

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI LEVERAGE PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK INDONESIA**



SKRIPSI

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

Disusun oleh :

ADITYA AULIA WARDHANI KAMA ESHVARA PUTRI
NIM. C2C604167

FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2011

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Aditya Aulia Wardhani Kama Eshvara Putri
Nomor Induk Mahasiswa : C2C604167
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI LEVERAGE PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Dosen Pembimbing : Darsono, SE, MBA, Akt

Semarang, 15 Desember 2011

Dosen Pembimbing,

(Darsono, SE, MBA, Akt)

NIP. 19620813 199001 1001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Aditya Aulia Wardhani Kama Eshvara Putri
Nomor Induk Mahasiswa : C2C604167
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI LEVERAGE PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 30 Desember 2011

Tim Penguji :

1. Darsono, SE, MBA, Akt (.....)

2. H. M. Didik Ardiyanto, SE, M.Si, Akt (.....)

3. Dr. H. Agus Purwanto, SE, M.Si. Akt (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Aditya Aulia Wardhani Kama Eshvara Putri, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Leverage Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia, 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, tiru, 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, 20 November 2011

Yang membuat pernyataan,

(Aditya Aulia Wardhani Kama Eshvara Putri)

NIM : C2C604167

PERSEMBAHAN

Langkah yang telah aku tempuh ini adalah
merupakan titik akhir dari tahap yang wajib aku lalui,
dan merupakan titik awal bagi aku untuk melangkah ke tahap berikutnya,
perjuangan hidup ini belum berakhir,
namun akan baru memulai sebuah perjuangan yang panjang,
hanya atas rahmat dan kehendak Allah SWT, semua ini dapat terwujud, dan
semoga keberhasilanku ini akan menjadi suatu awal yang baik bagiku.

Kupersembahkan sebuah karya yang sederhana ini,
untuk orang-orang yang sangat berarti dalam hidupku:
kedua orang tuaku, yang selalu berdoa demi keberhasilanku dan memotivasiku
dengan sabar serta memberiku kasih sayang yang tak terhingga,
adik-adikku tercinta, yang membuat segala perjuangan menjadi lebih berarti,
dan hidupku, karena sukses adalah hak setiap orang.

”Nam et ipsa Scientia Potesta Est”

(Knowledge is power-Francis Bacon)

ABSTRACT

Debt policy which known as leverage can use as control to management at once give decision making line that more structurize. The purpose of this study is to determine the factors that effect on leverage in manufacturing companies in Indonesia. This research used four key factors as variables which effect on leverage, that are tangibility of fixed assets, growth opportunities, firm's size, and profitability.

Research method used is multiple linear regression model. Type of data is secondary data from manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange 2007-2010. The samples are taken by purposive sampling as many 243 manufacturing companies.

The results of this study shows that tangibility of fixed assets and firm's size has no significant effect on leverage, growth opportunities has a positive significant effect on leverage, however profitability has a negative significant effect on leverage. This result indicate agency problems, which is moral hazard occur in debt policy on Indonesian manufacturing companies, because debt didn't support by good collateral and profit companies.

Keywords : debt policy, leverage, tangibility of fixed assets, growth opportunities, firm's size, and profitability.

ABSTRAKSI

Kebijakan hutang yang dikenal dengan *leverage* dapat digunakan untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen sekaligus memberikan jalur pengambilan keputusan yang lebih terstruktur. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi *leverage* dalam perusahaan manufaktur yang ada di Indonesia. Penelitian ini menggunakan empat faktor kunci sebagai variabel yang mempengaruhi *leverage*, yaitu aktiva tetap, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan dan tingkat keuntungan.

Model penelitian yang digunakan adalah model regresi linear berganda. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2010. Pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* sebanyak 243 perusahaan manufaktur.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa aktiva tetap dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*, kesempatan pertumbuhan berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*, sedangkan tingkat keuntungan berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini mengindikasikan terjadinya permasalahan keagenan, yaitu *moral hazard* dalam kebijakan hutang pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, karena hutang tidak didukung oleh jaminan yang memadai dan keuntungan perusahaan.

Kata kunci : kebijakan hutang, *leverage*, aktiva tetap, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan dan tingkat keuntungan.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Allah SWT atas segala limpahan berkah dan rahmat yang telah diberikan kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi ini yang berjudul “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Leverage Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia” dengan lancar. Penulisan skripsi ini bertujuan untuk memenuhi salah satu syarat untuk meraih gelar sarjana strata satu di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

Penulis menyadari bahwa terselesaikannya skripsi ini tidak terlepas dari bantuan, bimbingan serta dukungan dari banyak pihak. Oleh karena itu, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih kepada:

1. Kedua orang tuaku, H. J. Adhie Kama Eshvara dan Hj. Retno Anggraini, serta adik-adikku, Annisa Adelea Kama Eshvara Putri, Abdillah Ariq Kama Eshvara dan Abdillah Ammar Fa’iq Kama Eshvara, yang senantiasa memberikan doa, dukungan dan semangat kepada penulis sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.
2. Bapak Prof. Drs. H. Mohamad Nasir, M.Si., Akt., Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
3. Bapak Prof. Dr. H. M. Syafruddin, M.Si. Akt. selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
4. Bapak Darsono, SE, MBA, Akt. selaku dosen wali dan dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan, arahan, petunjuk dan dukungan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
5. Segenap Bapak dan Ibu dosen pengajar Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat.
6. Seluruh karyawan TU Program Reguler II Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro atas bantuan yang telah diberikan kepada penulis.
7. Teman-teman S1 Akuntansi Reguler II terutama Dyah Rahma Ardiningtyas, Yunita Anggraini, Firly Rasyiid Hidayatullah, Maria Yusti Pradita, Pradhanggi Kusumadewi, M. Fahmi Widiatmaji, Paramita Wahyu W., dan

Titoley Y. Tako untuk persahabatan, kebersamaan, kekompakan dan terutama keterampilan debat presentasinya selama di bangku kuliah. Semoga persahabatan kita tetap terjaga selamanya.

8. Keluarga besar H. Matalim dan Wahyono Pinandoyo serta Ibu Anik Gunawanti Iskandani dan Bapak Suhartomo atas doa, dukungan dan semangatnya.
9. Sahabat-sahabat terbaikku, Corry Putriana Siregar, Muhammad Arsyad, Riski Alamin, dan Wisnu Yuniarta untuk segala doa, pengertian, saran, hiburan, motivasi, semangat dan dukungan kepada penulis dalam suka dan duka untuk selalu optimis dalam mengejar impian dan obsesi masa depan.
10. Rekan-rekan kantor terutama Iis Dwinaeni, Florenstina, Dhiyah Ismawati, Indah Mochrifiyanti, Joko Widodo, Arninda Miseskasari, Novi Budi Adiliawan, dan rekan-rekan lainnya, yang selalu memberikan dukungan dan bantuan kepada penulis.
11. Semua pihak yang telah membantu, yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih terdapat banyak kekurangan karena keterbatasan pengetahuan serta pengalaman. Namun, penulis berharap agar skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan. Semoga skripsi ini dapat berguna sebagai tambahan informasi dan pengetahuan.

