasikan kembali dalam perusahaan sehingga manajer cenderung menginvestasikan kelebihan modal tersebut pada proyek – proyek lain. Manajer beranggapan tindakan tersebut akan meningkatkan kesempatan bertumbuh perusahaan di atas ukuran yang optimal dan kompensasi yang akan diterimanya sebagai imbalan dari pertumbuhan tersebut. Namun, *shareholders* beranggapan bahwa kelebihan modal tersebut harus dibagikan sebagai deviden.

Perusahaan dengan *overinvestment problem* menggunakan utang sebagai sumber pendanaan investasi pada proyek – proyek baru. Utang tersebut juga sebagai jaminan bahwa *free cash flow* yang tinggi akan digunakan untuk membayar deviden. Selain itu, pengambilan utang akan menempatkan perusahaan dan manajer pada pengawasan pihak eksternal. Sehingga kecenderungan manajer untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif dapat dicegah.

Menurut Kallapur dan Trombley (1999) nilai kesempatan investasi dapat diklasifikasikan menjadi 3 kelompok, yaitu

1. Proksi berdasarkan harga

Proksi ini didasarkan pada gagasan bahwa prospek tumbuh suatu perusahaan sebagaimana dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan

mempunyai nilai pasar yang relatif lebih tinggi dibandingkan aset riilnya (*assets in place*).

## 2. Proksi berdasarkan investasi

Proksi ini didasarkan pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai kesempatan perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi yang lebih besar di masa depan.

## 3. Proksi berdasarkan varian.

Proksi ini didasarkan pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabel ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh.

### **2.1.1.3 Leverage**

Martono dan Agus (2007) mendefinisikan *leverage* sebagai rasio yang mengukur seberapa banyak perusahaan menggunakan dana dari utang. *Leverage* terdiri atas *operating leverage* dan *financial leverage*. *Operating leverage* adalah efek atas perubahan volume penjualan terhadap perubahan EBIT yang diukur dengan *degree of operating leverage*. Sedangkan *financial leverage* adalah penggunaan dana dengan beban tetap dengan harapan dapat meningkatkan pendapatan per lembar saham (EPS).

Horn dan Wachowicz (2007) menyatakan bahwa *leverage* adalah penggunaan biaya tetap dalam usaha untuk meningkatkan (lever up) profitabilitas. *Leverage* terdiri atas *operating leverage* dan *financial leverage*. *Operating*

*leverage* berkaitan dengan biaya operasional tetap yang berhubungan dengan produksi atau jasa sementara *financial leverage* berkaitan dengan biaya pendanaan tetap, khususnya biaya tetap.

*Financial leverage* adalah suatu pilihan. Tidak ada perusahaan yang disyaratkan untuk memiliki utang jangka panjang atau pendanaan dengan saham preferen. Sebagai alternatif perusahaan dapat membiayai pengeluaran operasional dan modalnya dari sumber – sumber internal dan penerbitan saham biasa. Namun, jarang ada perusahaan yang tidak memiliki *financial leverage*. Hal ini disebabkan oleh adanya harapan peningkatan pengembalian kepada pemegang saham biasa.

*Leverage* yang menguntungkan (*favorable*) atau positif terjadi jika perusahaan dapat menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi dengan menggunakan dana yang didapat dalam bentuk biaya tetap (dana yang didapat dengan menerbitkan utang bersuku bunga tetap atau saham preferen dengan tingkat deviden yang konstan) daripada biaya pendanaan tetap yang harus dibayar. Sedangkan *leverage* yang tidak menguntungkan (*unfavorable*) atau negatif terjadi ketika perusahaan tidak memiliki hasil sebanyak biaya pendanaan tetapnya.

#### **2.1.1.4 Debt Covenant**

*Debt covenant* adalah kontrak yang ditujukan pada peminjam oleh kreditor untuk membatasi aktivitas yang mungkin merusak nilai pinjaman dan recovery pinjaman (Cochran, 2001). Sebagian besar kesepakatan utang berisi perjanjian (*covenant*) yang mengharuskan peminjam memenuhi syarat yang disepakati dalam perjanjian utang (Scott, 2000). Watt dan Zimmerman (1986)

