



**PERBEDAAN STRUKTUR MODAL
INDUSTRI PENGINAPAN DAN INDUSTRI PERANGKAT
LUNAK DI INDONESIA, MALAYSIA DAN SINGAPORE**

**AHJA HAZICO
0606010315**

**Program Pascasarjana Ilmu Manajemen
Fakultas Ekonomi
Universitas Indonesia
Depok
2008**



**PERBEDAAN STRUKTUR MODAL
INDUSTRI PENGINAPAN DAN INDUSTRI PERANGKAT
LUNAK DI INDONESIA, MALAYSIA DAN SINGAPORE**

Tesis

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister dalam Ilmu Manajemen**

**AHJA HAZICO
0606010315**

**Program Pascasarjana Ilmu Manajemen
Fakultas Ekonomi
Universitas Indonesia
Depok
2008**

LEMBAR PERSETUJUAN TESIS

Nama Mahasiswa : Ahja Hazico SE.
Nomor Mahasiswa : 0606010315
Program Studi : Ilmu Manajemen
Kekhususan : Keuangan
Judul Tesis : Perbedaan Struktur Modal Industri Penginapan Dan
Industri Perangkat Lunak Di Indonesia, Malaysia Dan
Singapore

Depok, 10 Juli 2008



A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Ruslan Prijadi', is positioned above the printed name.

Ruslan Prijadi, Ph.D.
Ketua Program Studi

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Cynthia Afriani Utama', is positioned above the printed name.

Dr. Cynthia Afriani Utama
Pembimbing Tesis

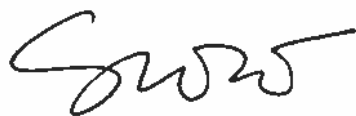
LEMBAR PENGESAHAN TESIS

Nama Mahasiswa : Ahja Hazico SE.
Nomor Mahasiswa : 0606010315
Program Studi : Ilmu Manajemen
Kekhususan : Keuangan
Judul Tesis : Perbedaan Struktur Modal Industri Penginapan Dan
Industri Perangkat Lunak Di Indonesia, Malaysia Dan
Singapore

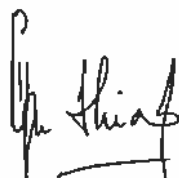
Telah diuji dan dinyatakan **LULUS** dihadapan Tim Penguji pada hari Kamis
Tanggal 10 Juli 2008



Prof. Dr. Kresnohadi Ariyoto Karnen
Ketua Tim Penguji



Prof. Dr. Soeroso
Anggota Tim Penguji



Dr. Cynthia Afriani Utama
Anggota Tim Penguji

ABSTRAK

Penelitian ini menguji beberapa faktor yang diduga mempengaruhi struktur modal perusahaan yaitu *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *economic development*, *inflation*, *dummy* variabel negara untuk mencari perbedaan perilaku struktur modal di *emerging market* (3 negara yaitu Indonesia, Singapura, dan Malaysia) dan *dummy* variabel jenis perusahaan untuk mencari perbedaan perilaku struktur modal perusahaan penginapan dan perusahaan perangkat lunak yang tidak terakomodasi pada lima variabel. Basis teoritis dan empiris penelitian ini mengacu pada penelitian Dalbor dan Upneja's (2004), Tang dan Jang (2007), serta Ceng dan Shiu (2007).

Pada penelitian ini pembahasan dan analisis difokuskan kepada faktor-faktor penentu yang dapat mempengaruhi hutang industri penginapan dan industri perangkat lunak di Indonesia, Singapore, dan Malaysia pada kurun waktu tiga tahun, yaitu periode pengamatan 2004 sampai dengan 2006. Karena data yang merupakan gabungan dari data *cross section* dan data *time series* maka model penelitian yang digunakan adalah model *panel data* yang diestimasi dengan *OLS*, *fixed effect* dan *random effect*. Data-data yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari data sekunder, untuk dimasukkan pada sampel akhir maka kriteria yang harus dipenuhi adalah meliputi perusahaan penginapan dan perangkat lunak di Indonesia, Singapore, dan Malaysia yang tersedia di OSIRIS (*biro Van Djiek*) dan memiliki laporan keuangan yang telah diaudit untuk Industri-industri penginapan dan perangkat lunak yang tersedia di OSIRIS (*biro Van Djiek*) dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2006.

Hasil penelitian menemukan bahwa *Growth opportunities* berhubungan negatif dengan penggunaan hutang. Dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage* menunjukkan hubungan positif. Penemuan pada penelitian ini secara keseluruhan mendukung dugaan bahwa dengan adanya aktiva tetap yang besar pada perusahaan dapat mempengaruhi hubungan antara *long term debt* dan *growth opportunity*. Faktor makro ekonomi berupa *economic development* dalam penelitian ini menunjukkan hubungan negatif terhadap penggunaan hutang. Faktor makro ekonomi berupa *inflation* dalam penelitian ini menunjukkan hubungan negatif terhadap penggunaan hutang. Selanjutnya penelitian ini juga menemukan hasil ini yang menunjukkan bahwa *LDR* perusahaan di negara Malaysia lebih tinggi dari *LDR* perusahaan di negara Lainnya. Dan *LDR* perusahaan di negara Singapura lebih tinggi dari *LDR* perusahaan di negara Lainnya. Perusahaan penginapan lebih banyak menggunakan hutang dalam struktur modalnya dibandingkan perusahaan perangkat lunak. Peneliti berharap penemuan dalam penelitian mengenai perusahaan penginapan ini dapat memberikan informasi yang berguna bagi kalangan manajerial dan kreditur mengenai perilaku dalam penggunaan hutang didalam perusahaan.

ABSTRACT

This study validate several factor which is estimated could explain how leverage determinant tangibility, growth opportunities, impact of tangibility in correlation between growth opportunities and leverage, economic development, inflation, dummy country variable to observe the different capital structure behavior in emerging market (Indonesia, Singapore, and Malaysia) and dummy industry variable to observe the different lodging firms and software firms capital structure behavior which did not accommodated by five variable influence firms capital structure. Basis theory and empirical for this study adopted from Dalbor dan Upneja's (2004), Tang dan Jang (2007), and Ceng dan Shiu (2007).

