

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia
Volume 5 - Nomor 2, Desember 2008

DETERMINAN TINGKAT HUTANG SERTA HUBUNGAN TINGKAT HUTANG TERHADAP NILAI PERUSAHAAN: PERSPEKTIF *PECKING ORDER THEORY*

Mirna Amirya

Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya

Sari Atmini

Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya

mirna.amirya@gmail.com

Abstract

Based on Pecking Order Theory, the objective of this study is to examine the effect of dividend policy, profitability, sales growth, and total assets growth towards financial leverage and the effect of financial leverage as an intervening variable towards firm value. The sampling method is purposive sampling method and there are 33 firms that fulfil the criteria. Data are analyzed using path analysis method. The results show that dividend policy and profitability have negative influence on financial leverage, while total assets growth has positive influence on financial leverage. Financial leverage has negative relation on firm value.

Keywords: financial leverage, firm value, and pecking order theory.

PENDAHULUAN

Perkembangan dunia bisnis yang semakin ketat menciptakan persaingan yang tajam antar perusahaan. Perusahaan dituntut mempunyai keunggulan bersaing baik dalam teknologi, produk yang dihasilkan, maupun sumber daya manusia. Untuk itu perusahaan memerlukan dana yang besar, yang dapat diperoleh dari sumber internal maupun eksternal.

Struktur modal perusahaan publik di Indonesia masih didominasi dari hutang dibanding modal sendiri (Sudarma 2004). Besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kegiatannya merupakan suatu kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan struktur modal. Kebijakan tersebut tidak terlepas dari upaya perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik dan para pemegang saham yang tercermin pada harga saham (Brigham 1995, 13).

Dalam melakukan investasi, investor akan melihat kemungkinan munculnya risiko dalam suatu perusahaan. Salah satu risiko tersebut adalah risiko keuangan atau *financial risk*, yaitu risiko yang timbul dari penggunaan hutang. Untuk memperoleh persepsi positif dari investor yang akhirnya dapat menaikkan harga saham perusahaan, pihak manajemen menggunakan tingkat hutang pada tingkatan yang memaksimalkan nilai perusahaan. Penggunaan tingkat hutang yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan menyebabkan biaya bunga semakin besar, sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar karena adanya penghematan pembayaran pajak penghasilan badan (Rao 1995, 475). Tetapi pada tingkatan tertentu, penggunaan tingkat hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Pembayaran angsuran dan bunga hutang dapat menyebabkan *financial distress* karena arus kas perusahaan tidak mampu menutupinya.

Keputusan pendanaan merupakan fokus dalam manajemen keuangan yang masih menjadi perdebatan hingga saat ini. Bila asumsi pasar persaingan sempurna dilonggarkan, tampak bahwa manajemen memiliki informasi tentang prospek perusahaan lebih baik daripada investor. Pelonggaran asumsi memunculkan beberapa teori struktur modal berbasis asimetri informasi seperti *agency theory*, *pecking order theory*, dan *signaling hypothesis*.

Penelitian ini difokuskan pada *pecking order theory* dengan argumen: (1) *pecking order theory* didasarkan pada urutan sumber pendanaan dari laba ditahan, hutang, dan penerbitan ekuitas baru. Fokus penelitian ini adalah pada hutang; (2) *pecking order theory* ditujukan agar manajer bertindak disiplin dalam memaksimalkan kemakmuran pemilik dan pemegang saham (Shyam-Sunder dan Myers 1999). *Pecking order theory* tidak secara eksplisit membahas risiko prospek perusahaan, walaupun urutan pendanaan didasarkan pada risiko atau ketidakpastian prospek perusahaan pada masa yang akan datang (Brigham 1995).

Beberapa penelitian mengenai faktor yang mempengaruhi tingkat hutang telah banyak dilakukan. Penelitian-penelitian tersebut menemukan bukti bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang (Allen 1993 dalam Adedeji 1998; Kaaro 2001). Namun, penelitian lain menemukan bukti bahwa

kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap tingkat hutang (Baskin 1989; Adedeji 1998; Mahadwartha dan Hartono 2002). Selain itu ditemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang (Carleton dan Silberman 1977 dalam Kaaro 2001; Titman dan Wessels 1988; Barton dan Sundaram 1989; Baskin 1989; Chang dan Rhee 1990 dalam Kaaro 2001; Kaaro 2001; Wahidahwati 2002; Ismiyanti dan Hanafi 2003; Sudarma 2004), pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang (Carleton dan Silberman 1977 dalam Kaaro 2001; Barton et al. 1989; Kaaro 2001), dan pertumbuhan total aktiva berpengaruh positif terhadap tingkat hutang (Baskin 1989; Chang dan Rhee 1990 dalam Kaaro 2001; Kaaro 2001). Penelitian mengenai faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan dilakukan Sudarma (2004) yang menemukan bukti bahwa kebijakan dividen, profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan tingkat hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai: (1) pengaruh kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan total aktiva terhadap tingkat hutang perusahaan; (2) hubungan tingkat hutang dengan nilai perusahaan.

TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Asimetri informasi terjadi ketika ada penguasaan informasi yang berbeda. Semakin besar asimetri informasi, biaya transaksi semakin tinggi dan likuiditas semakin rendah. Asimetri informasi memberikan risiko keputusan pendanaan. Perusahaan tidak ingin memperoleh risiko besar dan menginginkan agar manajer bertindak disiplin dalam memaksimalkan kemakmuran pemilik.

Asimetri informasi mempengaruhi keputusan manajer keuangan dalam mengatur urutan kemampuan pendanaan investasi, terutama pertimbangan aspek kesulitan keuangan. Urut-urutan pendanaan ini, yang dikenal dengan *pecking order theory*, mengarahkan pada situasi terdapatnya struktur permodalan yang optimal bagi perusahaan. Setiap timbul peluang investasi, manajer keuangan selalu berpikir ke arah pengaturan sumber pembiayaan yang proporsional yang dapat meminimumkan biaya modal. Ada empat hal yang dikemukakan Myers (1984) dalam Rizkyani (2006) berkenaan dengan *pecking order theory*, yaitu: (1) perusahaan lebih mengutamakan sumber dana internal; (2) perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi namun menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis; (3) kebijakan dividen yang ketat, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tak terduga mengakibatkan sumber dana internal melebihi atau bahkan kurang dari kebutuhan investasi. Jika sumber dana

internal lebih kecil dari kebutuhan investasi, perusahaan menggunakan saldo kas atau menjual portofolio surat berharga yang dimiliki; (4) jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan memilih sumber dana dari hutang karena dipandang lebih aman dari ekuitas. Ekuitas merupakan pilihan terakhir sumber pendanaan.

Dividen, dapat berbentuk dividen kas ataupun dividen saham, merupakan laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atas persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (Darmadji dan Fakhrudin 2001, 127). Kebijakan dividen adalah rencana tindakan dalam membuat keputusan dividen untuk dua tujuan dasar, yaitu maksimalisasi kekayaan pemilik dan pembiayaan yang cukup. Kedua tujuan tersebut saling berhubungan dan harus memenuhi faktor hukum, perjanjian, pertumbuhan, hubungan dengan pemilik dan hubungan dengan pasar yang membatasi alternatif kebijakan (Sundjaja dan Barlian 2003, 390).

Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui tingkat hutang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi tingkat hutang secara searah (Emery dan Finnerty 1997 dalam Ismiyanti dan Hanafi 2003). Dividen yang tinggi merupakan sinyal meningkatnya profitabilitas perusahaan di masa depan (Miller dan Rock 1985 dalam Mahadwartha dan Hartono 2002). Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen agar investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan. Dividen yang tinggi juga berarti perusahaan akan lebih banyak menggunakan tingkat hutang untuk membiayai investasinya, untuk menjaga struktur modal optimal (Emery dan Finnerty 1997; Easterbrook 1984 dalam Ismiyanti dan Hanafi 2003). Penelitian Baskin (1989), Adedeji (1998), dan Mahadwartha dan Hartono (2002) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap tingkat hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Myers (1996) dalam Kaaro (2001) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang. Pengaruh ini mengindikasikan bahwa dividen dapat mensubstitusi fungsi hutang dalam mengurangi risiko perusahaan. Penggunaan dividen dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan yang *profitable* dan *low-growth*. Dengan demikian, perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang. Allen (1993) dalam Adedeji (1998) dan Kaaro (2001) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang. Berdasarkan uraian hasil penelitian terdahulu dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap tingkat hutang.

Profitabilitas mencerminkan keuntungan dari investasi keuangan. Manajer keuangan yang menggunakan *pecking order theory* selalu memperbesar tingkat profitabilitas untuk meningkatkan laba ditahan (Myers 1984 dalam Sudarma 2004). Artinya, profitabilitas berhubungan negatif dengan rasio tingkat hutang. Pengaruh negatif profitabilitas terhadap tingkat hutang ditemukan oleh Carleton dan Silberman (1977) dalam Kaaro (2001), Titman dan Wessels (1988), Barton dan Sundaram (1989), Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990) dalam Kaaro (2001), Kaaro (2001), Wahidahwati (2002), Ismiyanti dan Hanafi (2003), serta Sudarma (2004), yang mengindikasikan bahwa pada tingkat profitabilitas rendah, perusahaan menggunakan tingkat hutang untuk membiayai operasionalnya dan sebaliknya. Berdasarkan uraian hasil penelitian terdahulu, diturunkan hipotesis:

H₂: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang.

Pertumbuhan perusahaan merupakan komplemen profitabilitas sebagai proksi *pecking order theory* untuk menilai prospek perusahaan di masa datang. Dua pertumbuhan ukuran perusahaan yang terkait tetapi memiliki implikasi yang berbeda terhadap tingkat hutang adalah pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan total aktiva.

Pertumbuhan penjualan mencerminkan prospek perusahaan dengan horison lebih pendek daripada pertumbuhan total aktiva. Variabel pertumbuhan penjualan digunakan oleh Carleton dan Silberman (1977) dalam Kaaro (2001), Barton et al. (1989), dan Kaaro (2001) didasarkan pada argumen bahwa pertumbuhan penjualan mencerminkan tingkat produktivitas terpasang yang siap beroperasi serta mencerminkan kapasitas saat ini yang dapat diserap pasar dan mencerminkan daya saing perusahaan dalam pasar. Peningkatan penjualan mencerminkan peningkatan penerimaan. Carleton dan Silberman (1977) dalam Kaaro (2001), Barton et al. (1989), dan Kaaro (2001) menemukan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang.