mengidentifikasi perjanjian seperti pembatasan deviden (*dividend restriction*) dan pembatasan pembelian kembali saham (*share repurchase restriction*), pembatasan modal kerja (*working capital restriction*), pembatasan merger (*merger restriction*), dan pembatasan akuisisi (*acquisition restriction*), pembatasan investasi (*investment restriction*), *asset disposal restriction*, dan *future financing restriction* merupakan bentuk *debt covenant*. Sementara itu, Smith dan Warner (1979) menganalisis bentuk umum restriksi yang ditemukan dalam *debt covenant* dan menunjukkan bagaimana bagian-bagian *covenant* mengurangi konflik kepentingan antara *bondholders* dan *shareholders*. Ketika *debt covenant* berisikan beberapa restriksi atas keuangan, aktivitas investasi dan produksi perusahaan, hanya restriksi yang didasarkan pada angka akuntansi yang mempunyai arti penting dalam penelitiannya. Restriksi yang berdasarkan angka akuntansi meliputi restriksi pembayaran deviden, mengadakan tambahan utang, mengelola modal kerja, dan investasi pada bisnis lain.

Kontrak utang jangka panjang merupakan perjanjian untuk melindungi pemberi pinjaman dari tindakan-tindakan manajer terhadap kepentingan kreditor, seperti pembagian deviden yang berlebihan, atau membiarkan ekuitas berada di bawah tingkat yang telah ditentukan. Semakin cenderung suatu perusahaan untuk melanggar perjanjian utang maka manajer akan cenderung memilih prosedur akuntansi yang dapat mentransfer laba periode mendatang ke periode berjalan karena hal tersebut dapat mengurangi resiko. Robbins *et al* (1986) menyatakan bahwa perjanjian pinjaman sering memberi restriksi atas aktivitas peminjam dalam bentuk *debt covenant* yang didasarkan pada akuntansi.

Kreditor menggunakan informasi akuntansi dalam perjanjian pinjamannya dan di dalam pengambilan keputusan untuk memberikan pinjaman sehingga mempengaruhi manajemen dalam memilih kebijakan akuntansi yang dibuat oleh manajemen (Missonier-Pierra, 2004). Selanjutnya Scott (2000) menyatakan bahwa manajer perusahaan untuk menghindari pelanggaran *debt covenant* berdasarkan akuntansi lebih menyukai memilih prosedur akuntansi yang memindahkan laba periode yang akan datang ke periode sekarang.

### **2.1.2 Penelitian Terdahulu**

Beberapa penelitian mengenai kebijakan *leverage* perusahaan telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya. Berikut ini adalah uraian mengenai penelitian – penelitian terdahulu.

Sunarsih (2004) meneliti simultanitas kebijakan utang dan kebijakan *debt maturity*, serta faktor – faktor yang mempengaruhinya. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan utang dan kebijakan maturitas mempunyai hubungan yang komplementer. Hal ini berarti ada hubungan simultanitas yang positif antara kebijakan utang dan kebijakan maturitas utang. Penelitian ini juga menganalisis variabel – variabel eksogen yang mempengaruhi kebijakan utang dan kebijakan maturitas utang. Variabel – variabel eksogen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kesempatan investasi, *firm size*, *efek signaling*, *non debt tax shield*, dan *asset maturity*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *firm size* dan *non tax debt shield* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang tetapi tidak menunjukkan pengaruh yang konsisten dengan hipotesis yang diajukan.

Sedangkan, variabel kesempatan investasi dan efek signaling menunjukkan pengaruh yang konsisten dengan hipotesis tetapi tidak signifikan. Selanjutnya hasil penelitian menunjukkan bahwa *firm size*, *efek signaling*, dan *assets maturity* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan maturitas utang. Sedangkan, kesempatan investasi menunjukkan pengaruh yang konsisten dengan hipotesis tetapi tidak signifikan.

Bukhori (2005) melakukan penelitian mengenai pengaruh kepemilikan saham institusi dan set kesempatan investasi terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan set kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Billett *et al* (2007) melakukan penelitian mengenai konflik keagenan antara *shareholders* dan *debtholders*. Billett meneliti hal tersebut dengan menguji hubungan antara *growth opportunity*, *debt maturity*, *leverage*, dan *debt covenant*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Selanjutnya Billett *et al* menemukan bahwa pengaruh negatif *growth opportunity* terhadap *leverage* dapat dikurangi melalui penggunaan *debt covenant* atau utang dengan *debt maturity* yang pendek.

Dang (2010) melakukan penelitian mengenai *leverage*, *debt maturity*, dan *firm investment*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi mencoba mengontrol *underinvestment problem* dengan mengurangi jumlah *leverage*. Dengan kata lain, *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Selanjutnya Dang menguji hipotesis yang menyatakan bahwa *debt maturity* yang pendek dapat mengurangi efek negatif

*growth opportunity* terhadap *leverage*. Hasil pengujian yang dilakukan oleh Dang menunjukkan bahwa hipotesis tersebut tidak terbukti. Dang juga meneliti hubungan antara *growth opportunity* dan *debt maturity*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara *growth opportunity* dan *debt maturity*.