In this study the analyst and the observation, focused to the determinant factors that effected lodging and software firms leverage in Indonesia, Malaysia, and Singapore during three years periode 2004 up to 2006. This study estimated the data penel with ordinary least square, fixed effect, and random effect method. Whereas, the datas for this research using secondary data, sample criteria for this research should be lodging and software firms in Indonesia, Singapore and Malaysia which available in OSIRIS (biro Van Djiek) and has consolidated and audited financial report between 2004 up to 2006.

This study concluded that Growth opportunities have correlation with firms leverage. Impact of tangibility in correlation between growth opportunities and leverage show positif correlation. This finding overall support the expetation that high level of fixed asset could influence the correlation between long-term debt and growth opportunity. Economic development as a makro economic factors in this study show negatif correlation to the long-term debt. Inflation as a makro economic factor also show negatif relation with the long-term debt. Furthermore, this study also found the result that show firms LDR in Malaysia higher than firms LDR in the others country. And firms LDR in Singapore higher than firms LDR in the others country. Lodging firms have higher level of long-term debt in their capital structure than software firms. Author hope the findings on this study about lodging firms can give useful information about use of debt behavior for firms manager and debt holders.

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, atas rahmat dan hidayah-Nya, penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul **“Perbedaan Struktur Modal Industri Penginapan Dan Industri Perangkat Lunak Di Indonesia, Malaysia Dan Singapore”**. Tesis ini diajukan sebagai syarat kelulusan untuk memperoleh gelar Magister dalam Ilmu Manajemen pada Program Pascasarjana Ilmu Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

Didalam penyusunan thesis ini penulis banyak sekali mendapat bantuan, saran, masukan, dukungan serta doa dari berbagai pihak. Oleh sebab itulah, penulis ingin mengucapkan terima kasih setulus-tulusnya terhadap semua pihak yang telah turut membantu penulis menyelesaikan penyusunan thesis ini. Ucapan terima kasih tersebut penulis tujukan kepada:

1. Bapak Ruslan Prijadi, Ph.D., selaku Ketua Program Studi Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
2. Ibu Dr. Cynthia Afriani Utama, selaku dosen Pembimbing yang telah memberikan dukungan, saran, motivasi dan selalu mengingatkan penulis selama proses penyusunan thesis.
3. Seluruh dosen pengajar Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia yang telah banyak membantu penulis didalam proses belajar.

4. Seluruh staf PPIM dan seluruh staf perpustakaan PPIM yang telah banyak membantu penulis dalam mencari jurnal dan artikel-artikel pendukung khususnya Jali, Wahyu, Irma, Banu, dan Syarif yang telah banyak membantu penulis didalam menyelesaikan thesis ini.
5. Kedua orang tuaku Drs. Musyrif Suwardi MM. dan Dr. Nurbayati AS SpOG. Kakak dan adikku M. Rifwansyah SE.Ak dan Harya Romiza Sked. Serta untuk Rika Riri P. Sked. Tanpa kalian semua yang mendukungku secara moral dan materil penulis tidak akan sanggup menyelesaikan thesis ini.
6. Seluruh teman-teman mahasiswa dan mahasiswi PPIM, khususnya angkatan 2006. Penulis banyak mendapat masukan dan dorongan semangat dari teman-teman selama perkuliahan maupun selama pengerjaan thesis ini.

Penulis menyadari bahwa didalam thesis ini masih banyak kekurangan, namun dengan segala kerendahan hati penulis ingin meminta maaf dan mengharapkan masukan-masukan berupa kritik dan saran untuk memperbaiki thesis ini agar menjadi sesuatu yang lebih baik. Akhir kata penulis berharap agar, thesis ini dapat memberikan suatu nilai tambah mengenai pasar modal terhadap semua pihak yang berkepentingan, dan terhadap penulis sebagai khususnya.

Depok, Juli 2008

Ahja Haziqo

DAFTAR ISI

Abstrak	i
Abstract	ii
Kata Pengantar	iii
Daftar Isi	v
Daftar Tabel	vi
Bab 1 Pendahuluan	
1.1 Latar Belakang Penelitian	1
1.2 Perumusan Masalah	7
1.3 Tujuan Penelitian	7
1.4 Manfaat Penelitian	8
1.5 Sistematika Penulisan	9
Bab 2 Tinjauan Pustaka	
2.1 Tangibility	10
2.2 Growth Opportunities	12
2.3 Contry Specific Factors	14
2.3.1 Economic Development	15
2.3.2 Inflation	16
Bab 3 Metodologi Penelitian	
3.1 Ruang Lingkup	18
3.2 Metodic Pengumpulan Data	18
3.3 Metode Model Penelitian	19
3.3.1 Model Fixed effect	19
3.4 Definisi variabel-variabel penelitian	21
3.5 Hipotesis	23
Bab 4 Analisis dan Pembahasan	
4.1 Analisis Deskripsi Statistik	28
4.2 Pengujian Model	30
4.3 Analisis Korelasi Antar Variabel	31
4.4 Analisis Hasil Regresi	35
Bab 5 Kesimpulan Dan Saran	
5.1 Kesimpulan	48
5.2 Saran	51
Daftar Pustaka	54
Lampiran 1 Kompilasi Data	L 1-1
Lampiran 2 Hasil estimasi dengan Model OLS	L 2-1
Lampiran 3 Hasil estimasi dengan Model Fixed Effect	L 3-1
Lampiran 4 Hasil estimasi dengan Model Random Effect	L 4-1