Pertumbuhan penjualan diperkirakan berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan dengan pertumbuhan tinggi cenderung memiliki pendanaan internal yang kuat, sehingga cenderung menurunkan tingkat hutang. Berdasarkan uraian hasil penelitian terdahulu dapat diturunkan hipotesis:

H₃: Pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang.

Analisis pertumbuhan perusahaan dilakukan untuk mengukur kemampuan perusahaan mempertahankan posisinya baik di dalam industri maupun dalam kegiatan ekonomi secara keseluruhan. Dalam hal ini, pengertian analisis pertumbuhan

perusahaan adalah analisis terhadap produktivitas dasar dari kegiatan ekonomi (Sudarma 2004). Homaifar (1994) dalam Sudarma (2004) menilai pertumbuhan perusahaan dari nilai ekuitas dengan menggunakan indikator rasio nilai pasar ekuitas dengan nilai buku ekuitas. Sedangkan Titman dan Wessels (1988) dan Sudarma (2004) menilai pertumbuhan perusahaan dari total aktiva.

Pertumbuhan total aktiva perusahaan juga mencerminkan prospek perusahaan, tetapi membawa implikasi yang berbeda terhadap tingkat hutang. Pertumbuhan total aktiva cenderung berdampak positif terhadap tingkat hutang perusahaan. Pertumbuhan total aktiva mencerminkan horison waktu yang lebih panjang dari pertumbuhan penjualan. Investasi pada aktiva membutuhkan waktu sebelum siap dioperasikan, sehingga aktivitas yang dilakukan tidak langsung terkait dengan penerimaan. Peningkatan aktiva dilakukan perusahaan bila terdapat prospek bagus. Kebutuhan dana internal yang tidak mencukupi akan mendorong perusahaan menggunakan hutang, sehingga pertumbuhan total aktiva cenderung berdampak positif terhadap tingkat hutang perusahaan. Hasil penelitian Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990) dalam Kaaro (2001) menemukan bukti bahwa pertumbuhan total aktiva berpengaruh positif terhadap tingkat hutang perusahaan. Berdasarkan uraian hasil penelitian terdahulu diturunkan hipotesis:

H₄: Pertumbuhan total aktiva berpengaruh positif terhadap tingkat hutang.

Pecking order theory mengatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal perusahaan. Penggunaan dana internal lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Urut-urutan yang dikemukakan oleh teori ini dalam hal pendanaan adalah pertama, laba ditahan diikuti dengan penggunaan hutang, dan terakhir adalah penerbitan ekuitas baru. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi akan menghasilkan dana internal yang juga tinggi. Jika rasio pembayaran dividen tidak berhubungan dengan tingkat profitabilitas, maka semakin tinggi tingkat profitabilitas, semakin rendah kebutuhan dana eksternal, termasuk dari hutang. Di sisi lain, nilai perusahaan dipengaruhi secara positif oleh ekspektasi terhadap tingkat profitabilitas di masa datang. Dengan demikian berdasarkan *pecking order theory*, tingkat hutang berhubungan negatif dengan nilai perusahaan. Konsisten dengan pernyataan tersebut, Sudarma (2004) meneliti hubungan penggunaan tingkat hutang dalam struktur modal terhadap nilai perusahaan dan menemukan bukti bahwa tingkat hutang berhubungan negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut diturunkan hipotesis berikut:

H₅: Tingkat hutang berhubungan negatif terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ menurut *Indonesian Capital Market Directory 2005*. Sampel penelitian ditentukan dengan *purposive sampling method*. Sampel adalah perusahaan yang memenuhi kriteria: (1) telah terdaftar di BEJ minimal satu tahun (periode pengamatan penelitian ini adalah tahun 2003-2004); (2) mempublikasikan laporan keuangan auditan selama periode penelitian; (3) laporan keuangannya berakhir 31 Desember; (4) mempunyai hutang jangka panjang; (5) membagi dividen; (6) tidak memiliki ekuitas negatif; dan (7) memiliki data yang lengkap. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 33 perusahaan sebagai sampel penelitian. Prosedur penentuan sampel penelitian dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1
Prosedur Penentuan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Populasi	153
Terdaftar di BEJ kurang dari setahun dan di- <i>delisted</i> selama periode penelitian	(6)
Laporan keuangan tidak berakhir 31 Desember	(1)
Tidak mempunyai hutang jangka panjang	(5)
Tidak membagikan dividen	(92)
Memiliki ekuitas negatif	(16)
Jumlah sampel (perusahaan)	33
Jumlah observasi (selama 2 tahun periode penelitian)	66

Data Penelitian

Data dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa *dividend payout*, laba operasi, penjualan bersih, total aktiva, hutang jangka panjang, total ekuitas, harga pasar saham, dan nilai buku per saham yang diperoleh dari ICMD 2005.

Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini terdiri atas variabel dependen, yaitu tingkat hutang dan nilai perusahaan, serta variabel independen, yaitu kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan total aktiva. Pengukuran variabel penelitian dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2
Pengukuran Variabel Penelitian

Identifikasi Variabel	Variabel	Simbol	Operasionalisasi Variabel
Dependen	Tingkat hutang	LEVR	hutang jangka pendek + hutang jangka panjang / (hutang jangka pendek + hutang jangka panjang + modal sendiri)
	Nilai perusahaan	VAL	harga saham / nilai buku per saham
Independen	Kebijakan dividen	DIV	dividen per lembar saham / laba per lembar saham
	Profitabilitas	PROFT	laba operasi setelah pajak / modal
	Pertumbuhan penjualan	SALES	$(\text{total penjualan}_{\text{thn } t}) - (\text{total penjualan}_{\text{thn } t-1}) / \text{total penjualan}_{\text{thn } t-1}$
	Pertumbuhan total aktiva	ASSETS	$(\text{total aktiva}_{\text{thn } t}) - (\text{total aktiva}_{\text{thn } t-1}) / \text{total aktiva}_{\text{thn } t-1}$

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan adalah *path analysis*. Berdasarkan hubungan antar variabel seperti yang telah diuraikan pada bagian pengembangan hipotesis, dibuat model dalam bentuk diagram *path* seperti yang disajikan dalam Gambar 1. Model tersebut dapat dinyatakan dalam persamaan:

$$\begin{aligned} \text{LEVR}_{it} &= \alpha_1 + \beta_1 \text{DIV}_{it} + \beta_2 \text{PROFT}_{it} + \beta_3 \text{SALES}_{it} + \beta_4 \text{GROWTH}_{it} + \varepsilon_1 \\ \text{VAL}_{it} &= \alpha_1 + \beta_5 \text{LEVR}_{it} + \varepsilon_2 \end{aligned}$$

Notasi:

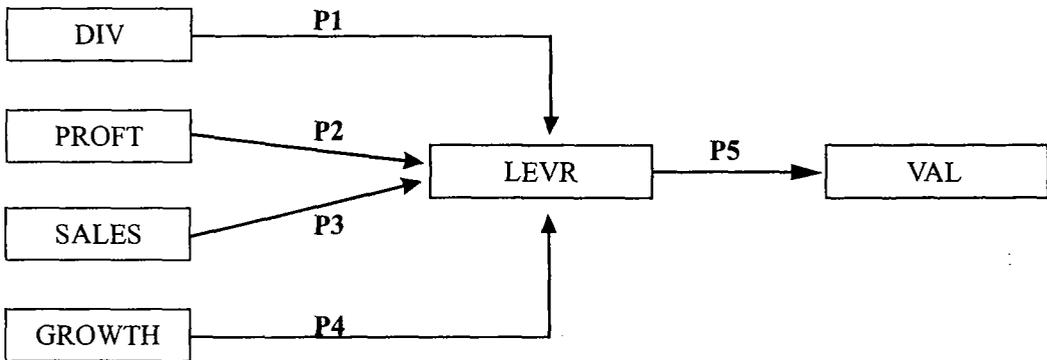
LEVR	=	Tingkat Hutang Perusahaan
VAL	=	Nilai Perusahaan
DIV	=	Kebijakan Dividen
PROFT	=	Profitabilitas
SALES	=	Pertumbuhan Penjualan
GROWTH	=	Pertumbuhan Total Aktiva

Atau jika sudah dibakukan dapat dinyatakan dalam persamaan:

$$Z_{\text{LEVR}} = P_1 Z_{\text{DIV}} + P_2 Z_{\text{PROFT}} + P_3 Z_{\text{SALES}} + P_4 Z_{\text{GROWTH}} \quad (1)$$

$$Z_{\text{VAL}} = P_5 Z_{\text{LEVR}} \quad (2)$$

Gambar 1 menunjukkan hubungan antar variabel



Gambar 1
Diagram Path

Keterangan:

- Pengaruh langsung DIV ke LEVR = P1 (Hipotesis 1)
- Pengaruh langsung PROFT ke LEVR = P2 (Hipotesis 2)
- Pengaruh langsung SALES ke LEVR = P3 (Hipotesis 3)
- Pengaruh langsung GROWTH ke LEVR = P4 (Hipotesis 4)
- Pengaruh langsung LEVR ke VAL = P5 (Hipotesis 5)

Dilakukan pula uji asumsi klasik terhadap data penelitian. Uji asumsi klasik yang dilakukan meliputi uji normalitas data menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Goodness of Fit Test*, uji multikolinearitas dengan menggunakan *Value Inflation Factor*, uji autokorelasi menggunakan *Durbin-Watson* dan uji heteroskedastisitas menggunakan *Park test*.

HASIL ANALISIS

Statistika Deskriptif dan Uji Asumsi Klasik

Hasil statistika deskriptif variabel penelitian disajikan di Tabel 3. Hasil uji normalitas data, autokorelasi, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas menunjukkan bahwa seluruh variabel penelitian tidak ada yang melanggar asumsi klasik.