Semarang, 20 November 2011

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI.....	iv
PERSEMBAHAN.....	v
<i>ABSTRACT</i>	vi
ABSTRAK.....	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR GRAFIK.....	xiii
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	4
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	5
1.4 Sistematika Penulisan.....	6
BAB II TELAAH PUSTAKA.....	7
2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu.....	7
2.1.1 <i>Agency Theory</i>	7
2.1.2 <i>Agency Cost Models</i>	9
2.1.3 Teori Struktur Modal.....	11
2.1.4 <i>Leverage</i>	16
2.1.4.1 Aktiva Tetap.....	17
2.1.4.2 Kesempatan Pertumbuhan.....	17
2.1.4.3 Ukuran Perusahaan.....	17
2.1.4.4 Tingkat Keuntungan.....	18
2.1.5 Penelitian Terdahulu.....	18
2.2 Kerangka Pemikiran.....	21

	2.3	Hipotesis.....	22
BAB III		METODE PENELITIAN.....	26
	3.1	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	26
	3.2	Populasi dan Sampel.....	28
	3.3	Jenis dan Sumber Data.....	29
	3.4	Metode Pengumpulan Data.....	29
	3.5	Metode Analisis.....	30
	3.5.1	Analisis Regresi Berganda.....	30
	3.5.2	Uji Asumsi Klasik.....	30
	3.5.3	Uji Hipotesis.....	32
BAB IV		HASIL DAN ANALISIS.....	36
	4.1	Deskripsi Objek Penelitian.....	36
	4.2	Analisis Data.....	36
	4.2.1	Analisis Statistik Deskriptif.....	36
	4.2.2	Uji Asumsi Klasik.....	38
	4.2.3	Uji Regresi Berganda.....	42
	4.2.4	Uji Hipotesis.....	44
	4.3	Intepretasi Hasil.....	48
	4.3.1	Variabel Aktiva Tetap.....	48
	4.3.2	Variabel Kesempatan Pertumbuhan.....	49
	4.3.3	Variabel Ukuran Perusahaan.....	51
	4.3.4	Variabel Tingkat Keuntungan.....	52
BAB V		PENUTUP.....	54
	5.1	Kesimpulan.....	54
	5.2	Keterbatasan.....	55
	5.3	Saran.....	56
		DAFTAR PUSTAKA.....	57
		LAMPIRAN.....	59

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran.....	22

DAFTAR GRAFIK

	Halaman
Grafik 4.1 Normal P-Plot of Regression Standardized Residual	39
Grafik 4.2 Grafik Plot Uji Heteroskedastisitas	41

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 4.1	Daftar Jumlah Sampel Tiap Tahun36
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian Perusahaan Sampel. 37
Tabel 4.3	Hasil Uji Multikolinearitas40
Tabel 4.4	Hasil Uji Autokorelasi.....42
Tabel 4.5	Hasil Uji Regresi43
Tabel 4.6	Hasil Uji Signifikansi Paramater Individual (Uji Statistik t). 44
Tabel 4.7	Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F).....46
Tabel 4.8	Hasil Uji Determinasi (R^2).....47

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Data Perusahaan Sampel Penelitian.....	59
Lampiran B Hasil Analisis Regresi.....	68

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Dalam menghadapi dunia global yang penuh persaingan, sebuah perusahaan dituntut untuk bertahan dan bisa menyesuaikan dengan kondisi yang selalu berkembang. Salah satu cara untuk bisa bertahan adalah bahwa perusahaan harus pandai dalam pengelolaan fungsi manajemen keuangan karena pengelolaan keuangan berpengaruh dalam operasi dan pengembangan perusahaan. Perusahaan memerlukan dana untuk hal tersebut. Sementara itu sumber pendanaan perusahaan dapat diperoleh dari modal internal dan eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan, penggunaan laba, cadangan-cadangan dan penyusutan aktiva tetap, sedangkan modal eksternal bersumber dari hutang atau penerbitan saham baru.

Fungsi keuangan merupakan salah satu fungsi penting dalam kegiatan perusahaan. Dalam mengelola fungsi keuangan, unsur yang perlu diperhatikan adalah seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana yang akan digunakan untuk beroperasi dan mengembangkan usahanya untuk pemenuhan kebutuhan-kebutuhan dana ini, perusahaan dapat memperoleh dari dalam perusahaan (modal sendiri) atau dari luar perusahaan (modal asing) (Aristasari, 2006). Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa perusahaan mempunyai kecenderungan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan yaitu dengan *internal equity* dahulu. Apabila *internal equity* dianggap tidak mencukupi baru menggunakan *external finance*. Penggunaan *external finance* sendiri pertama-

tama menggunakan hutang, apabila hutang tidak mencukupi baru kemudian perusahaan menggunakan *external equity*.

Mengacu pada teori keagenan, kebijakan hutang yang dikenal dengan *leverage* dapat digunakan untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen sekaligus memberikan jalur pengambilan keputusan yang lebih terstruktur (Mahadwartha, 2003). Dalam teori ini dikenal dua macam biaya keagenan, yaitu *agency cost of equity* dan *agency cost of debt* (Jensen dan Meckling, 1976). Biaya biaya keagenan yang terjadi di sisi pemegang saham disebut *agency cost of debt*.

Sehubungan dengan *leverage*, dapat dikatakan bahwa semakin tinggi proporsi *leverage* maka risiko kebangkrutan akan meningkat sehingga *debtholders* memerlukan tambahan *return* untuk menutupi tambahan risiko yang terjadi. Dengan kata lain, *leverage* digunakan untuk membagi “biaya” biaya keagenan dari pemegang saham kepada *debtholders* sehingga *agency cost of equity* turun namun akan terjadi *agency cost of debt*. Jadi pengambilan keputusan *leverage* akan mempengaruhi biaya keagenan yang ditanggung pemegang saham dan *debtholders* sehingga biaya keagenan dikendalikan melalui mekanisme *leverage* (Mahadwartha, 2003).

Ditinjau dari teori struktur modal, fenomena keuangan yang telah diuraikan di atas mencerminkan bahwa kesulitan likuiditas yang diakibatkan oleh keputusan yang salah dalam melakukan *leverage* disebabkan hutang mempunyai biaya yang tetap. Walaupun perusahaan mengalami penurunan keuntungan atau bahkan menderita kerugian, perusahaan harus tetap membayar biaya bunga dan angsuran pinjaman sesuai dengan perjanjian kredit. Berbeda halnya dengan

saham, dividen dibagikan sesuai dengan kondisi prestasi dan keuangan perusahaan (Damodaran, 1997). Jika keuntungan perusahaan meningkat, maka dividen yang dibagikan dapat lebih tinggi, atau sebaliknya dalam keadaan yang memburuk, perusahaan dapat menurunkan atau bahkan tidak membagikan dividen. Bahkan dalam banyak hal perusahaan dapat menahan pembagian dividen untuk menjaga kemampuan likuiditas perusahaan.

Struktur modal merupakan perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa, sehingga kebijakan struktur modal mempunyai peran yang cukup penting bagi kelangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang. Indonesia sebagai negara yang sedang berkembang menunjukkan fenomena yang cukup menarik, yaitu adanya tingkat hutang yang tinggi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia (Husnan, 2001).