DAFTAR TABEL

Bab 2	
Tabel 1. Ringkasan Literatur	16
Bab 3	
Tabel 1. Ringkasan Hipotesis Model 1	27
Bab 4	
Tabel 1. Uji Normalitas Variabel Dependen LDR	29
Tabel 2. Ringkasan Statistik Deskriptif Variabel Utama Penelitian dengan Variabel Dependen LDR	29
Tabel 3. Hasil Uji Heteroskedastisitas	30
Tabel 4. Hasil Uji <i>Pearson Correlation</i> Antar Variabel	32
Tabel 5. Hasil Uji <i>Spearman's Rho Correlation</i> Antar Variabel	33
Tabel 6. Ringkasan Hasil Regresi OLS	34
Tabel 7. Ringkasan Hasil Regresi Fixed Effect	35
Tabel 8. Ringkasan Hasil Regresi Random Effect	38
Tabel 9. Kesimpulan Hubungan Variabel Independen dengan LDR pada Ketiga Metode Regresi	41

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Dalam menjaga kelangsungan hidup perusahaan dan dalam pengembangannya, perusahaan membutuhkan sumber dana. Alternatif pilihan ada dua, yaitu sumber dana dapat berasal dari hutang (obligasi) ataupun ekuitas. Pemilihan dan pengelolaan sumber dana yang dikelola perusahaan dituntut menjadi struktur modal yang optimal. Berdasarkan teori struktur modal yang dikemukakan (Myers, 1977; Jensen, 1986) mengemukakan bahwa struktur modal perusahaan yang optimal tergantung pada besarnya biaya dan keuntungan dalam penggunaan sumber pendanaan hutang dan ekuitas. Dengan campuran hutang dan ekuitas yang optimal, perusahaan dapat menikmati biaya pendanaan yang rendah dan tentunya juga dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham (Sheel, 1994).

Besarnya campuran penggunaan hutang dan ekuitas yang digunakan suatu perusahaan untuk mendanai kegiatannya sangat ditentukan oleh jenis bisnis dan karakteristik industri tersebut (Tang dan Jang, 2007). Beberapa teori yang membahas beberapa faktor penentu penggunaan hutang antara lain adalah *Static Tradeoff Theory* dan *Pecking Order Theory* (Otavio dan Cecilio, 2003). Berdasarkan teori *static tradeoff*, adanya aktiva tetap yang besar dapat dijadikan sebagai *collateral* hutang, membantu perusahaan untuk meningkatkan penggunaan hutang. Berdasarkan uraian *Static Tradeoff Theory* diatas, *asset tangibility* berhubungan positif dengan hutang. Sedangkan berdasarkan teori

pecking order, perusahaan dengan aktiva tetap yang rendah akan mempunyai banyak masalah yang berhubungan dengan *asymmetric information*¹, hal ini terjadi karena investor kurang mengetahui informasi dibanding para manajer (*firm insiders*) mengenai nilai aset perusahaan, sehingga saham perusahaan pun menjadi salah harga (*mispriced*) oleh pasar (Myers dan Majluf, 1984). Oleh karena itu, perusahaan lebih memilih untuk mengedarkan lebih banyak hutang dari pada mengedarkan ekuitas yang sedang mengalami *underpricing*. Sebaliknya, perusahaan dengan aktiva tetap yang besar, dapat mengedarkan ekuitas pada harga yang wajar, jadi perusahaan tidak perlu mengedarkan hutang untuk mendanai investasi baru. Berdasarkan uraian *Pecking Order Theory* diatas *asset tangibility* berhubungan negatif dengan hutang.

Static tradeoff theory dan *pecking order theory* juga membahas faktor penentu hutang berupa *growth opportunities*. Menurut pandangan teori *static tradeoff* yang juga membahas masalah hubungan *growth opportunities* terhadap hutang memandang bahwa perusahaan dengan tingkat *growth opportunities* yang tinggi, sebaiknya menggunakan sedikit hutang karena besarnya *growth opportunities* menyebabkan besarnya *bankruptcy cost*. Berdasarkan uraian *Static Tradeoff Theory* diatas, *growth opportunities* berhubungan negatif dengan hutang (Otavio dan Cecilio, 2003). Sedangkan menurut teori *pecking order*, ada dua kemungkinan yang terjadi mengenai hubungan *growth opportunities* dengan

¹ *Asymmetric information* antara pemilik dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya. Masalah ini muncul disebabkan oleh manajer melakukan berbagai cara untuk memiliki informasi lebih dibanding investor, misalnya, dengan menyembunyikan, menyamarkan, memanipulasi informasi yang diberikan pada investor. Akibatnya, investor tidak yakin terhadap kualitas perusahaan dan tidak mau membeli saham perusahaan, atau membeli saham perusahaan dengan harga sangat rendah.

hutang: Pertama, perusahaan dengan tingkat *growth opportunities* yang tinggi, akan menjaga rasio hutang mereka pada tingkat yang rendah guna mempertahankan *credit capacity* mereka (*negative impact*). Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan akan menurunkan penggunaan hutang nya pada saat tingkat *growth opportunities* yang tinggi guna memelihara kapasitas hutangnya. Karena dengan dengan tingkat hutang yang rendah perusahaan mampu untuk tetap membayar kewajiban atas hutangnya tersebut. Jadi dalam kondisi ini *growth opportunities* berhubungan negatif dengan hutang. Kedua, perusahaan dengan tingkat *growth opportunities* yang tinggi, biasanya meningkatkan hutang karena membutuhkan dana untuk investasi (*positif impact*). Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan akan meningkatkan penggunaan hutangnya walau pada saat tingkat *growth opportunities* tinggi, hal ini dikarenakan perusahaan membutuhkan dana untuk melakukan proyek investasi. Jadi dalam kondisi ini *growth opportunities* berhubungan positif dengan hutang (Otavio dan Cecilio, 2003).