Analisis Jalur

Diagram jalur menguji adanya hubungan kausalitas antara kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan total aktiva, tingkat hutang

Tabel 3
Statistika Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Jumlah	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Rata-Rata	Standar Deviasi
Nilai Perusahaan	66	0,420	9,963	2,900	2,138
Tingkat hutang Perusahaan	66	0,007	0,552	0,204	0,149
Kebijakan Dividen	66	0,070	0,999	0,288	0,173
Profitabilitas	66	0,030	0,227	0,123	0,042
Pertumbuhan Penjualan	66	-0,146	0,787	0,169	0,179
Pertumbuhan Total Aktiva	65	-0,142	0,467	0,124	0,115

perusahaan, dan nilai perusahaan. Tabel 4 menyajikan matriks korelasi antara kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan total aktiva, tingkat hutang perusahaan, dan nilai perusahaan. Sesuai dugaan, profitabilitas berhubungan positif dengan nilai perusahaan dan berhubungan negatif dengan tingkat hutang. Dengan demikian, adanya kedua hubungan tersebut akan berpengaruh terhadap hubungan antara tingkat hutang dan nilai perusahaan.

Tabel 4
Matriks Koefisien Korelasi

Koefisien Korelasi	VAL	LEVR	DIV	PROFT	SALES	GROWTH
VAL	1,000					
LEVR	-0,429 ***	1,000				
DIV	0,350 ***	-0,331 ***	1,000			
PROFT	0,367 ***	-0,450 ***	0,191	1,000		
SALES	0,030	0,003	-0,133	0,005	1,000	
GROWTH	-0,147	0,370 ***	-0,203	-0,264	0,347 ***	1,000

Keterangan: *** = koefisien korelasi signifikan pada $\alpha = 0,01$

Pendugaan koefisien jalur yang menunjukkan pengaruh kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan total aktiva terhadap tingkat hutang dilakukan menggunakan analisis regresi linier berganda. Koefisien jalur diperoleh dari hasil koefisien regresi yang distandarkan (beta) seperti yang disajikan dalam Tabel 5.

Dari Tabel 5 dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi yang diperoleh adalah signifikan untuk menjelaskan pengaruh secara simultan kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan total aktiva terhadap

Tabel 5
Hasil Estimasi Pengaruh Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Pertumbuhan Total Aktiva Terhadap Tingkat Hutang Perusahaan

Variabel	Beta	t-hitung	Sig.t	Hasil
Kebijakan Dividen	-0,227	-2,091	0,041	negatif dan signifikan
Profitabilitas	-0,333	-3,002	0,004	negatif dan signifikan
Pertumbuhan Penjualan	-0,122	-1,081	0,284	negatif dan tidak signifikan
Pertumbuhan Total Aktiva	0,278	2,367	0,021	positif dan signifikan
Koefisien		Nilai kritis :		
Determinas: (R ²) = 32,8%		t _{tabel} = 2,000		
F-hitung = 7,433		F _{tabel} = 2,523		

tingkat hutang perusahaan dengan kontribusi sebesar 32,8%. Secara parsial, kebijakan dividen, profitabilitas, dan pertumbuhan total aktiva berpengaruh terhadap tingkat hutang, sedangkan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap tingkat hutang. Koefisien jalur terkuat terhadap tingkat hutang bersumber dari profitabilitas.

Pendugaan koefisien jalur yang menunjukkan pengaruh tingkat hutang terhadap nilai perusahaan dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linier berganda. Koefisien jalur diperoleh dari hasil koefisien regresi yang distandarkan (beta) seperti yang disajikan dalam Tabel 6.

Tabel 6
Hasil Estimasi Pengaruh Tingkat Hutang Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel	Beta	t-hitung	Sig.t	Pengaruh
Tingkat Hutang Perusahaan	-0,272	-2,025	0,047	Negatif dan signifikan
Koefisien		Nilai kritis :		
Determinasi (R ²) = 27,1%		t _{tabel} = 2,000		
F-hitung = 4,466		F _{tabel} = 2,368		

Dari Tabel 6 dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi yang diperoleh adalah signifikan untuk menjelaskan hubungan tingkat hutang dan nilai perusahaan dengan kontribusi sebesar 27,1%. Secara parsial, tingkat hutang berhubungan dengan nilai perusahaan.

Hasil Uji Hipotesis

Analisis jalur digunakan untuk mengestimasi hubungan kausal antara sejumlah variabel dan hirarki kedudukan masing-masing variabel dalam serangkaian jalur hubungan kausal. Pengaruh antar variabel, sekaligus untuk uji hipotesis, dilihat dari hasil perhitungan metode regresi berganda. Koefisien jalur dilihat dari koefisien beta yang distandardisasi.