Berbagai penelitian yang bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan telah dilakukan antara lain, Bowen, *et. al* (1982), Bradley, *et. al* (1984), Long dan Malitz (1985), Titman dan Wessels (1988), Friend dan Hasbrouch (1988), Mackie-Mason (1990), Rajan dan Zingales (1995) yang mengukur perilaku keputusan pendanaan dengan menggunakan *leverage*, dan faktor-faktor dalam teori struktur modal seperti *assets tangibility, firm size, growth, profitability, earning volatility, flexibility* dan lain-lain. Namun, hasil penelitian tersebut belum bisa menentukan faktor-faktor yang secara tepat dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan karena hasilnya tidak konsisten. Penelitian ini mempunyai tujuan untuk menguji kembali

pengaruh faktor penentu keputusan struktur modal perusahaan yang direpresentasikan dengan aktiva tetap, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan dan tingkat keuntungan terhadap *leverage* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Fenomena keuangan, seperti tingginya tingkat hutang pada perusahaan-perusahaan di Indonesia merupakan suatu hal yang cukup menarik untuk dikaji. Di samping itu, kajian untuk negara berkembang masih jarang dilakukan karena umumnya penelitian-penelitian terdahulu dilakukan pada negara maju. Berbagai penelitian yang bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan telah dilakukan dengan menggunakan *leverage* untuk mengukur perilaku keputusan pendanaan, dan faktor-faktor dalam teori struktur modal seperti *assets tangibility*, *firm size*, *growth*, *profitability*, dan lain-lain. Namun, hasil penelitian tersebut belum bisa menentukan faktor-faktor yang secara tepat dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan karena hasilnya tidak konsisten.

Hasil penelitian yang masih beragam tersebut memotivasi penulis untuk melakukan penelitian tentang pengaruh faktor penentu keputusan struktur modal perusahaan yang direpresentasikan dengan aktiva tetap, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan dan tingkat keuntungan terhadap *leverage* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan sumbangan atas kekosongan penelitian (*research gap*) tentang struktur modal di

negara berkembang dan secara khusus di Indonesia. Berdasarkan uraian sebelumnya, maka permasalahan yang akan diteliti dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah faktor aktiva tetap mempunyai pengaruh terhadap *leverage* perusahaan?
2. Apakah faktor kesempatan pertumbuhan mempunyai pengaruh terhadap *leverage* perusahaan?
3. Apakah faktor ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap *leverage* perusahaan?
4. Apakah faktor tingkat keuntungan mempunyai pengaruh terhadap *leverage* perusahaan?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Tujuan dalam penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh faktor aktiva tetap, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan dan tingkat keuntungan terhadap *leverage* perusahaan sehingga dapat digunakan oleh manajemen dalam mengambil keputusan pendanaan.

1.3.2 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris tentang pengaruh faktor aktiva tetap, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan dan tingkat keuntungan terhadap kebijakan *leverage* perusahaan manufaktur yang

terdaftar di Bursa Efek Indonesia sehingga dapat digunakan oleh manajemen dalam mengambil keputusan pendanaan. Penelitian ini juga diharapkan dapat menambah referensi literatur di dalam kajian terhadap kebijakan *leverage* perusahaan di Indonesia, sehingga dapat digunakan sebagai bahan referensi pengembangan penelitian sejenis di masa datang.

1.4 Sistematika Penulisan

BAB I : PENDAHULUAN

Bab ini berisi tentang latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II : TELAAH PUSTAKA

Bab ini berisi tentang landasan teori, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran dan hipotesis penelitian.

BAB III : METODE PENELITIAN

Bab ini berisi tentang variabel penelitian dan definisi operasional, penentuan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, dan metode analisis.

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi tentang deskripsi obyek penelitian, analisis data dan pembahasan.

BAB V : PENUTUP

Bab ini berisi tentang kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan penelitian dan saran bagi penelitian selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu

2.1.1 *Agency Theory*

Hubungan keagenan (*agency relationship*) adalah hubungan yang timbul karena adanya kontrak yang diterapkan antara pemilik perusahaan atau pemegang saham yang menggunakan agen untuk melakukan jasa yang menjadi kepentingan pemilik dalam hal terjadi pemisahan kepemilikan dan kontrol perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Secara garis besar Jensen dan Meckling (1976) menggambarkan dua macam bentuk keagenan yaitu antara manajemen dan pemilik dan antara manajemen dan pemberi pinjaman (*bondholders*). Agar hubungan kontraktual ini dapat berjalan lancar, pemilik akan mendelegasikan otoritas pembuatan keputusan kepada agen dan hubungan ini juga perlu diatur dalam suatu kontrak yang biasanya menggunakan angka-angka akuntansi yang dinyatakan dalam laporan keuangan sebagai dasarnya.

Menurut Anthony dan Govindarajan (2003) hubungan *agency* terjadi ketika salah satu pihak (*principal*) memakai pihak lain (*agen*) untuk melakukan tugas untuk kepentingan *principal*, termasuk pendelegasian otoritas dan wewenang dalam pengambilan keputusan dari *principal* kepada *agen*. Dalam sebuah perusahaan, pemegang saham adalah sebagai *principal*, dan manajer sebagai *agen* mereka. Pemegang saham mempekerjakan manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan mereka (*principal*).

Asumsi yang digunakan dalam *agency theory* adalah bahwa masing-masing individu (principal dan agen) termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara principal dan agen. Agen termotivasi untuk memaksimalkan pemenuhan kebutuhan ekonomi dan psikologisnya, antara lain dalam hal memperoleh investasi, pinjaman, maupun kontrak kompensasi, sedangkan pihak principal termotivasi mengadakan kontrak untuk menyejahterakan dirinya dengan profitabilitas yang maksimal atau peningkatan nilai investasi mereka dalam perusahaan.

Adanya perbedaan preferensi dan tujuan antara principal dengan agen menyebabkan adanya konflik kepentingan antara mereka. Konflik kepentingan semakin meningkat terutama karena principal tidak dapat mengawasi aktivitas agen sehari-hari untuk memastikan bahwa agen bekerja sesuai dengan keinginan principal. Principal tidak memiliki informasi yang cukup tentang kinerja agen. Agen mempunyai lebih banyak informasi mengenai kapasitas diri, lingkungan kerja, dan perusahaan secara keseluruhan karena dia yang melakukan aktivitas transaksi perusahaan. Hal inilah yang mengakibatkan adanya ketidakseimbangan informasi yang dimiliki oleh principal dan agen. Ketidakseimbangan informasi inilah yang disebut dengan asimetri informasi. Adanya asumsi bahwa individu-individu bertindak untuk memaksimalkan dirinya sendiri, mengakibatkan agen memanfaatkan adanya asimetri informasi yang dimilikinya untuk menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui principal. Asimetri informasi dan konflik kepentingan yang terjadi antara principal dan agen mendorong agen untuk menyajikan informasi yang tidak sebenarnya kepada

principal, terutama jika informasi tersebut berkaitan dengan pengukuran kinerja agen.