Berdasarkan pada pandangan *Static Tradeoff Theory* dan *Pecking Order Theory* mengenai faktor penentu hutang berupa *asset tangibility* diatas. Penelitian ini lebih cenderung kepada teori *Static Tradeoff* untuk digunakan sebagai teori yang membahas mengenai faktor *tangibility* mempengaruhi penggunaan hutang. Sebagai contoh, pada industri penginapan yang lebih banyak menggunakan aktiva tetap, memilih sumber pembiayaannya menggunakan sumber pembiayaan yang berasal dari hutang, karena perusahaan lebih memiliki kemampuan untuk dapat mengatasi tekanan keuangan dan resiko kebangkrutan dari proyek investasi yang mereka lakukan. Hal ini dikarenakan perusahaan penginapan memiliki aktiva

yang cukup besar yang dapat dijadikan *collateral* sebagai jaminan kepada kreditur. Dalam teori *Static trade-off* yang juga membahas masalah hubungan *Asset Tangibility* terhadap hutang memandang bahwa *fixed asset* berguna sebagai *collateral* untuk hutang baru.

Faktor penentu hutang berupa *tangibility* yang mempengaruhi struktur modal perusahaan yang diteliti oleh Dalbor and Upneja (2004) dan Tang dan Jang (2007) menyatakan besarnya PP&E (Property, Plant and Equipment) yang digunakan oleh perusahaan biasanya berguna sebagai agunan yang resistan terhadap inflasi untuk pinjaman (Loans). Sebagai konsekuensinya, tingkat suku bunga yang dikenakan pada industri penginapan seharusnya relatif lebih rendah (Arbel and Woods, 1990) dan hotel akan meningkatkan penggunaan *long term debt* sesuai dengan yang diprediksi oleh Jensen and Meckling (1976). Pada penelitian, Tang dan Jang (2007) juga membuktikan bahwa industri penginapan yang lebih banyak menggunakan aktiva tetap yang besar mempunyai *longterm debt* yang lebih besar. Sedangkan pada Industri Pembuatan Perangkat Lunak yang mempunyai karakteristik lebih banyak menggunakan aktiva tak berwujudnya seperti paten, hak cipta, modal sumber daya manusia serta mempunyai biaya tenaga kerja, biaya pemasaran dan biaya riset dan pengembangan yang besar, mempunyai *longterm debt* yang lebih sedikit. Berdasarkan uraian di atas menunjukkan bahwa perusahaan dengan aktiva tetap yang besar lebih baik dibiayai dengan *long term debt* karena kreditur lebih merasa nyaman dengan jenis investasi *real estate* dan modal kerja berupa hutang dapat meredam masalah yang berhubungan dengan *agency problem*.

Berdasarkan teori *Static Tradeoff* yang membahas mengenai faktor *growth opportunities* menyatakan bahwa faktor karakteristik perusahaan berupa *growth opportunities* mempengaruhi penggunaan hutang yang digunakan suatu perusahaan untuk mendanai kegiatannya. Barclay dan Smith (1995) pada penelitiannya mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki *growth opportunities* yang besar sebaiknya menggunakan sedikit hutang. Karena penggunaan hutang yang tinggi dapat mengganggu *expected future growth* karena *debtholders* membatasi perilaku manajemen dan *shareholders* (*agency cost*).

Penelitian ini juga mencoba mengeksplorasi dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*. Walaupun *growth opportunities* yang tinggi menyebabkan semakin besarnya *bankruptcy cost*, namun dalam perusahaan penginapan dengan aktiva tetap yang dijadikan *collateral* hutang, hal ini memperkenankan perusahaan penginapan untuk memperoleh *interest rate* yang rendah dari *lenders*, karena *lenders* merasa adanya *bankruptcy risk* dapat dijamin dengan adanya aktiva tetap yang besar, sehingga perusahaan pun dapat meningkatkan hutangnya.

Karena diduga ada pengaruh faktor makro ekonomi yang mempengaruhi penggunaan hutang maka penelitian ini menggunakan beberapa faktor spesifik penentu hutang antar negara. Faktor-faktor spesifik penentu hutang antar negara perlu dimasukkan menjadi variabel dalam penelitian untuk melihat faktor penentu hutang antar negara tersebut mempengaruhi penggunaan hutang perusahaan di tiap-tiap negara. Sebagai faktor spesifik penentu terhadap hutang antar negara digunakan penentu berupa *economic development* yang melihat tingkat kekayaan

(GDP per kapita) suatu negara berpengaruh terhadap hutang perusahaan dinegara tersebut. Diindikasikan bahwa perusahaan di suatu negara yang kaya mempunyai hutang yang lebih sedikit dari pada perusahaan di suatu negara yang miskin Ceng dan Shiu (2007).

Faktor spesifik penentu hutang antar negara lainnya yang diduga mempunyai pengaruh terhadap penggunaan hutang adalah inflasi. Inflasi memiliki pengaruh dalam penentuan tingkat bunga yang dikenakan atas hutang. Oleh karena itu, dalam penelitian ini menduga bahwa perusahaan di suatu negara yang memiliki inflasi yang tinggi tidak menyukai hutang dari pada perusahaan yang berada di suatu negara yang memiliki inflasi yang rendah.

Berdasarkan uraian diatas, terdapat beberapa faktor yang diduga dapat menjelaskan bagaimana pengaruh faktor penentu hutang terhadap struktur modal perusahaan yaitu *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *economic development*, *inflation*, *dummy* variabel negara untuk mencari perbedaan perilaku struktur modal di *emerging market* (3 negara yaitu Indonesia, Singapura, dan Malaysia) dan *dummy* variabel jenis perusahaan untuk mencari perbedaan perilaku struktur modal perusahaan penginapan dan perusahaan perangkat lunak yang tidak terakomodasi pada lima variabel. Basis teoritis dan empiris penelitian ini akan mengacu pada penelitian Dalbor dan Upneja's (2004), Tang dan Jang (2007), serta Ceng dan Shiu (2007).