Hasil Uji Hipotesis 1 – Hipotesis 4

Pengaruh kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan total aktiva terhadap tingkat hutang perusahaan dapat dijelaskan menggunakan persamaan (1):

$$\text{LEVR}_{it} = -0,227 \text{ DIV}_{it}^{**} - 0,333 \text{ PROFIT}_{it}^{**} - 0,122 \text{ SALES}_{it} + 0,278 \text{ GROWTH}_{it}^{**}$$

($R^2 = 0,328$ dan $Pe_1 = 0,820$)

Keterangan: ** = signifikan pada $\alpha = 0,05$

Tabel 7
Ringkasan Hasil Estimasi Koefisien Jalur

Variabel Independen	Variabel Dependen	Koefisien Beta	Sig.t
Kebijakan Dividen		-0,227	0,041
Profitabilitas	Tingkat Hutang Perusahaan	-0,333	0,004
Pertumbuhan Penjualan		-0,122	0,284
Pertumbuhan Total Aktiva		0,278	0,021
Tingkat Hutang Perusahaan	Nilai Perusahaan	-0,272	0,047

Berdasarkan hasil uji-t seperti yang disajikan dalam Tabel 7 dapat dilihat bahwa variabel kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang perusahaan dengan koefisien jalur sebesar -0,227. Hal ini dapat dilihat dari nilai $|t_{hitung}| = |2,901|$ dengan $\text{sig.t} = 0,041$. Pengujian ini memberikan keputusan bahwa hipotesis satu yang menyatakan *kebijakan dividen berpengaruh terhadap tingkat hutang perusahaan*, didukung. Variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang perusahaan dengan koefisien jalur sebesar -0,333. Hal ini dapat dilihat dari nilai $|t_{hitung}| = |3,002|$ dengan $\text{sig.t} = 0,004$. Pengujian ini memberikan keputusan bahwa hipotesis dua yang menyatakan *profitabilitas berpengaruh terhadap tingkat hutang perusahaan*, didukung. Variabel pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh

terhadap tingkat hutang walaupun hasil pengujian menunjukkan hubungan negatif tidak signifikan dengan koefisien jalur sebesar -0,122. Hal ini dapat dilihat dari nilai $|t_{hitung}| = |1,081|$ dengan $sig.t = 0,284$. Pengujian ini memberikan keputusan bahwa hipotesis tiga yang menyatakan *pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap tingkat hutang perusahaan*, tidak didukung. Variabel pertumbuhan total aktiva berpengaruh positif terhadap tingkat hutang perusahaan dengan koefisien jalur sebesar 0,278. Hal ini dapat dilihat dari nilai $|t_{hitung}| = |2,367|$ dengan nilai $sig.t = 0,021$. Pengujian ini memberikan keputusan bahwa hipotesis empat yang menyatakan *pertumbuhan total aktiva berpengaruh terhadap tingkat hutang perusahaan*, didukung.

Hasil Uji Hipotesis 5

Hubungan tingkat hutang dan nilai perusahaan dapat dijelaskan dengan persamaan (2):

$$VAL = -0,272 LEVR^{**}$$

($R^2 = 0,271$ dan $Pe_2 = 0,854$)

Keterangan: ** = signifikan pada $\alpha = 0,05$

Berdasarkan hasil uji-t seperti yang disajikan dalam Tabel 7 dapat dilihat bahwa variabel tingkat hutang berhubungan negatif terhadap nilai perusahaan dengan koefisien jalur sebesar -0,272. Hal ini dapat dilihat dari nilai $|t_{hitung}| = |2,025|$, dengan nilai $sig.t = 0,047$. Pengujian ini memberikan keputusan bahwa hipotesis lima yang menyatakan *tingkat hutang perusahaan berhubungan negatif terhadap nilai perusahaan*, didukung. Ketepatan model hipotesis dari analisis jalur adalah $Rm^2 = 1 - (1-0,328) \times (1-0,271)$ diperoleh nilai sebesar 0,510 sehingga tingkat ketepatan model yang dihasilkan adalah 51%.

Hasil Penelitian

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Tingkat Hutang Perusahaan

Kebijakan dividen berpengaruh terhadap tingkat hutang. Hasil ini sesuai dengan prediksi H_1 yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap tingkat hutang dan konsisten dengan hasil penelitian Allen (1993) dalam Adedeji (1998) dan Kaaro (2001). Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Baskin (1989), Adedeji (1998), serta Mahadwartha dan Hartono (2002).

Kebijakan dividen menunjukkan arah negatif. Hasil ini mengindikasikan bahwa dividen dapat mensubstitusi fungsi tingkat hutang dalam mengurangi risiko perusahaan. Penelitian ini mendukung teori *pecking order*, yaitu perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal. Penggunaan dividen dalam urutan

urutan pendanaan bisa dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan yang *profitable* dan *low growth*. Dengan demikian, perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang (*debt financing*).

Pengaruh Profitabilitas terhadap Tingkat Hutang Perusahaan

Profitabilitas berpengaruh terhadap tingkat hutang. Hasil ini sesuai dengan prediksi H₂ yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap tingkat hutang dan konsisten dengan hasil penelitian Carleton dan Silberman (1977) dalam Kaaro (2001), Titman dan Wessels (1988), Barton dan Sundaram (1989), Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990) dalam Kaaro (2001), Kaaro (2001), Wahidahwati (2002), Ismiyanti dan Hanafi (2003), dan Sudarma (2004).

Profitabilitas menunjukkan arah negatif. Manajer keuangan yang menggunakan teori *pecking order* akan selalu memperbesar tingkat profitabilitas untuk meningkatkan laba ditahan. Arah negatif mengindikasikan bahwa pada tingkat profitabilitas rendah, perusahaan menggunakan tingkat hutang untuk membiayai operasional. Sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi, perusahaan mengurangi penggunaan tingkat hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan menggunakan tingkat hutang rendah.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Tingkat Hutang Perusahaan

Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap tingkat hutang. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi H₃ yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap tingkat hutang dan tidak konsisten dengan hasil penelitian Carleton dan Silberman (1977) dalam Kaaro (2001), Barton et al. (1989), dan Kaaro (2001).