Fatmasari (2010) meneliti pengaruh *growth opportunity* terhadap perubahan *leverage* dan *debt maturity*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan *debt maturity*. Selanjutnya, Fatmasari meneliti pengaruh *debt covenant* dalam memoderasi hubungan antara *growth opportunity* dan *leverage*, serta hubungan antara *growth opportunity* dan *debt maturity*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *debt covenant* terbukti secara signifikan dapat mengurangi efek negatif *growth opportunity* terhadap *leverage*. Namun, hasil penelitiannya tidak menunjukkan *debt covenant* dapat mengurangi efek negatif *growth opportunity* terhadap *debt maturity*.

**Tabel 2.1**  
**Penelitian – Penelitian Terdahulu**

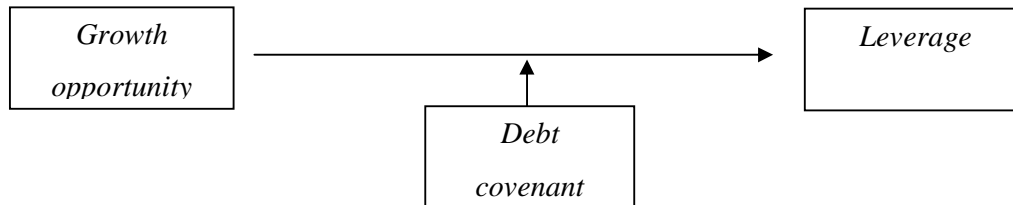
No.	Nama Peneliti	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Sunarsih (2004)	Variabel endogen: Kebijakan utang dan kebijakan maturitas utang Variabel eksogen: Kesempatan investasi, ukuran perusahaan, efek signaling, non <i>debt tax debt shield</i> , dan maturitas aset	Terdapat hubungan simultanitas antara kebijakan utang dan kebijakan maturitas utang. Kesempatan investasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan utang dan maturitas utang. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Efek signaling berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan utang. Efek signaling berpengaruh negatif

			<p>dan signifikan terhadap kebijakan maturitas utang.</p> <p><i>Non debt tax shield</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang.</p> <p>Maturitas aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap maturitas utang</p>
2.	Bukhori (2005)	<p>Variabel dependen: <i>Leverage</i></p> <p>Variabel independen : <i>Asymmetric information</i>, kesempatan investasi, profitabilitas, dan deviden</p>	<p>Kepemilikan institusional dan kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan utang</p>
3.	Billet <i>et al</i> (2007)	<p>Variabel dependen : <i>Leverage</i></p> <p>Variabel independen : <i>Growth opportunity</i></p> <p>Variabel moderating : <i>Debt covenant</i> <i>Debt maturity</i></p>	<p><i>Growth opportunity</i> berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i></p> <p><i>Debt covenant</i> dan <i>debt maturity</i> terbukti secara substitutive dapat mengurangi efek negatif <i>growth opportunity</i> terhadap <i>leverage</i></p>
4.	Dang (2010)	<p>Variabel dependen: <i>Leverage</i> dan maturitas utang</p> <p>Variabel independen: <i>Growth opportunity</i></p>	<p><i>Growth opportunity</i> berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i>.</p> <p>Tidak ada hubungan yang signifikan antara <i>growth opportunity</i> dan maturitas utang</p>
5.	Fatmasari (2010)	<p>Variabel dependen : <i>Leverage</i> dan maturitas utang</p> <p>Variabel independen: <i>Growth opportunity</i></p> <p>Variabel moderating: <i>Debt covenant</i></p>	<p><i>Growth opportunity</i> berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> dan maturitas utang</p> <p><i>Debt covenant</i> terbukti secara signifikan mengurangi efek negatif <i>growth opportunity</i> terhadap <i>leverage</i></p> <p><i>Debt covenant</i> tidak terbukti dapat mengurangi efek negatif <i>growth opportunity</i> terhadap maturitas utang</p>

Sumber : Penelitian – Penelitian Terdahulu

## 2.2 Kerangka Pemikiran

**Gambar 2.1**  
**Kerangka Pemikiran Penelitian**



## 2.3 Hipotesis

### 2.3.1 Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Leverage*

Perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, *assets in place* yang kecil, dan aktif melakukan investasi. Karena aktif melakukan investasi, perusahaan memiliki *free cash flow* yang rendah. Sehingga pada saat menghadapi proyek dengan NPV positif perusahaan mengalami *underinvestment problem*.