Dalam suatu perusahaan, masalah keagenan mungkin terjadi antara pemegang saham dengan manajer atau antara pemegang saham (*stockholder*) dengan kreditur (*debtholder*). Konflik antara pemegang saham dengan manajer dapat diatasi dengan pengaturan penggunaan hutang, menawarkan manajer untuk membeli saham perusahaan langsung, dan menciptakan perusahaan sendiri (*the company private*). Sedangkan untuk mengatasi konflik antara pemegang saham dengan kreditur, kreditur akan meminjamkan sejumlah dana kepada perusahaan berdasarkan beberapa pertimbangan seperti besarnya aktiva yang telah dimiliki perusahaan, harapan peningkatan aktiva di masa mendatang, struktur modal perusahaan yang ditunjukkan dengan jumlah hutang yang telah digunakan, dan harapan perubahan struktur modal di masa mendatang (Megginson, 1997). Faktor-faktor tersebut mencerminkan risiko dari hutang perusahaan, dan kreditur menetapkan tingkat bunga berdasarkan faktor-faktor tersebut.

2.1.2 Agency Cost Models

Agency costs models (model biaya keagenan) mengandung dua pokok pemikiran. Pertama, penggunaan hutang merupakan suatu mekanisme yang penting untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dengan manajer, karena dengan adanya hutang maka akan mengurangi kas 'bebas' yang tersedia bagi manajer dan hal tersebut menjelaskan mengapa dalam suatu industri dewasa, perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang kecil dan memiliki arus kas

yang melimpah cenderung memiliki *leverage* yang tinggi. Selain itu, penggunaan hutang merupakan suatu mekanisme untuk memaksakan likuidasi jika arus kas perusahaan sangat sedikit, meskipun manajer ingin selalu melanjutkan operasi perusahaan, namun pemegang saham tetap melikuidasi operasinya (Chen *et. al.*,1998).

Pokok pemikiran yang kedua adalah saat hutang masuk sebagai sumber dana atau modal, maka akan terjadi konflik antara pemegang saham dengan kreditur. Dalam perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi, tuntutan keuntungan bagi pemegang saham mendorong manajer untuk melakukan proyek-poyek yang berisiko, sehingga menimbulkan '*asset substitution problem*', karena dengan dana yang terbatas perusahaan akan menderita kemerosotan seminimal mungkin jika proyek gagal, sementara itu perusahaan akan mendapatkan semua keuntungan jika proyeknya berhasil. Di lain pihak, kreditur tidak akan pernah menerima pengembalian lebih dari apa yang tertera dalam surat perjanjian. Pemikiran ini berkaitan dengan umur perusahaan, karena perusahaan yang telah berdiri cukup lama memiliki reputasi yang baik dalam hal pembayaran hutang dengan biaya peminjaman yang relatif rendah, jadi dapat dikatakan perusahaan tersebut lebih memilih proyek yang aman daripada proyek yang berisiko. Sebaliknya, perusahaan muda dengan sedikit reputasi mungkin akan memilih proyek yang berisiko (Chen *et. al.*, 1998).

2.1.3 Teori Struktur Modal

Struktur modal merupakan kombinasi antara hutang dan ekuitas. Salah satu isu paling penting yang dihadapi oleh para manajer keuangan adalah hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Pada dasarnya nilai perusahaan ditentukan oleh nilai sekarang arus kas yang dihasilkan dari aktiva yang dimiliki dan investor akan melakukan penilaian secara rasional atas arus kas tersebut, walaupun dapat dibedakan arus dana yang berasal dari hutang dan ekuitas perusahaan (Domodaran, 1997).

Saat membuat keputusan keuangan, perusahaan harus menganalisis beberapa faktor untuk dapat menghasilkan suatu target struktur modal, dimana target tersebut akan berubah sepanjang waktu sesuai dengan kondisi. Ada lima faktor utama yang mempengaruhi keputusan struktur modal, yaitu: risiko bisnis, pajak perusahaan, fleksibilitas keuangan perusahaan, sikap manajemen perusahaan, dan kesempatan pertumbuhan.

Beberapa teori struktur modal telah dikembangkan khususnya untuk menganalisis pengaruh penggunaan hutang terhadap nilai perusahaan dan biaya modal. Menurut Modigliani dan Miller (1958) dalam Rajan dan Zingales (1995), nilai perusahaan tidak tergantung atau tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Dalam perkembangannya, Modigliani dan Miller memasukkan pengaruh pajak perusahaan, pajak pendapatan perseorangan, dan *agency cost* atau konflik antar pihak dalam perusahaan. Teori ini berdasarkan pada beberapa asumsi, jika asumsi-asumsi tersebut tidak dipenuhi, maka struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan. Sejalan dengan pemikiran Modigliani dan Miller, ada dua aliran

dalam struktur modal, pertama target *leverage ratio* yang didefinisikan sebagai bauran antara tingkat hutang dan ekuitas. Kemudian Myers (1984) menyempurnakan teori ini dan disebut *the pecking order hypothesis*. Aliran kedua ini mengemukakan bahwa pemilihan struktur modal akan mengikuti tingkatan, disebut *the fund cost hierarchy*, dimana tingkatan pertama adalah menggunakan pendanaan dari dalam perusahaan (*retained earnings*), kemudian hutang, dan yang terakhir menerbitkan saham di pasar modal (Shuetrim, *et. al.*, 1993).

2.1.3.1 Trade-off theory

Trade-off theory beranggapan bahwa perusahaan mempunyai rasio yang optimal antara hutang dan ekuitas, yang ditentukan oleh manfaat dan biaya hutang (Megginson, 1997). Biaya dan manfaat yang berhubungan dengan hutang adalah:

1. Pajak (*taxation*). Modigliani dan Miller (1963) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* akan memiliki nilai lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan tanpa *leverage*, kenaikan nilai perusahaan terjadi karena pembayaran bunga atas hutang merupakan pengurang pajak sehingga laba yang mengalir kepada investor menjadi semakin besar. Miller (1977) mengembangkan pendapat ini bahwa perusahaan dapat memperoleh manfaat dari tingkat hutang yang dilakukan dalam hal pengurangan pajak yang dibayar. Sebagai implikasinya, peningkatan pajak akan meningkatkan penggunaan hutang perusahaan (Shuetrim, *et. al.*, 1993).
2. Biaya kebangkrutan dan kesulitan keuangan (*bankruptcy and financial distress costs*). Dalam realitas, kebangkrutan menyebabkan biaya langsung

dan tidak langsung. Biaya langsung meliputi pengeluaran untuk jasa hukum, biaya yang terkait dengan masalah kepercayaan dan pembayaran ke pihak-pihak lain, misalnya pemegang saham dan pihak yang memberi pinjaman. Sedangkan biaya kebangkrutan tidak langsung meliputi terputusnya operasional, kehilangan pemasok dan pangsa pasar, dan terputusnya hubungan dengan kreditur. Beberapa kajian terdahulu mendapatkan bahwa biaya kebangkrutan ini membawa beberapa implikasi dalam melakukan pilihan atas struktur modal:

- a. tingkat hutang yang optimal mungkin berhubungan terbalik-negatif dengan risiko keuangan atau ketidakpastian aliran dana (Bradley, *et. al.*, 1984). Banerjee, *et. al.* (1999) mendapatkan hubungan yang negatif antara hutang perusahaan dan risiko usaha. Sebaliknya, Chen, *et. al.* (1998) mendapatkan hubungan yang positif. Namun, Titman dan Wessels (1988) dan Homafair, *et. al.* (1994) berpendapat bahwa tidak ada hubungan yang signifikan di antara bauran tersebut.
- b. tingkat hutang yang optimal mungkin berhubungan positif dengan ukuran perusahaan (Shuetrim, *et. al.*, 1993). Jika biaya kebangkrutan dikaitkan dengan risiko perusahaan dalam hubungannya dengan ukuran perusahaan, Homafair, *et. al.* (1994) menemukan hubungan yang positif, tetapi Banerjee, *et. al.* (1999) menemukan hubungan yang negatif.
- c. tingkat hutang mungkin berhubungan positif dengan tingkat jaminan yang dapat diberikan oleh perusahaan (Bradley, *et. al.*, 1984; Titman dan

Wessels, 1988; Shuetrim, *et. al.*, 1993; Rajan dan Zingales, 1995; Banerjee, *et. al.*, 1999).