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan penjelasan diatas, maka dapat dirumuskan masalah penelitian, yaitu apakah penggunaan hutang dipengaruhi oleh;

1. *Tangibility*,
2. *Growth opportunities*,
3. Dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*,
4. *Economic development*,
5. *Inflation*,
6. Karakteristik negara (*dummy*),
7. Jenis industri (*dummy*).

1.3 Tujuan Penelitian

Sehubungan dengan permasalahan tersebut di atas, maka penelitian ini mempunyai tujuan yaitu; Untuk menguji apakah hutang dipengaruhi oleh;

1. *Tangibility*.
2. *Growth opportunities*.
3. Dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*.
4. *Economic development*.
5. *Inflation*.
6. Karakteristik negara (*dummy*).
7. Jenis industri (*dummy*).

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah: Diharapkan penelitian ini dapat memberikan informasi mengenai penentu hutang berdasarkan karakteristik perusahaan berupa *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, serta faktor penentu hutang secara makro ekonomi berupa *economic development*, dan *inflation* terhadap hutang industri perumahan dan industri perangkat lunak di suatu negara.

Karena dalam kenyataannya bahwa struktur modal yang optimal sulit di capai maka diharapkan hasil penelitian ini dapat menjadi patokan bagi kalangan manajerial mengenai keputusannya dalam menetapkan proporsi hutang dengan melihat faktor penentu hutang berdasarkan karakteristik perusahaan dan faktor penentu hutang secara makro ekonomi pada berbagai industri khususnya pada industri perumahan dan industri perangkat lunak.

Bagi Investor khususnya kreditur hasil penelitian merupakan basis untuk melakukan investasi dalam bentuk pemberian pinjaman hutang kepada suatu perusahaan dengan melihat terlebih dahulu faktor-faktor penentu hutang berdasarkan karakteristik perusahaan yang akan diberi pendanaan dan mempertimbangkan faktor penentu hutang berdasarkan faktor makro ekonomi yang mempengaruhi penggunaan hutang disuatu negara.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dari penelitian ini selanjutnya diuraikan dalam lima bab yang terdiri dari:

1. Bab I menguraikan latar belakang dilakukannya penelitian ini, perumusan masalah penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.
2. Bab II menguraikan tinjauan pustaka yang terdiri dari faktor penentu hutang dari hasil beberapa penelitian sebelumnya.
3. Bab III menguraikan metodologi penelitian yang terdiri dari ruang lingkup, metode pengumpulan data, metode model penelitian, definis variabel-variabel penelitian dan hipotesis.
4. Bab IV menguraikan hasil analisis dan pembahasan dari penelitian yang terdiri dari analisis deskripsi statistik, analisis pengujian model, analisis korelasi antar variabel, dan analisis hasil regresi.
5. Bab V menguraikan kesimpulan hasil penelitian dan saran.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

Berdasarkan penelitian Dalbor dan Upneja's (2004) mengenai penggunaan hutang pada Industri Penginapan di Amerika Serikat dipengaruhi oleh faktor-faktor penentu hutang berupa *growth opportunity*, dan *fixed asset*. Hasil dari penelitiannya ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang (long term debt) meningkat dengan peningkatan kedua faktor penentu hutang yaitu *growth opportunity*, dan *fixed asset*.

Berdasarkan penelitian dan teori struktur modal, lima faktor penentu yang berkorelasi dengan hutang adalah: *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *economic development*, dan *inflation*.

2.1 Tangibility

Secara umum, sumber pembiayaan industri perhotelan menggunakan sumber berasal dari hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Andrew and Schmidgall (1993) menunjukkan bahwa antara 60 sampai dengan 70 persen struktur modal industri perhotelan terdiri atas hutang. Pada penelitian Myers (1977) menyatakan industri perhotelan lebih cenderung menggunakan lebih banyak hutang yang bersifat jangka panjang (*long term debt*). Hal ini dikarenakan industri perhotelan lebih banyak menggunakan aktiva tetap, yang sebaiknya menggunakan lebih banyak hutang, seperti yang di temukan oleh Barclay and

Smith (1995). Dan sebaliknya perusahaan yang mempunyai lebih banyak aktiva yang tak berwujud termasuk biaya tenaga kerja, biaya pemasaran, biaya riset dan pengembangan yang besar sebaiknya menggunakan sedikit hutang. *Tangibility* merupakan ukuran yang digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh kepemilikan PPE (Property, Plant, and Equipment) dapat mempengaruhi peningkatan penggunaan hutang bagi perusahaan. Lebih lanjut penelitian yang dilakukan oleh Wald (1999) menemukan adanya hubungan positif antara penggunaan *assets in place* (Property, Plant, and Equipment) yang banyak dengan penggunaan *long term debt* sebagai sumber pembiayaannya baik untuk industri di dalam maupun di luar negeri. PP&E biasanya berguna sebagai aktiva yang resistan terhadap inflasi untuk pinjaman (Loans). Sebagai konsekuensinya, tingkat suku bunga yang dikenakan pada industri penginapan seharusnya relatif lebih rendah (Arbel and Woods, 1990) dan hotel akan meningkatkan penggunaan *long term debt* sesuai dengan yang diprediksi oleh Jensen and Meckling (1976).

Wald (1999), melakukan penelitian struktur modal perusahaan penginapan juga menyatakan bahwa besarnya jumlah *asset in place* seperti bangunan dan peralatan dapat memperlihatkan kepada para kreditur bahwa aset tersebut masih mempunyai nilai dan menghasilkan nilai ekonomis. Karena perusahaan penginapan biasanya memiliki investasi terbesar dalam bentuk *fixed assets*, hal ini secara langsung menunjukkan bahwa adanya hubungan antara penggunaan hutang dengan jumlah *asset in place* yang digunakan dalam menjalankan perusahaan penginapan.

Penelitian Tang dan Jang (2007) mengemukakan bahwa perusahaan penginapan dengan tingkat aktiva tetap yang besar memiliki hutang yang lebih besar dibanding perusahaan perangkat lunak yang aktiva tetap mereka lebih rendah.