Agar dapat melaksanakan proyek dengan NPV positif perusahaan mengambil utang. Namun, keputusan ini mengakibatkan terjadinya konflik antara *shareholders* dan *bondholders*. Dari sisi *shareholders*, keuntungan harus dibagi sebagai deviden, sedangkan dari sisi *bondholders*, keuntungan harus digunakan untuk membayar utang. Dalam beberapa kasus *bondholders* memperoleh keuntungan yang cukup sedangkan *shareholders* tidak memperoleh keuntungan yang normal dari proyek dengan NPV positif. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan utang pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi

adalah mahal. Agar dapat meneruskan proyek dengan NPV positif, perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi menggunakan dana internal.

Perusahaan dengan kesempatan investasi yang rendah, yaitu perusahaan pada tahap mature dan memiliki tingkat pertumbuhan yang rendah berpotensi mengalami *overinvestment problem*. Penyebabnya adalah adanya kelebihan modal pada perusahaan tersebut. Kelebihan modal tersebut akan memicu konflik antara manajer dan *shareholders*. Manajer berpendapat bahwa kelebihan modal tersebut harusnya digunakan untuk berinvestasi pada proyek – proyek lain karena kelebihan modal tersebut kurang menguntungkan bila diinvestasikan kembali pada perusahaan. Sedangkan *shareholders* berpendapat bahwa manajer cenderung menginvestasikan kelebihan modal yang ada pada proyek – proyek yang kurang menguntungkan sehingga *shareholders* menginginkan kelebihan modal yang ada dibagikan sebagai deviden.

*Overinvestment problem* dapat diatasi dengan mengambil utang. Dengan utang tersebut, perusahaan dapat melaksanakan proyek – proyek baru sekaligus memberikan jaminan kepada *shareholders* bahwa manajer akan membagi kelebihan modal yang ada sebagai deviden. Selain itu, pengambilan utang akan menempatkan pengawasan perusahaan pada pihak eksternal sehingga mengurangi kecenderungan manajer untuk berinvestasi pada proyek – proyek yang tidak menguntungkan.

Perusahaan yang mengalami *overinvestment problem* memiliki *assets in place* yang besar. *Assets in place* tersebut dapat digunakan sebagai jaminan utang (*collateral*) sehingga perusahaan dapat memperoleh utang dalam jumlah besar.

Teori tersebut didukung pula oleh penelitian – penelitian terdahulu, antara lain Sunarsih (2004), Billet *et al* (2007), dan Fatmasari (2010). Hasil penelitian – penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *growth opportunity* dan *leverage*. Berdasarkan teori dan hasil penelitian sebelumnya hipotesis pertama adalah

H1 : *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*

### **2.3.2 Pengaruh *Debt Covenant* dalam Memoderasi Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Leverage***

#### ***Opportunity terhadap Leverage***

Perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, *assets in place* yang kecil, aktif berinvestasi, dan *free cash flow* yang rendah. Saat perusahaan tersebut memperoleh kesempatan investasi pada proyek dengan NPV positif, perusahaan mengalami *underinvestment problem*. *Underinvestment problem* terjadi karena proyek dengan NPV positif membutuhkan dana yang besar sementara perusahaan memiliki *free cash flow* yang rendah.

Agar dapat melaksanakan proyek tersebut, perusahaan mengambil utang. Namun tindakan tersebut justru menimbulkan konflik antara *shareholders* dan *bondholders*. *Shareholders* beranggapan keuntungan perusahaan harus dibagikan sebagai deviden sementara *bondholders* beranggapan keuntungan harus digunakan untuk membayar utang dan bunga utang. Untuk menghindari konflik antara *bondholders* dan *shareholders*, pada akhirnya perusahaan menggunakan dana internal. Sehingga jumlah *leverage* perusahaan kecil.

Perusahaan dengan kesempatan investasi yang rendah, yaitu pada perusahaan yang telah berada pada tahap mature, berpotensi mengalami *overinvestment problem*. *Overinvestment problem* terjadi karena perusahaan memiliki kelebihan modal. Modal tersebut tidak menguntungkan bila diinvestasikan kembali pada perusahaan sehingga perusahaan manajer menginvestasikan dana tersebut pada proyek – proyek lain. Pada keadaan demikian terjadi konflik antara *shareholders* dan manajer. Manajer menginginkan dana tersebut diinvestasikan pada proyek lain dengan harapan tingkat pertumbuhan perusahaan di atas ukuran optimal dan manajer mengharapkan kompensasi dari pencapaian tersebut. Sementara *shareholders* menentang hal tersebut karena manajer cenderung menginvestasikan kelebihan modal yang ada pada proyek – proyek dengan NPV negatif.