3. Biaya keagenan (*agency costs*). Hal ini merujuk pada struktur kepemilikan dan tingkat hutang, dimana dapat terjadi konflik antara pemegang saham dan pemberi pinjaman, serta antara pemegang saham dan manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Titman dan Wessels (1988) mengemukakan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan berhubungan dengan *agency cost of debt*. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang signifikan diharapkan lebih memilih menggunakan modalnya sendiri daripada hutang sebagai sumber dananya. Homafair, *et. al.* (1994), Chen, *et. al.* (1998), serta Rajan dan Zingales (1995), menemukan hubungan yang negatif antara pertumbuhan perusahaan dengan *leverage*.

2.1.3.2 Pecking-order theory

Dasar teori ini adalah informasi asimetri yang mengindikasikan bahwa manajer mengetahui lebih banyak mengenai kondisi perusahaan, seperti prospek, risiko, dan nilai perusahaan dibandingkan dengan investor. *Pecking-order theory* berasumsi bahwa perusahaan tidak memiliki target atas rasio hutang. Investasi perusahaan mengutamakan penggunaan dana internal yang berupa laba ditahan (*retained earning*), baru kemudian dana eksternal. Jika perusahaan menggunakan dana eksternal, maka akan memilih menggunakan hutang, surat-surat berharga, dan sebagai usaha terakhir akan menerbitkan saham di pasar modal (Myers dan Majluf, 1984).

Variasi dari ketidaksempurnaan pasar juga akan menyebabkan perbedaan biaya yang berhubungan dengan berbagai macam dana yang digunakan (Shuetrim, *et. al.*, 1993). Beberapa isu yang terkait adalah:

1. Biaya yang berkaitan dengan penambahan modal melalui pasar, mungkin perusahaan akan memilih memakai dana internal dahulu dan kemudian dana eksternal.
2. Beberapa perusahaan mungkin tetap mempertahankan masalah informasi asimetri karena jika berhutang dari bank, perusahaan tersebut wajib memberikan laporan keuangan kepada pihak bank, dan bagi beberapa perusahaan hal tersebut merupakan rahasia perusahaan sehingga menjadi bahan pertimbangan untuk menambah dana melalui dana eksternal.
3. Menambah dana dengan menerbitkan saham di pasar modal mungkin akan mendapatkan kendala dari pemegang saham lainnya.

Implikasi dari *pecking-order theory* adalah adanya hubungan negatif antara arus kas dengan *leverage*, karena pada saat arus kas meningkat perusahaan memilih untuk menggunakan dana internal (Myers dan Majluf, 1984). Kesempatan pertumbuhan akan mencerminkan ketersediaan dana internal. Jika perusahaan sukses dan menghasilkan laba, sudah tentu tersedia dana internal untuk investasi. *Pecking-order theory* mengindikasikan adanya hubungan negatif antara kesempatan pertumbuhan dengan *leverage* (Myers dan Majluf, 1984).

2.1.4 *Leverage*

Istilah *leverage* biasanya digunakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai biaya tetap (*fixed cost assets or funds*) untuk memperbesar tingkat penghasilan (*return*) bagi pemilik perusahaan atau kemampuan perusahaan untuk membayar semua hutangnya atau kewajibannya baik jangka pendek maupun jangka panjang. Tingkat *leverage* bisa berbeda-beda antara perusahaan yang satu dengan perusahaan lainnya atau dari satu periode ke periode lainnya di dalam suatu perusahaan. Semakin tinggi tingkat *leverage* akan semakin tinggi risiko yang dihadapi serta semakin besar tingkat *return* yang diharapkan (Aristasari, 2006).

Di dalam manajemen keuangan perusahaan pada umumnya dikenal tiga macam *leverage*, yaitu: *leverage operasi (operating leverage)*, *leverage keuangan (financial leverage)* dan *total leverage*. *Leverage operasi* dan *leverage keuangan*, keduanya meningkatkan pengembalian yang diharapkan serta risiko yang ditanggung pemegang saham. Penggunaan kedua *leverage* ini mempunyai tujuan agar keuntungan yang diperoleh lebih besar daripada biaya aktiva dan sumber dananya. Dengan demikian penggunaan *leverage* akan meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham. Sebaliknya, *leverage* juga dapat meningkatkan risiko keuntungan karena jika ternyata perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya maka penggunaan *leverage* akan menurunkan keuntungan pemegang saham (Aristasari, 2006).

2.1.4.1 Aktiva Tetap (*Tangibility Of Fixed Assets*)

Aktiva tetap berhubungan dengan jumlah kekayaan yang dapat dijadikan jaminan (*collateral*), hal ini dipandang sebagai cara untuk mengurangi risiko kreditur. Jadi, semakin besar proporsi aktiva tetap perusahaan, maka kreditur akan lebih mudah memberi pinjaman sehingga tingkat hutang perusahaan menjadi besar. Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang (Rajan dan Zingales, 1995).

2.1.4.2 Kesempatan Pertumbuhan (*Growth Opportunities*)

Perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang tinggi akan cenderung membutuhkan dana dalam jumlah yang cukup besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut pada masa yang akan datang. Oleh karena itu, perusahaan akan mempertahankan *earning*-nya untuk diinvestasikan kembali pada perusahaan dan pada waktu bersamaan perusahaan diharapkan akan tetap mengandalkan pendanaan melalui hutang yang lebih besar (Baskin, 1999 dalam Aristasari, 2006). Kebijakan *leverage* perusahaan akan menurun jika investasi kurang dari *retained earning* sehingga perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang (Fama dan Frech, 2000 dalam Aristasari, 2006).

2.1.4.3 Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan merupakan indikator kemampuan perusahaan dalam mengambil peluang bisnis yang ada. Semakin besar kesempatan perusahaan untuk menjalankan peluang bisnis, maka semakin besar pula risiko yang dihadapi

perusahaan. Ukuran perusahaan memiliki hubungan yang erat dengan *leverage* dalam kaitannya dengan risiko perusahaan dan biaya kebangkrutan. Biaya langsung kebangkrutan mempengaruhi *leverage* perusahaan, dimana perusahaan besar dapat memiliki *leverage* yang tinggi, sebaliknya biaya kebangkrutan akan mendapatkan proporsi yang kecil dalam struktur modalnya (Titman dan Wessels, 1988). Rajan dan Zingales (1995) berpendapat bahwa perusahaan besar lebih memungkinkan untuk melakukan diversifikasi sehingga risiko kebangkrutan lebih kecil.