2.2 Growth Opportunity

Dalam hubungannya dengan *leverage*, perusahaan dengan *growth opportunities* yang tinggi sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham, kreditur dan manajemen perusahaan. Myers (1977) menyatakan perusahaan dengan *future growth tinggi* akan mengurangi insentif untuk menggunakan hutang dikarenakan adanya resiko *under investment*. Dalam teori *Static Tradeoff* menjelaskan bahwa dengan *growth opportunities* yang tinggi mengakibatkan semakin besar *bankruptcy risk*, implikasinya dengan *bankruptcy risk* yang tinggi perusahaan akan menurunkan penggunaan hutang. Sehingga diduga ada hubungan negatif antara *expected growth* dengan penerbitan hutang baru jangka panjang.

Selanjutnya penelitian ini mencoba melihat dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*. Dalbor dan Upneja's (2004) melakukan penelitian pada industri penginapan yang menyatakan bahwa hubungan *growth opportunities* dengan penggunaan hutang dipengaruhi oleh aktiva tetap yang dimiliki perusahaan. Penemuan pada penelitian ini secara keseluruhan mendukung dugaan bahwa dengan adanya aktiva tetap yang besar

pada perusahaan penginapan dapat mempengaruhi hubungan antara *long term debt* dan *growth opportunity* yang mereka lakukan pada penelitian sebelumnya (Upneja dan Dalbor, 2001b). Dalam teori *Static Tradeoff* diatas menjelaskan bahwa dengan *growth opportunities* yang tinggi mengakibatkan semakin besar *bankruptcy risk*, implikasi nya dengan *bankruptcy risk* yang tinggi perusahaan akan menurunkan penggunaan hutang. Namun dalam industri penginapan walaupun *growth opportunities* yang tinggi menyebabkan semakin besar nya *bankruptcy cost*, dengan adanya aktiva tetap yang besar (*collateral*) dapat menjamin para kreditur untuk meningkatkan dana pinjamannya ke perusahaan penginapan.

Dengan mengeksplorasi dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, penelitian ini menguji apakah hubungan positif yang terjadi antara *growth opportunities* dengan *long-term debt* pada perusahaan penginapan disebabkan oleh adanya investasi dalam bentuk aktiva berupa *Property, Plant and Equipment*. Dengan aktiva tetap yang dijadikan *collateral* hutang, hal ini memperkenankan perusahaan penginapan untuk memperoleh *interest rate* yang rendah dari *lenders*, sehingga perusahaan pun meningkatkan hutangnya. Penelitian ini mungkin menunjukkan suatu jenis investasi yang dibentuk oleh perusahaan hotel lebih baik dibiayai dengan *long term debt* karena kreditur lebih merasa nyaman dengan jenis investasi *real estate* dan modal kerja berupa hutang baik dalam mengendalikan segala masalah yang berhubungan dengan *agency problem*. Industri padat modal lainnya dapat juga mempunyai suatu hubungan yang sama dengan industri penginapan. Seperti yang

diungkapkan oleh Myers (2001), teori struktur modal tidak dikhususkan secara menyeluruh diterapkan pada suatu kelompok industri saja. Penelitian ini mengungkapkan, suatu pengujian terhadap suatu industri secara individu yang mengungkapkan hasil yang berbeda dari kebanyakan literatur yang melakukan penelitian pada berbagai macam industri secara bersama-sama.

Lebih lanjut, Tang dan Jang (2007) menyatakan bahwa jika investasi untuk *growth opportunity* dibuat dalam bentuk aktiva tetap (tanah, bangunan, dan peralatan) perusahaan penginapan seharusnya dapat memperoleh pinjaman hutang dengan biaya yang rendah dengan tanpa melihat resiko potensial yang berhubungan dengan investasi tersebut. Berdasarkan pada penemuan dari penelitian ini, hal diatas tidak mengagetkan jika perusahaan yang mempunyai tingkat aktiva tetap yang tinggi pada industri lain mengikuti perilaku pendanaan hutang yang sama.

2.4 Country Specific Factors

Secara umum diketahui bahwa kondisi makro ekonomi berbeda antara negara di *emerging market* (3 negara yaitu Indonesia, Singapura, dan Malaysia). Seperti dalam penelitian Cheng dan Shiu, 2006 secara jelas mengemukakan bahwa faktor makro ekonomi berupa *economic cevelopment* dan *inflation* berpengaruh terhadap penggunaan hutang perusahaan disuatu negara. Penelitian Delcoure, 2005 menunjukkan bahwa beberapa faktor makro ekonomi menyebabkan perbedaan penggunaan jumlah hutang perusahaan di negara ceko dengan jumlah hutang perusahaan di polandia, rusia, dan slovakia.

Karena faktor penentu hutang berupa GDP per kapita dan Inflasi di setiap negara berbeda-beda, maka diduga tingkat hutangnya juga berbeda-beda. Pengaruh faktor GDP per kapita dan Inflasi terhadap leverage akan dijelaskan sebagai berikut.

2.4.1 Economic Development

Dengan melihat faktor *economic development* penelitian ini juga mengklarifikasi apakah perusahaan dalam *emerging markets* atau *underdeveloped countries* mempunyai perbedaan dalam penggunaan hutang dibanding dengan perusahaan di *developed countries*. Proxy untuk *economic development* digunakan adalah GDP per kapita. GDP digunakan tidak hanya untuk mengukur seberapa banyak barang dan jasa (*output*) yang diproduksi oleh suatu negara dalam suatu periode tertentu, tapi juga sebagai pengukuran kesejahteraan penduduk sebuah negara. *Economic development* yang dilihat dari GDP per kapita juga menunjukkan hasil bahwa perusahaan di suatu negara dengan tingkat GDP per kapita yang tinggi (kaya) diperkirakan telah memiliki tingkat konsumsi, investasi, pemerintah, dan ekspor neto yang tinggi sehingga cenderung mempunyai hutang yang lebih sedikit dari pada perusahaan di suatu negara yang tingkat GDP per kapitanya rendah (miskin) (Cheng dan Shiu, 2006). Jadi secara umum, dapat dijelaskan bahwa faktor penentu GDP per kapita berhubungan negatif dengan hutang, karena GDP per kapita merupakan indikator yang mencerminkan pertumbuhan ekonomi di suatu negara.