*Overinvestment problem* dapat diatasi dengan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan proyek – proyek yang ada. Dengan pengambilan utang manajer memberikan jaminan bahwa kelebihan modal akan digunakan untuk membayar deviden yang merupakan hak *shareholders*. Selain pengambilan utang akan menempatkan manajer pada pengawasan pihak ketiga sehingga kecenderungan manajer untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif dapat dikurangi. Namun menurut Brigham dan Houston (2006) penggunaan utang dalam jumlah yang terlalu besar maka dapat meningkatkan kemungkinan terhambatnya pertumbuhan perusahaan. Kondisi ini dapat mendorong pemegang saham berpikir dua kali untuk tetap menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Penggunaan utang masih dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan apabila

penggunaannya sampai pada titik tertentu dimana biaya yang dikeluarkan atas penggunaan utang tersebut masih lebih kecil daripada manfaat yang diperoleh melalui penggunaan utang tersebut

*Debt covenant* adalah kontrak yang ditujukan pada peminjam oleh kreditor untuk membatasi aktivitas yang mungkin merusak nilai pinjaman dan recovery pinjaman (Cochran, 2001). Sebagian besar kesepakatan utang berisi perjanjian (*covenant*) yang mengharuskan peminjam memenuhi syarat yang disepakati dalam perjanjian utang (Scott, 2000).

*Debt covenant* memberikan jaminan kepada *bondholders* bahwa perusahaan akan mendahulukan pembayaran utang kepada *bondholders*. Dengan adanya *debt covenant* para *bondholders* tidak ragu untuk menanamkan modal dalam jumlah besar pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Sehingga kebutuhan modal dalam jumlah besar pada perusahaan dengan kesempatan tinggi dapat terpenuhi.

Menurut Sunarsih (2004) kebijakan utang dan maturitas utang memiliki hubungan simultanitas. Oleh karena itu saat perusahaan memperoleh utang dalam jumlah besar maka *debt maturity* nya panjang. Sebaliknya saat perusahaan memperoleh utang dalam jumlah kecil maka *debt maturity* nya pendek.

Teori tersebut didukung penelitian – penelitian terdahulu antara lain penelitian yang dilakukan Billett *et al* (2007) dan Fatmasari (2010). Keduanya meneliti *debt covenant* sebagai variabel yang memoderasi hubungan negatif antara *growth opportunity* dan *leverage*. Hasil penelitian keduanya menunjukkan bahwa

*debt covenant* terbukti dapat mengurangi hubungan negatif antara *growth opportunity*.

Berdasarkan teori di atas dan penelitian – penelitian terdahulu, hipotesis ketiga pada penelitian ini adalah

H2: *Debt covenant* memperlemah pengaruh negatif *growth opportunity* terhadap *leverage*

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Variabel adalah apapun yang dapat membedakan atau membawa variasi pada nilai. Nilai bisa berbeda pada berbagai waktu untuk obyek atau orang yang sama, atau pada waktu yang sama untuk obyek atau orang yang berbeda (Sekaran, 2006). Berdasarkan kerangka pemikiran, berikut ini adalah variabel – variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

##### 3.1.1 Variabel Dependen

Variabel dependen adalah variabel yang menjadi fokus utama penelitian (Sekaran, 2006). Variabel independen pada penelitian ini adalah *leverage*.

Pengukuran *leverage* pada penelitian ini menggunakan pendekatan nilai pasar utang (*market leverage ratio*), yaitu perbandingan antara nilai buku total utang dengan nilai pasar perusahaan. Rasio ini digunakan dengan pertimbangan adanya kecenderungan penggunaan utang yang pada umumnya didasarkan pada besarnya aset yang dapat dijadikan jaminan. Berikut ini adalah rumus *market leverage ratio* :

$$\textit{leverage} = \frac{\textit{book value of total debt}}{\textit{market value of the firm}}$$

Di mana *market value of the firm* dihitung dengan rumus berikut :

$$\textit{Market value of the firm} = \textit{total debt} + \left[ \left( \frac{\textit{EAT}}{\textit{EPS}} \right) * \textit{closing price} \right]$$

Keterangan :

*Book value of total debt* = nilai buku total utang

*Market value of the firm* = nilai pasar perusahaan

*Total debt* = total utang

*EAT(earning after tax)* = pendapatan setelah pajak

*EPS(earning per share)* = pendapatan per saham

*Closing price* = harga penutupan saham

### 3.1.2 Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi variabel dependen entah secara positif atau negatif (Sekaran, 2006). Variabel independen dalam penelitian ini adalah *growth opportunity*. *Growth opportunity* pada penelitian ini dilihat dari kesempatan investasi suatu perusahaan.