2.1.4.4 Tingkat Keuntungan (*Profitability*)

Dalam meminjamkan dana kepada perusahaan, kreditur akan selalu mempertimbangkan risiko yang mungkin dihadapi, terutama risiko jika perusahaan mengalami kesulitan keuangan bahkan kebangkrutan. Semakin tinggi risiko kebangkrutan maka hutang yang digunakan perusahaan akan semakin kecil. Risiko kebangkrutan ini akan tampak dari keuntungan perusahaan, sehingga semakin tinggi atau stabil keuntungan perusahaan, semakin tinggi hutang perusahaan. Akan tetapi, akibat dari asimetri informasi, perusahaan akan memilih menggunakan dana internal daripada dana eksternal (Rajan dan Zingales, 1995).

2.1.5 Penelitian Terdahulu

Rajan dan Zingales (1995) melakukan penelitian terhadap struktur modal pada negara G7. Penelitian dilakukan menggunakan empat faktor kunci yang mempengaruhi *leverage*, yaitu aktiva tetap (*tangibility of fixed assets*), nilai pasar (*market-to-book*), ukuran perusahaan (*firm size*) dan tingkat keuntungan

(*profitability*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa aktiva tetap dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*, sedangkan nilai pasar dan tingkat keuntungan berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Keempat faktor kunci tersebut juga digunakan oleh Lee, Lee dan Lee (1999) dalam meneliti struktur modal di Korea, serta Bevan dan Danbolt (2000) yang meneliti struktur modal di Inggris.

Titman dan Wessels (1988) dalam penelitiannya memperkenalkan faktor analitik untuk mengestimasi dampak atribut yang tidak terlihat pada pilihan rasio hutang perusahaan. Temuannya terdapat variabel unik, yaitu lini perusahaan berhubungan negatif dengan rasio hutang. Hasil ini juga mengidentifikasi suatu model yang komprehensif tentang struktur modal dengan memasukkan suatu proksi yaitu tingkat pajak perusahaan yang diabaikan pada penelitian sebelumnya. Faktor-faktor yang mempengaruhi *leverage* rasio perusahaan adalah *corporate tax ratio*, *non debt tax ratio*, *future growth opportunities*, *capital market condition*, *inflation rate* dan *earning volatility*. Hasil penelitian menunjukkan hampir semua variabel mempengaruhi secara signifikan terhadap *leverage* rasio kecuali variabel *non debt tax* dan *inflation rate*.

Bayless dan Diltz (1994) dalam Aristasari (2006) melakukan penelitian tentang teori struktur modal dan penawaran sekuritas dengan tujuan untuk mengidentifikasi secara empiris kekuatan *balance theory* dan *pecking order theory* dalam keputusan *leverage*. Pendekatan yang digunakan dalam metode logit. Beberapa keputusan yang mempengaruhi keputusan *leverage* ditinjau dari *pecking order theory* adalah jumlah penawaran sekuritas, harga saham dan ROA.

Sedangkan pada *balance theory* faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan *leverage* adalah risiko bisnis, utang pajak, target *leverage ratio*, *corporate default premium* dan faktor-faktor lain yang dipertimbangkan seperti biaya transaksi (biaya yang dikenakan ketika terjadi transaksi jual beli), tingkat bunga dan aktiva tak berwujud. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan berupaya untuk meminimumkan biaya transaksi dan penerbitan sekuritas disesuaikan dengan kondisi yang menguntungkan. Bukti penelitian berkaitan dengan *balance theory* menunjukkan tidak semua faktor mempengaruhi keputusan *leverage* secara signifikan.

Aristasari (2006) melakukan analisis terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan *leverage* pada perusahaan *food and beverage* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Faktor-faktor yang mempengaruhi *leverage* perusahaan adalah *asset tangibility*, *profitability*, *size*, *bussiness risk* dan *growth opportunities*. Hasil menunjukkan semua faktor secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Akan tetapi, secara parsial menunjukkan faktor *asset tangibility* dan *growth opportunities* tidak berpengaruh terhadap *leverage* secara negatif, faktor *profitability* tidak berpengaruh terhadap *leverage* secara positif, sedangkan faktor *size* dan *bussiness risk* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Christianti (2006) melakukan penelitian terhadap penentuan perilaku kebijakan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta berdasarkan hipotesis *static trade off theory* (STO) dan *pecking order theory* (POT). Penelitian ini menggunakan faktor *assets tangibility*, *growth*, *profitability*, dan *earning volatility*. Hasil menunjukkan bahwa faktor *assets tangibility*, *growth*,

dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan dan mendukung hipotesis POT. Namun, untuk faktor *earning volatility* memiliki pengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan, menunjukkan hasil ini tidak mendukung baik hipotesis STO maupun POT.

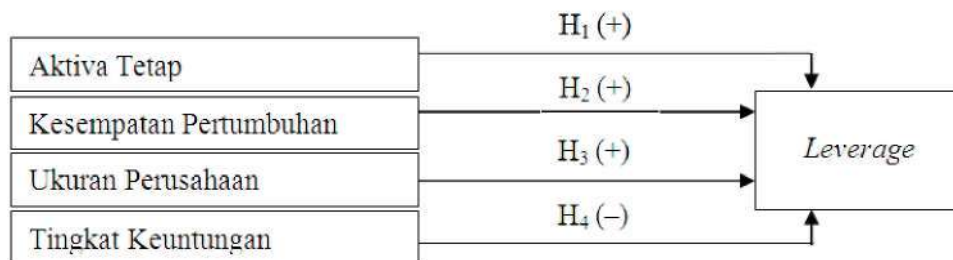
2.2 Kerangka Pemikiran

Leverage atau *debt ratio* merupakan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva. Semakin tinggi rasio ini maka semakin besar risiko yang dihadapi, sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi. Kreditur akan meminjamkan sejumlah dana kepada perusahaan berdasarkan beberapa pertimbangan yang mencerminkan risiko dari hutang perusahaan, dan kreditur menetapkan tingkat bunga berdasarkan faktor-faktor tersebut.

Berbagai penelitian yang bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan telah dilakukan dengan menggunakan *leverage* untuk mengukur perilaku keputusan pendanaan, dan faktor-faktor dalam teori struktur modal seperti *assets tangibility*, *firm size*, *growth*, *profitability*, *earning volatility*, *flexibility* dan lain-lain. Namun, hasil penelitian tersebut belum bisa menentukan faktor-faktor yang secara tepat dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan karena hasilnya tidak konsisten.

Berdasarkan penjelasan dalam landasan teori dan penelitian terdahulu yang menguji faktor-faktor yang mempengaruhi *leverage*, maka dibuat model penelitian seperti gambar berikut:

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran



2.3 Hipotesis

2.3.1 Aktiva Tetap (*Tangibility Of Fixed Assets*)

Menurut teori keagenan, aktiva tetap mempunyai pengaruh yang positif dengan *leverage*, karena aktiva tetap dapat digunakan sebagai jaminan sehingga dapat meminimalkan konflik antara pemegang saham dan kreditur (Megginson, 1997). Dengan demikian, perusahaan yang memiliki lebih banyak aktiva berwujud (*tangible assets*) lebih mampu untuk mengatasi kesulitan keuangan daripada perusahaan yang memiliki lebih banyak aktiva tidak berwujud (*intangible assets*). Pengertian ini disebabkan karena aktiva berwujud dapat dicairkan pada saat perusahaan mengalami kepailitan dengan menjual aktiva tetap tersebut.