2.4.2 Inflation

Secara umum, inflasi adalah tingkat perubahan dalam harga-harga, dan tingkat harga adalah akumulasi dari inflasi-inflasi terdahulu. Inflasi memiliki pengaruh dalam penentuan tingkat bunga yang dikenakan atas hutang. Oleh karena itu, dalam penelitian ini diindikasikan bahwa perusahaan di suatu negara yang memiliki inflasi yang tinggi tidak menyukai hutang dari pada perusahaan yang berada di suatu negara yang memiliki inflasi yang rendah. Menyangkut masalah faktor spesifik berupa inflasi penelitian Cheng dan Shiu (2006) juga menunjukkan hasil bahwa perusahaan di suatu negara yang memiliki inflasi yang tinggi tidak menyukai hutang dari pada perusahaan yang berada di suatu negara yang memiliki inflasi yang rendah.

Sesuai dengan uraian literatur yang telah diuraikan diatas tabel berikut menjelaskan ringkasan dari literatur yang digunakan dengan penelitian ini.

Tabel 1
Ringkasan Literatur

<i>Tangibility</i>	Tang dan Jang, 2007	<i>Leverage</i> berkorelasi positif dengan <i>tangibility</i> . Sebagai contoh perusahaan penginapan dengan tingkat aktiva tetap yang besar memiliki hutang yang lebih besar dibanding perusahaan perangkat lunak yang aktiva tetap mereka lebih rendah.
--------------------	---------------------	--

<i>Growth Opportunities</i>	Dalbor dan Upneja's, 2004	<i>Leverage</i> berkorelasi negatif dengan <i>growth opportunities</i> . <i>Growth opportunities</i> yang tinggi mengakibatkan semakin besar <i>bankruptcy risk</i> , implikasi nya dengan <i>bankruptcy risk</i> yang tinggi perusahaan akan menurunkan penggunaan hutang.
Dampak tangibility terhadap hubungan antara <i>growth opportunities</i> dan <i>leverage</i>.	Tang dan Jang, 2007	Hubungan <i>growth opportunities</i> dengan <i>leverage</i> dipengaruhi oleh aktiva tetap yang dimiliki perusahaan.
<i>Economic Development</i>	Cheng dan Shiu, 2006	<i>Leverage</i> berkorelasi negatif dengan <i>economic development</i> . Negara dengan tingkat GDP per kapita yang tinggi (kaya) diperkirakan telah memiliki tingkat konsumsi, investasi, pemerintah, dan ekspor neto yang tinggi sehingga cenderung mempunyai hutang yang lebih sedikit dari pada perusahaan di suatu negara yang tingkat GDP per kapitanya rendah (miskin).
<i>Inflation</i>	Cheng dan Shiu, 2006	<i>Leverage</i> berkorelasi negatif dengan <i>inflation</i> . Perusahaan di suatu negara yang memiliki inflasi yang tinggi tidak menyukai hutang dari pada perusahaan yang berada di suatu negara yang memiliki inflasi yang rendah.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Ruang Lingkup

Dalam studi ini pembahasan dan analisis, difokuskan kepada faktor-faktor penentu yang dapat mempengaruhi hutang industri penginapan dan industri perangkat lunak di Indonesia, Singapore, dan Malaysia pada kurun waktu tiga tahun, yaitu periode pengamatan 2004 sampai dengan 2006. Selanjutnya, analisis determinan tertentu berupa: *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *economic development*, *inflation*, *dummy country*, dan *dummy industry* mempengaruhi struktur modal industri penginapan dan industri perangkat lunak di Indonesia, Singapore, dan Malaysia antara 2004 sampai dengan 2006.

3.2 Metode Pengumpulan Data

Sedangkan, data-data yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari data sekunder, untuk dimasukkan pada sampel akhir maka kriteria yang harus dipenuhi adalah meliputi:

- a. Perusahaan penginapan dan perangkat lunak di Indonesia, Singapore, dan Malaysia yang tersedia di OSIRIS (*biro Van Djiek*).
- b. Memiliki laporan keuangan yang telah diaudit untuk Industri-industri penginapan dan perangkat lunak yang tersedia di OSIRIS (*biro Van Djiek*) dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2006.

3.3 Metode Model Penelitian

Berdasarkan pada teori struktur modal dan penelitian-penelitian mengenai struktur modal maka penelitian ini akan menggunakan beberapa variabel dari penelitian yang dilakukan sebelumnya sebagai determinan dari struktur modal yaitu *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *economic development*, dan *inflation*. Untuk kedua industri penginapan dan perangkat lunak menggunakan data yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan periode tahun 2004 sampai dengan 2006.

Karena data yang merupakan gabungan dari data *cross section* dan data *time series* maka model penelitian yang digunakan adalah model *panel data* yang diestimasi dengan *OLS*, *fixed effect* dan *random effect*. Untuk menganalisis pengaruh *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *economic development*, dan *inflation* terhadap hubungan dengan jenis perusahaan dan rasio hutang jangka panjang maka diberikan penjelasan model penelitian dengan menggunakan model efek tetap pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

3.3.1 Model Fixed Effect

Untuk menangkap dan mengetahui pengaruh perbedaan perilaku manjerial keempat puluh enam perusahaan tersebut mengenai hubungan *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *economic development*, dan *inflation* terhadap *long-term debt*, maka digunakan model penelitian yang digunakan adalah model dengan metode efek tetap dengan data yang bersifat *panel data*. Adapun persamaan model

penelitian dengan menggunakan model efek tetap pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{LDR}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{FIXED ASSETS}_{it} + \beta_2 \text{MARKET TO BOOK}_{it} + \\ & \beta_3 (\text{TG} \times \text{GW})_{it} + \beta_4 \text{GDP}_{it} + \beta_5 \text{INFLATION}_{it} + \beta_6 \text{D COUNTRY1}_{it} \\ & + \beta_7 \text{D COUNTRY2}_{it} + \beta_8 \text{D INDUSTRI}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1a)$$