Kesempatan investasi pada penelitian ini diukur dengan proksi berdasarkan harga, yaitu *market to book value of equity*. Menurut Barclay *et al* (1995) penggunaan *market to book value of equity* mampu mencerminkan potensi nilai perusahaan di masa depan. Gaver dan Gaver (1993) dan Hartono (1999) menyatakan bahwa penggunaan nilai pasar dalam membentuk rasio kesempatan investasi sudah tepat karena mampu menunjukkan potensi perusahaan untuk tumbuh (*growth opportunity*) di masa depan.

$$\text{market to book value of equity} = \frac{\left(\frac{EAT}{EPS}\right) \times \text{closing price}}{\text{common equity}}$$

Keterangan :

*Common equity* = ekuitas

*EAT(earning after tax)* = pendapatan setelah pajak

*EPS(earning per share)* = pendapatan per saham

*Closing price* = harga penutupan saham

### 3.1.3 Variabel Moderating

Variabel moderating adalah variabel yang mempunyai pengaruh ketergantungan yang kuat dengan hubungan variabel terikat dan variabel bebas (Sekaran, 2006). Kehadiran variabel moderating mengubah hubungan awal antara variabel bebas dan variabel terikat.

Variabel moderating dalam penelitian ini adalah *debt covenant*. *Debt covenant* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *debt covenant* yang digunakan dalam perjanjian utang obligasi. Pengukuran *debt covenant* dilakukan dengan menggunakan indeks *debt covenant*.

Indeks *debt covenant* dalam penelitian ini berbeda dari indeks *debt covenant* dalam penelitian Billett, *et al* (2007) dan indeks *debt covenant* dalam penelitian Fatmasari (2010). Billett *et al* (2007) menemukan adanya 15 tipe *debt covenant* dalam penelitian. Berikut ini adalah tabel yang menyajikan indeks *debt covenant* dalam penelitian Billett, *et al* (2007):

**Tabel 3.1**  
**Debt Covenant dalam Penelitian Billett, et al**

No	Tipe Covenant	Keterangan
1.	<i>Divident payment restriction</i>	Sebuah <i>issue</i> dikatakan sebagai <i>dividend restriction</i> jika ada <i>covenant</i> yang membatasi pembayaran <i>dividend issuer</i> atau <i>subsidiary issuer</i> .
2.	<i>Share repurchase restrictive</i>	<i>Issue</i> dikatakan sebagai <i>repurchase</i> jika ada <i>covenant</i> yang membatasi kebebasan untuk melakukan pembayaran terhadap <i>shareholders</i> dan lainnya.
3.	<i>Funded debt restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> untuk menerbitkan utang baru dengan maturitas 1 tahun atau lebih
4.	<i>Subord debt restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> untuk menerbitkan <i>subordinate debt</i>
5.	<i>Senior debt restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> untuk menerbitkan <i>senior debt</i>
6.	<i>Secured debt restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> untuk menerbitkan <i>secured debt</i>
7.	<i>Total leverage test</i>	Membatasi variasi dasar akuntansi <i>leverage</i> , termasuk persyaratan minimum <i>earning ratio</i>
8.	<i>Sale and lease back</i>	Membatasi <i>issuer</i> dan anak perusahaannya menjual, menjaminkan, dan melakukan <i>leasing</i> terhadap aset yang telah dijadikan sebagai jaminan pada <i>debtholder</i> tanpa persetujuan wali amanat
9.	<i>Stock issue restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> dalam penerbitan <i>common stock</i> atau <i>preferred stock</i>
10.	<i>Asset sale clause</i>	Mengharuskan penggunaan <i>net proceeds</i> dari penjualan sebagian asetnya untuk mendapatkan kembali <i>issue</i> pada nilai pari atau nilai pari premium
11.	<i>Investor policy restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> atau anak perusahaan melakukan beberapa investasi atau penyertaan saham kepada pihak lain
12.	<i>Merger restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> atau anak perusahaan untuk melakukan merger, konsolidasi, atau akuisisi dengan pihak lain
13.	<i>Cross Default Provision</i>	Peminjam dikatakan tidak mampu membayar ketika peminjam tidak mampu membayar kewajiban lain
14.	<i>Poison Put</i>	<i>Debtholder</i> dapat melunasi kewajibannya sebelum tanggal jatuh tempo pada harga tinggi yang telah ditentukan
15.	<i>Rating Triggers</i>	Sebuah ketentuan dalam suatu pinjaman perjanjian atau perjanjian obligasi yang memungkinkan salah satu pihak atau yang lain mengambil tindakan tertentu apabila rating obligasi menurun