Pada penelitian Rajan dan Zingales (1995), aktiva tetap diukur sebagai rasio antara total aktiva tetap dengan total aset dan berpendapat bahwa aktiva tetap perusahaan dapat dipergunakan sebagai jaminan yang akan mengurangi risiko bagi pihak yang memberikan pinjaman, seperti halnya jika terjadi pergeseran risiko (*risk shifting*). Menurut Jensen dan Meckling (1976), konflik kepentingan antara kreditur (*debtholders*) dan pemegang saham (*shareholders*) disebabkan karena pemberi pinjaman menghadapi risiko. Akibatnya mereka

meminta adanya jaminan (Bevan dan Danbolt, 2000). Titman dan Wessels (1988) serta Rajan dan Zingales (1995) mengemukakan adanya pengaruh yang positif antara aktiva tetap dan tingkat hutang. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₁ : Aktiva tetap berpengaruh positif terhadap *leverage*.

2.3.2 Kesempatan Pertumbuhan (*Growth Opportunities*)

Menurut *pecking-order theory*, kesempatan pertumbuhan perusahaan mencerminkan kemampuan untuk memperoleh dana sendiri. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, maka dana yang diperoleh dari keuntungan akan semakin besar pula. Berdasarkan hierarki dana, perusahaan akan menggunakan laba ditahan (*retained earning*) terlebih dahulu dan jika tidak mencukupi akan memakai dana eksternal, misalnya hutang bank. Jadi, kesempatan pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap *leverage* (Myers, 1984).

Teori keagenan mengatakan bahwa untuk mengatasi masalah keagenan antara pemegang saham dengan kreditur, salah satu faktor yang menjadi pertimbangan kreditur dalam meminjamkan dana pada perusahaan adalah peningkatan aset di masa mendatang atau yang lebih dikenal sebagai pertumbuhan perusahaan (Megginson, 1997). Lebih lanjut, dikatakan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi dimungkinkan semakin mudah untuk memperoleh hutang. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₂ : Kesempatan pertumbuhan berpengaruh positif terhadap *leverage*.

2.3.3 Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Masalah keagenan antara pemegang saham dan pemberi pinjaman lebih banyak terjadi pada perusahaan kecil, dan mereka umumnya mempunyai kesulitan memperoleh dana dari pihak eksternal karena mereka mempunyai masalah informasi asimetri, dimana adanya keterbatasan dalam masalah akuntansi maupun manajemen. Sedangkan perusahaan besar lebih mudah memperoleh dana, karena perusahaan besar dapat lebih mudah menyediakan data dan informasi untuk pihak eksternal, misalnya ke pasar modal.

Rajan dan Zingales (1995) berpendapat bahwa perusahaan besar lebih memungkinkan untuk melakukan diversifikasi sehingga risiko kebangkrutan lebih kecil. Dalam hal ini mereka berpendapat terdapat pengaruh yang positif antara ukuran perusahaan dengan *leverage*. Bevan dan Danbolt (2000) menemukan pengaruh positif antara ukuran perusahaan dengan hutang jangka panjang, tapi juga menemukan pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan hutang jangka pendek. Mereka berpendapat bahwa perusahaan kecil kemungkinan lebih sulit untuk memperoleh hutang jangka panjang, sehingga menggunakan hutang jangka pendek. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₃ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*.

2.3.4 Tingkat Keuntungan (*Profitability*)

Menurut teori keagenan, tingkat keuntungan mempunyai pengaruh yang positif dengan *leverage* karena semakin tinggi keuntungan perusahaan, biaya

keagenan semakin kecil sehingga perusahaan dapat memperoleh hutang yang lebih tinggi. Sedangkan, menurut *pecking-order theory* keuntungan perusahaan mempunyai pengaruh negatif dengan tingkat hutang.

Myers (1984) memprediksikan bahwa akibat dari informasi asimetri, perusahaan akan memilih menggunakan dana internal daripada dana eksternal, sehingga terdapat pengaruh yang negatif antara *leverage* dengan tingkat keuntungan. Demikian pula dengan Titman dan Wessels (1988) serta Rajan dan Zingales (1995), mereka menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dengan tingkat keuntungan. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₄ : Tingkat keuntungan berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

3.1.1 Variabel Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan menganalisis pengaruh faktor aktiva tetap, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan dan tingkat keuntungan sebagai variabel independen terhadap *leverage* perusahaan manufaktur sebagai variabel dependen.

3.1.2 Definisi Operasional

Definisi operasional variabel-variabel yang berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan manufaktur adalah sebagai berikut:

a. Variabel Independen (Variabel Bebas)

Variabel independen adalah variabel yang nilainya dipergunakan untuk meramalkan variabel dependen (Ghozali, 2005). Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari lima indikator faktor teori struktur modal yang direfleksikan dari penelitian-penelitian sebelumnya. Faktor-faktor tersebut meliputi:

1. Aktiva Tetap (AT), adalah perbandingan antara jumlah aktiva tetap dengan total aktiva yang menggambarkan seberapa besar aktiva tetap yang dapat dijadikan jaminan perusahaan untuk mendapatkan hutang dari kreditur. Secara umum, perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan

lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang.

$$AT = \frac{\textit{fixed assets}}{\textit{total assets}}$$

2. Kesempatan Pertumbuhan (*growth*), adalah perbandingan antara *market value of assets* dan *book value of total assets* (Tobin's q). Proksi ini dapat memberikan gambaran bagaimana investor menghargai perusahaan dan bersedia menanamkan modalnya di perusahaan. Perusahaan yang berpotensi tumbuh akan mempunyai nilai pasar relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya.

$$\text{Tobin's } q = \frac{\textit{market value of assets}}{\textit{book value of total assets}}$$

3. Ukuran Perusahaan (*size*), adalah skala perusahaan yang diindikasikan dengan total aset atau jumlah aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar aset yang dimiliki perusahaan, maka dikatakan ukuran perusahaan tersebut semakin besar.

$$Sz = \text{Ln } \textit{total assets}$$

4. Tingkat Keuntungan (*profitability*), adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Tingkat profitabilitas perusahaan dapat dilihat dari seberapa besar keuntungan atau laba yang diperoleh perusahaan dengan aset yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan tersebut.

$$\text{Profit} = \frac{\text{EBIT}}{\textit{total assets}}$$

b. Variabel Dependen (Variabel Terikat)

Variabel dependen adalah variabel yang nilainya akan diramalkan oleh variabel independen dan biasa disebut dengan variabel “Y”. Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *Leverage* (Lev), adalah hasil perbandingan antara total hutang dengan total aset. *Leverage* menunjukkan seberapa besar aset perusahaan yang diperoleh atau didanai oleh hutang.

$$\text{Lev} = \frac{\text{total liabilities}}{\text{total assets}}$$

3.2 Populasi dan Sampel

Penelitian ini populasinya adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar dan dipublikasikan di BEI dan dimuat dalam *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) selama periode penelitian. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat dan tidak bias, karena antara bidang usaha yang satu dengan yang lain memiliki regulasi dan kebijakan yang berbeda.