Pertumbuhan penjualan cenderung bersifat lebih pendek dari pertumbuhan total aktiva, sedangkan keputusan pendanaan lebih bersifat jangka panjang. Dalam jangka pendek, manajemen dapat melakukan *earning management*.

Pengaruh Pertumbuhan Total Aktiva terhadap Tingkat Hutang Perusahaan

Pertumbuhan total aktiva berpengaruh terhadap tingkat hutang. Hasil ini sesuai dengan prediksi H₄ yang menyatakan bahwa pertumbuhan total aktiva berpengaruh terhadap tingkat hutang dan konsisten dengan hasil penelitian Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990) dalam Kaaro (2001), dan Kaaro (2001).

Pertumbuhan total aktiva perusahaan lebih mencerminkan horison waktu lebih panjang dari pertumbuhan penjualan. Investasi pada aktiva membutuhkan waktu sebelum siap dioperasikan sehingga aktivitas yang dilakukan tidak langsung terkait dengan penerimaan. Oleh karena itu, peningkatan aktiva dilakukan perusahaan bila terdapat prospek bagus.

Pertumbuhan total aktiva menunjukkan arah positif. Hal ini mengindikasikan bahwa pada tingkat pertumbuhan total aktiva rendah, perusahaan mengurangi penggunaan tingkat hutang. Sebaliknya pada tingkat pertumbuhan total aktiva tinggi, perusahaan menggunakan tingkat hutang untuk memenuhi kebutuhan dana internal. Berdasarkan teori *pecking order*, bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan memilih sumber dana yang pertama dari hutang.

Hubungan Tingkat Hutang Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Tingkat hutang berhubungan negatif dengan nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan prediksi H₅ dan konsisten dengan hasil penelitian Sudarma (2004).

Tingkat hutang menunjukkan arah negatif, artinya pada tingkat tingkat hutang rendah, nilai perusahaan tinggi. Sebaliknya pada tingkat tingkat hutang tinggi, nilai perusahaan rendah. Sesuai dengan *pecking order theory*, maka perusahaan dengan profitabilitas rendah akan mempunyai dana internal yang relatif sedikit sehingga memerlukan lebih banyak pendanaan eksternal, yang terutama berasal dari hutang. Karena semakin rendah profitabilitas terkait dengan nilai perusahaan yang semakin rendah dan tingkat hutang yang semakin tinggi, akibatnya terdapat hubungan negatif antara tingkat hutang dan nilai perusahaan.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Studi ini menemukan bahwa kebijakan dividen dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang. Pertumbuhan total aktiva berpengaruh positif terhadap tingkat hutang, sedangkan tingkat hutang berhubungan negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang sekaligus merupakan arah bagi penelitian lebih lanjut. Pertama, jumlah sampel perusahaan manufaktur yang diteliti relatif sedikit karena terbatasnya jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria yang ditetapkan dan periode penelitian relatif pendek. Kedua, penelitian ini hanya terbatas pada industri manufaktur di antara jenis industri lain yang *listing* di BEJ sehingga hasil analisis tidak dapat digeneralisir terhadap seluruh jenis industri. Ketiga, penelitian ini menggunakan analisis jalur yang meneliti hubungan satu arah di antara variabel-variabel penelitian dan tidak dapat memprediksi arah hubungan dan pengaruh resiprokal antar variabel.

Adapun beberapa saran dari penelitian ini yaitu: 1) Untuk perusahaan: agar meningkatkan kehati-hatian dalam mempertimbangkan pengelolaan dan pengambilan keputusan pendanaan dari hutang karena hal tersebut akan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Untuk meminimalkan risiko, sebaiknya sebelum mengambil keputusan pendanaan dari hutang, perusahaan menggunakan sumber pendanaan internainya; 2) Untuk peneliti lain: Pertama, peneliti lain dapat mengembangkan penelitian ini di masa mendatang dengan menguji kembali konsistensi hasil penelitian ini dengan mengembangkan variabel lain, seperti risiko keuangan dan ukuran perusahaan, serta penambahan jumlah periode penelitian, misal lima tahun periode penelitian. Kedua, penelitian lebih lanjut diharapkan dapat menggunakan sampel dari sektor industri selain perusahaan manufaktur yang mempunyai spesifikasi berbeda, misalnya perbankan, sehingga diperoleh perbandingan hasil penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A. "Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firms in the UK?." *Journal of Business Finance & Accounting* 25, no.9 & 10 (Nov/Dec 1998): 1127-1155.
- Aliman. *Modul Ekonometrika Terapan*. Yogyakarta: PAU Studi Ekonomi UGM, 2000.
- Arief, Sritua. *Metodologi Penelitian Ekonomi*. Jakarta: UI Press, 1993.
- Barton, S.L., N.C. Hill, and S. Sundaram. "An Empirical Test of Stakeholder Theory Prediction of Capital Structure." *Financial Management*, Spring 1989, 36-44.
- Baskin, J. "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis." *Financial Management*, Spring 1989, 26-35.
- Brigham, E.F. *Fundamentals of Financial Management 7th*. New York: The Dryden Press, 1995.
- Darmadji, Tjiptono and Hendy M. Fakhruddin. *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat, 2001.
- Djarwanto dan Subagyo. *Statistik Induktif*. Yogyakarta: BPFE, 1996.
- Gujarati, Damodar. *Ekonometrika Dasar, Alih Bahasa Sumarno Zain*. Jakarta: Erlangga, 1997.
- Husnan, Suad. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan: Keputusan Jangka Pendek 3rd Buku Kedua*. Yogyakarta: BPFE, 1994.
- Indahwati. "Analisis Pengaruh Tingkat Hutang dan Kebijakan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan Go Public di Pasar Modal Indonesia Selama Masa Krisis 1998-2001." Disertasi Program Pascasarjana, Universitas Brawijaya Malang, 2003.