Sumber : Billett et al (2007)

Sedangkan, Fatmasari (2010) pada awal penelitian menentukan 24 tipe *debt covenant* dalam indeks *debt covenant*. *Debt covenant* tersebut selanjutnya dianalisis dan akhirnya ditemukan 20 tipe *debt covenant*. 20 tipe *debt covenant* yang dimaksud terdiri atas *divident payment restriction*, *share repurchase restrictive*, *funded debt restrictive*, *senior debt restrictive*, *total leverage test*, *sale and lease back*, *invest policy restrictive*, *merger restrictive*, penjaminan, perubahan bidang usaha, permodalan, agunan, afiliasi, pinjaman, pembatasan memberi pinjaman atau kredit kepada perusahaan asosiasi, pembatasan melakukan kegiatan usaha selain yang disebutkan dalam anggaran dasar, pembatasan untuk mengajukan permohonan pailit, pembatasan untuk mengubah struktur pemegang saham, pembatasan mengadakan perjanjian manajemen dengan pihak lain yang mengakibatkan usaha perseroan dikendalikan oleh pihak lain, dan pembatasan untuk melakukan pengambil alihan saham atau aset pihak lain.

Sementara itu, dalam penelitian ini ada 16 *debt covenant* yang ditemukan .Berikut ini adalah indikator *debt covenant* yang digunakan dalam penelitian ini:

**Tabel 3.2**  
***Debt Covenant* dalam Penelitian**

No	Tipe <i>debt covenant</i>
1	<i>Dividen payment restriction</i>
2	<i>Funded debt restriction</i> /utang baru
3	<i>Total leverage</i>
4	<i>Sale and lease back</i>
5	Merger dan akuisisi
6	<i>Poison put</i>
7	Mengagunkan/menjaminkan asset
8	Memberikan jaminan pada pihak lain
9	Mengubah modal
10	Mengubah bidang/kegiatan usaha
11	Memberikan pinjaman pada lain
12	Penjualan atau pemindahan hak opsi, waran, atau hak untuk kendali anak
13	Mengajukan pailit
14	Mengubah anggaran dasar
15	Menjual saham anak perus
16	Melanggar aturan pemerintah

Sumber : Data sekunder

Pengukuran *covenant* dilakukan dengan memberi nilai 1 untuk setiap indikator *debt covenant* yang dimiliki oleh perusahaan. Nilai tersebut dijumlahkan dan dibagi 16 untuk membuat indeks *covenant* yang nilainya berkisar antara 0 hingga 1.

### **3.2 Jenis dan Sumber Data**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang telah dikumpulkan oleh para peneliti, data yang diterbitkan dalam jurnal statistik dan lainnya, dan informasi yang tersedia dari sumber publikasi atau non publikasi entah di dalam atau luar organisasi, semua yang dapat berguna bagi para peneliti.

Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan non keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan mempublikasikan *debt covenant* perjanjian utang bank jangka panjang selama tahun 2006 – 2010. Data tersebut diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)).

### **3.3 Populasi dan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan – pertimbangan tertentu. Kriteria yang digunakan untuk penentuan sampel adalah

1. Perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
2. Menerbitkan obligasi pada tahun 2006 – 2010
3. Menerbitkan laporan keuangan secara periodik pada tahun 2006 – 2010
4. Mencantumkan *debt covenant* pada catatan atas laporan keuangan

### **3.4 Metode Pengumpulan Data**

Metode yang digunakan dalam mengumpulkan data penelitian adalah studi pustaka. Studi pustaka dilakukan dengan pemahaman pada literatur – literatur yang terkait dengan penelitian, yang terdiri atas laporan keuangan perusahaan, perjanjian perwaliamanatan, jurnal, dan buku – buku yang terkait dengan penelitian.

### **3.5 Metode Analisis**

#### **3.5.1 Uji Asumsi Klasik**

Pengujian asumsi klasik ini bertujuan untuk mengetahui dan menguji kelayakan atas model regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Pengujian ini juga dimaksudkan untuk memastikan bahwa di dalam model regresi yang digunakan tidak terdapat multikolonieritas dan heteroskedastisitas serta untuk memastikan bahwa data yang dihasilkan berdistribusi normal (Ghozali, 2007).