Sampel dipilih menggunakan metode *purposive sampling* dengan tujuan agar diperoleh sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan dalam penelitian, yaitu:

1. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2010.
2. Perusahaan secara rutin menyajikan laporan keuangan yang lengkap dipublikasikan di BEI dan dimuat dalam ICMD tahun 2007-2010.

3. Perusahaan memiliki kebijakan hutang yang tercantum dalam dalam laporan keuangan (ada tingkat hutang yang dilakukan oleh perusahaan) dan tidak menyajikan laporan keuangannya dalam mata uang asing.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder karena penggunaan data sekunder dalam penelitian sudah lazim digunakan dan data sekunder mudah diperoleh. Sumber data dalam penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan perusahaan manufaktur dalam sampel yang terdaftar dan dipublikasikan di BEI dan dimuat dalam ICMD tahun 2007-2010. Sifat data dalam penelitian ini adalah *pooled data*, yaitu gabungan antara *time series* dan *cross section data* dan secara spesifik disebut panel data karena mengamati sampel dalam serial periode waktu (Gujarati, 1999)

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi yaitu pengumpulan data yang diperoleh dari laporan keuangan masing-masing perusahaan manufaktur dalam sampel yang terdaftar dan dipublikasikan di BEI dan dimuat dalam ICMD tahun 2007-2010. Selain itu juga digunakan metode studi pustaka yang diperoleh dari buku, literatur, jurnal, terbitan-terbitan lainnya serta pencarian pada internet yang relevan dengan masalah yang diteliti.

3.5 Metode Analisis

3.5.1 Analisis Regresi Berganda

Secara umum, 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 independen yang diketahui (Ghozali, 2005).

Teknik estimasi variabel dependen yang melandasi analisis regresi disebut pangkat kuadrat terkecil biasa (*Ordinary Least Squares*) (Ghozali, 2005). Model persamaan regresi berganda yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + e$$

Keterangan:

Y = *Leverage* (Lev)

a = Konstanta

b_1 - b_4 = Koefisien regresi dari masing-masing variabel independen

X_1 = Aktiva Tetap (AT)

X_2 = Kesempatan Pertumbuhan (*growth*)

X_3 = Ukuran Perusahaan (*size*)

X_4 = Tingkat Keuntungan (*profitability*)

e = *Error*

3.5.2 Uji Asumsi Klasik

Untuk mengetahui apakah model regresi benar-benar menunjukkan hubungan yang signifikan dan representatif atau disebut *Best Linear Unbiased*

Estimator (BLUE), maka model regresi haruslah memenuhi asumsi klasik regresi. Pengujian asumsi klasik dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi (Ghozali, 2005).

3.5.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel residual atau pengganggu memiliki distribusi normal. Seperti diketahui bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Kalau asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil. Ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik (Ghozali, 2005).

3.5.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (bebas). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol (Ghozali, 2005).

3.5.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Kebanyakan data *crosssection* (silang waktu) mengandung situasi

heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang dan besar) (Ghozali, 2005).

3.5.2.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara residual pada periode t dengan residual pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual tidak bebas dari satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data *time series* (runtut waktu) karena residual/gangguan pada seorang individu/kelompok cenderung mempengaruhi residual/gangguan pada individu/kelompok yang sama pada periode berikutnya. Pada data *crosssection*, masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena residual/gangguan pada observasi yang berbeda berasal dari individu/kelompok yang berbeda. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi (Ghozali, 2005).

3.5.3 Uji Hipotesis

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *Goodness of Fit*-nya. Secara statistik, setidaknya ini dapat diukur dari nilai statistik t , nilai statistik F , dan nilai koefisien determinasi. 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 (Ghozali, 2005).

3.5.3.1 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara parsial (individual) dalam menerangkan variasi variabel dependen. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah suatu parameter (b_i) sama dengan nol, atau:

$$H_0 : b_i = 0$$

Artinya, apakah suatu variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya (H_A) adalah suatu parameter (b_i) tidak sama dengan nol, atau:

$$H_A : b_i \neq 0$$

Artinya, suatu variabel independen secara parsial merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen (Ghozali, 2005).

Untuk menguji hipotesis ini digunakan statistik t dengan kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut (Ghozali, 2005):

- a. Quick look : bila jumlah *degree of freedom* (df) adalah 20 atau lebih, dan derajat kepercayaan (α) sebesar 5%, maka H_0 yang menyatakan $b_i = 0$ dapat ditolak bila nilai $t > 2$ (dalam nilai absolut). Dengan kata lain H_A diterima, yang menyatakan bahwa suatu variabel independen secara individual mempengaruhi variabel dependen.
- b. Membandingkan nilai statistik t dengan titik kritis menurut tabel. Apabila nilai statistik $t_{hitung} > t_{tabel}$ maka H_A diterima, yang menyatakan bahwa suatu variabel independen secara individual mempengaruhi variabel dependen.

3.5.3.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara simultan (bersama-sama) terhadap variabel dependen. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, atau:

$$H_0 : b_1 = b_2 = \dots = b_k = 0$$

Artinya, apakah semua variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya (H_A) adalah tidak semua parameter secara simultan sama dengan nol, atau:

$$H_A : b_1 \quad b_2 \quad \dots \quad b_k \neq 0$$

Artinya, semua variabel independen secara simultan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen (Ghozali, 2005).

Untuk menguji hipotesis ini digunakan statistik F dengan kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut (Ghozali, 2005):

- a. Quick look : bila nilai $F > 4$ maka H_0 dapat ditolak pada derajat kepercayaan (α) 5%. Dengan kata lain H_A diterima, yang menyatakan bahwa semua variabel independen secara serentak dan signifikan mempengaruhi variabel dependen.
- b. Membandingkan nilai F hasil perhitungan dengan nilai F menurut tabel. Bila nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka H_0 ditolak dan H_A diterima, yang menyatakan bahwa semua variabel independen secara serentak dan signifikan mempengaruhi variabel dependen.

3.5.3.3 Koefisien Determinasi (R^2)

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. Secara umum koefisien determinasi untuk data *crosssection* relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan, sedangkan untuk data *time series* biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi (Ghozali, 2005).

Banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai Adjusted R^2 pada saat mengevaluasi mana model regresi terbaik karena pada setiap tambahan satu variabel independen, maka R^2 pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Tidak seperti R^2 , nilai Adjusted R^2 dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model. Dalam kenyataan nilai Adjusted R^2 dapat bernilai negatif, walaupun yang dikehendaki harus bernilai positif. Jika dalam uji empiris didapat nilai Adjusted R^2 negatif, maka nilai Adjusted R^2 dianggap bernilai nol. Secara matematis jika nilai $R^2 = 1$, maka Adjusted $R^2 = R^2 = 1$, sedangkan jika nilai $R^2 = 0$, maka nilai Adjusted $R^2 = (1 - k)/(n - k)$. Jika $k > 1$, maka Adjusted R^2 akan bernilai negatif (Ghozali, 2005).