- Ismiyanti, Fitri dan Hanafi. "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan." *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya 16-17 Oktober 2003, 260-277.
- Jones, Charles P. *Investment Analysis and Management 6th*. 1998. New York: John Wiley and Sons Inc.
- Kaaro, Hermeindito. "Analisis Tingkat Hutang dan Dividen dalam Lingkungan Ketidakpastian: Pendekatan Pecking Order Theory dan Balancing Theory." *Simposium Nasional Akuntansi IV*, 2001, 1067-1083.
- Komalasari, Puput Tri dan Zaki Baridwan. "Asimetri Informasi dan Cost of Equity Capital." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 4, no. 1 (2001): 64-81.
- Mahadwartha, P.A. dan J. Hartono. "Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen." *Simposium Nasional Akuntansi V*, Semarang 5-6 September 2002, 635-647.
- Rao, Ramesh K.S. *Financial Management: Concepts and Application 3rd*. Ohio: International Thomson Publishing, 1995.
- Riyanto, Bambang. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE, 1997.
- Rizkyani, Novita. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan." Skripsi, Universitas Brawijaya Malang, 2006.
- Santoso, Singgih. *SPSS Versi 10: Mengolah Data Statistik Secara Profesional*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo, 2001.
- Sartono, Agus. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi 3rd*. Yogyakarta: BPFE, 1999.
- Scott, William R. *Financial Accounting Theory*. New Jersey: Prentice Hall International, 2000.
- Setiawan, Agustinus, Fauziah Md. Taib, dan Suhaimi Shahnun. "The Determinant of Corporate Debt in Indonesian Public Listed Company." *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (Dian Ekonomi)* 7, no. 1 (2002): 1-16.
- Shyam-Sunder, L. and S.C. Myers. "Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure." *Journal of Financial Economics* 51(1999): 219-244.
- Singarimbun, Masri dan Sofyan Effendi. *Metode Penelitian Survei 2nd (Revisi)*. Jakarta: LP3ES, 1995.
- Solimun. *Multivariate Analysis: Structural Equation Model (SEM), LISREL, dan AMOS*. Malang: Universitas Negeri Malang, 2002.
- Sudarma, Made. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Internal dan Faktor Eksternal Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan." Disertasi Program Pascasarjana, Universitas Brawijaya Malang, 2004

- Sulistiyorini, Novita. "Penentuan Pendanaan yang Optimal dengan Analisis Financial Tingkat hutang: Studi Kasus pada PT. Semen Gresik (Persero) Tbk." Skripsi, Universitas Brawijaya Malang, 2002.
- Sundjaja, Ridwan S., dan Inge Barlian. *Manajemen Keuangan Dua*. Jakarta: Literata Lintas Media, 2003.
- Syamsuddin, Lukman. *Manajemen Keuangan Perusahaan: Konsep dan Aplikasi dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan*. Jakarta: Rajawali, 1995.
- Tarjo dan Jogiyanto. "Analisis Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia." *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya 16-17 Oktober 2003, 278-295.
- Titman, Sheridan and Roberto Wessels. "The Determinant of Capital Structure Choice." *Journal of Finance* 43 (1988): 1-19.
- Van Horne, James A. *Financial Management and Policy, international ed*. New Jersey: Prentice Hall International, 1995.
- Wahidahwati. "Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non-Linear dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (*Risk Taking*), Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen." *Simposium Nasional Akuntansi V*, Semarang 5-6 September 2002, 601-625.
- Weston, J.F. and T.E. Copeland. *Manajemen Keuangan Jilid Kesatu*, alih bahasa oleh A. Jaka Wasana dan Kirbrandoko. Jakarta: Binarupa Aksara, 1995.
- Weston, J.F. and T.E. Copeland. *Manajemen Keuangan Jilid Kedua*, alih bahasa oleh A. Jaka Wasana dan Kirbrandoko. Jakarta: Binarupa Aksara, 1997.
- Weston, J.F. and E.F. Brigham. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan 9th Jilid Kedua*, alih bahasa oleh Alfonsus Sirait. Jakarta: Erlangga, 1994.
- Weston, J.F. dan E.F. Brigham. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Jilid Kedua*, Alih Bahasa Alfonsus Sirait. Jakarta: Erlangga, 1997.