##### **3.5.1.1 Uji Normalitas**

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual mempunyai distribusi normal atau mendekati normal (Ghozali, 2007: 110). Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal apada grafik atau melihat histogram dari residualnya (Ghozali, 2007: 28). Data tersebut normal atau tidak dapat diuraikan lebih lanjut sebagai berikut :

1. Jika data menyebar diatas garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
2. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Uji normalitas data dapat juga menggunakan uji *kolmogorov-smirnov* untuk mengetahui signifikansi data yang terdistribusi normal. Dengan pedoman pengambilan keputusan :

1. Nilai signifikansi atau nilai probabilitas  $< 0,05$ , distribusi adalah tidak normal.
2. Nilai signifikansi atau nilai probabilitas  $> 0,05$ , distribusi adalah normal (Ghozali, 2007: 30).

Maka untuk mendeteksi normalitas dengan *kolmogorov-smirnov* Test (K-S) dilakukan dengan membuat hipotesis :

Ho : data residual berdistribusi normal

Ha : data residual tidak berdistribusi normal

Apabila probabilitas nilai Z uji K-S signifikan secara statistik maka Ho ditolak, yang berarti data tersebut terdistribusi tidak normal. Sedangkan apabila probabilitas nilai Z uji K-S tidak signifikan secara statistik maka Ho diterima, yang berarti data tersebut terdistribusi normal.

### **3.5.1.2 Uji Heteroskedastisitas**

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dan residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas.

Cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas yaitu dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (dependen) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi 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) yang telah di – *studentized*. Dasar analisis :

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

### 3.5.2 Analisis Regresi

Data yang diperoleh akan diuji dengan menggunakan uji nilai selisih mutlak. Persamaan yang digunakan dalam penelitian ini:

1. Analisis regresi linear sederhana

$$leverage = \alpha_1 + \beta_1 GO$$

2. Analisis uji nilai selisih mutlak

$$leverage = \alpha_2 + \beta_2 GO + \beta_3 DC + \beta_4 |GO - DC|$$

Keterangan :

$\alpha$  = konstanta

$\beta_1 - \beta_8$  = koefisien regresi

GO = *growth opportunity*

DC = *debt covenant*

### **3.5.3 Uji Hipotesis**

Analisis regresi pada dasarnya adalah studi mengenai ketergantungan variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen, dengan tujuan untuk mengestimasi dan atau memprediksi rata-rata populasi atau nilai rata – rata variabel dependen berdasarkan nilai variabel yang diketahui (Gujarati, 2003 dalam Ghozali, 2007).

Menurut Ghozali (2007) ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *Goodness of fit*nya. Secara statistik, setidaknya ini dapat diukur dari nilai koefisien determinasi, nilai statistik F dan nilai statistik t. Perhitungan statistik disebut signifikan secara statistik apabila nilai uji statistiknya berada dalam daerah kritis (daerah dimana  $H_0$  ditolak). Sebaliknya disebut tidak signifikan bila nilai uji statistiknya berada dalam daerah dimana  $H_0$  diterima.

#### **3.5.3.1 Koefisien Determinasi**

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel independen, maka  $R^2$  pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Oleh karena itu, banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai *adjusted R square* pada saat mengevaluasi mana model regresi terbaik. Tidak seperti *R square*, nilai *adjusted R square* dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model.

### 3.5.3.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji F dilakukan untuk menguji apakah model regresi yang digunakan *fit*.

Dasar pengambilan keputusannya adalah :

- 1 Jika  $F\text{-hitung} < F\text{-tabel}$ , maka model regresi tidak *fit* (hipotesis ditolak).
- 2 Jika  $F\text{-hitung} > F\text{-tabel}$ , maka model regresi *fit* (hipotesis diterima).

Uji F dapat juga dilakukan dengan melihat nilai signifikansi F pada *output* hasil regresi menggunakan SPSS dengan *significance level* 0,05 ( $\alpha = 5\%$ ). Jika nilai signifikansi lebih besar dari  $\alpha$  maka hipotesis ditolak, yang berarti model regresi tidak *fit*. Jika nilai signifikan lebih kecil dari  $\alpha$  maka hipotesis diterima, yang berarti bahwa model regresi *fit*.

### 3.5.3.3 Uji Nilai Selisih Mutlak

Frucot dan Shearon (dalam Imam Ghazali, 2007) mengajukan model regresi yang agak berbeda untuk menguji pengaruh moderasi yaitu dengan model nilai selisih mutlak dari variabel independen dengan rumus persamaan regresi:

$$\alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 |x_1 - x_2|$$

Menurut Furcot dan Shearon interaksi demikian lebih dipilih karena eskpektasi sebelumnya berhubungan dengan kombinasi antara X1 dan X2 dan berpengaruh terhadap Y