Keterangan :

LDR_{it}	=	Hutang Jangka Panjang / Total Aktiva
TANGIBILITY_{it}	=	$\text{FIXED ASSETS} = \text{PP\&E} / \text{Total Aktiva}$
GROWTH_{it}	=	$\text{MARKET TO BOOK} = \text{Harga Saham} / \text{Laba}$
$(\text{TG} \times \text{GW})_{it}$	=	$\text{TG} \times \text{GW} = \text{TANGIBILITY} \times \text{GROWTH}$
GDP_{it}	=	GDP PER CAPITA
INFLATION_{it}	=	COUNTRY INFLATION
D COUNTRY1_{it}	=	$\text{MALAYSIA} = 1, \text{LAINNYA} = 0$
D COUNTRY2_{it}	=	$\text{SINGAPORE} = 1, \text{LAINNYA} = 0$
D INDUSTRI_{it}	=	$\text{PENGINAPAN} = 1, \text{Lainya} = 0$
β_0	=	Nilai konstanta sebagai <i>intercept</i> persamaan linier berganda
$\beta_1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8$	=	Koefisien regresi untuk variabel bebas yang mengukur pengaruh variabel bebas <i>tangibility</i> , <i>growth opportunities</i> , dampak <i>tangibility</i> terhadap hubungan antara <i>growth opportunities</i> dan <i>leverage</i> , <i>economic development</i> , <i>inflation</i> , <i>D Country1</i> , <i>D Country2</i> , dan <i>D Industry</i> terhadap variabel terikat.
ε	=	<i>error term</i>
i	=	emiten
t	=	waktu

3.4 Definisi Variabel-variabel Penelitian

Sesuai dengan Kerangka dan Model Teoritik yang dijelaskan di muka, definisi variabel dan hipotesis yang berkaitan dengan model diatas adalah:

a. *Leverage*

Leverage yang akan digunakan di dalam penelitian ini merupakan *proxy* dari struktur modal dan diukur dengan rasio Hutang Jangka Panjang terhadap Total Aktiva (*Long-term debt to Total Assets Ratio*) yaitu rasio yang mengukur penggunaan hutang jangka panjang yang dialokasikan menjadi aktiva tetap perusahaan. Selain itu rasio ini juga dapat memberikan informasi mengenai perilaku hutang perusahaan peminangan yang biasanya menggunakan *long-term debt* untuk mendanai *growth* industri peminangan. Rasio ini mengikuti penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Tang dan Jang (2007).

$$\text{Leverage} = \text{Hutang Jangka Panjang} / \text{Total Aktiva}$$

b. *Tangibility*

Tangibility adalah ukuran yang digunakan untuk mengetahui seberapa besar aktiva tetap yang dimiliki perusahaan dapat dijadikan sebagai *collateral* hutang. *Tangibility* dalam penelitian ini diukur dengan rasio PP&E (Property, Plant and Equipment) terhadap Total Asset. Rasio ini mengikuti penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Tang dan Jang (2007).

$$\text{Tangibility} = \text{PP\&E} / \text{Total Aktiva}$$

c. *Growth Opportunities*

Growth Opportunities dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *market to book ratio*. *Market to book ratio* dapat menangkap nilai relatif dari *growth opportunities* yang dilihat oleh pasar. *Market value* merefleksikan harapan pasar terhadap ekuitas yang ada dan pendapatan di masa depan perusahaan. Karena pendapatan di masa depan berguna sebagai *proxy* untuk *growth opportunities*, penelitian ini mencoba menggunakan *market to book ratio* yang menyajikan harapan *growth opportunities* perusahaan di masa depan terhadap *book value*. Rasio ini didasarkan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Tang dan Jang (2007).

$$\text{Market To Book Ratio} = \text{Market Value} / \text{Book Value}$$

d. *Economic Development*

Economic development yang melihat tingkat kekayaan yang di *proxy* kan dengan GDP per kapita yang diperoleh dari GDP negara dibagi dengan Populasi Penduduk suatu negara berpengaruh terhadap hutang perusahaan dinegara tersebut.

$$\text{GDP Per Capita} = \text{GDP} / \text{Population}$$

e. *Inflation*

Inflasi diukur dengan GDP deflator tahun sekarang dikurangi GDP deflator tahun sebelumnya, dibagi dengan GDP deflator tahun sebelumnya. Faktor spesifik berupa inflasi memiliki pengaruh dalam penentuan tingkat bunga yang dikenakan atas hutang.

$$\text{Inflation} = \frac{\text{GDPdeflator}_t - \text{GDPdeflator}_{t-1}}{\text{GDPdeflator}_{t-1}}$$

f. *Dummy Country*

Untuk mencari perbedaan perilaku struktur modal di *emerging market* (3 negara yaitu Indonesia, Singapura, dan Malaysia) yang tidak terakomodasi pada variabel makro ekonomi dan diduga ada faktor makro ekonomi lain yang mempengaruhi penggunaan hutang disuatu negara, maka digunakan *dummy* variabel negara.

D country 1 sebagai *dummy* variabel dengan nilai 1 untuk negara Malaysia dan 0 untuk negara Lainnya.

D country 2 sebagai *dummy* variabel dengan nilai 1 untuk negara Singapura dan 0 untuk negara Lainnya.

g. *Dummy Industry*

Untuk mencari perbedaan perilaku struktur modal perusahaan penginapan dan perusahaan perangkat lunak yang tidak terakomodasi pada lima variabel maka digunakan *dummy* variabel jenis industri.

Dummy Industry sebagai *dummy* variabel dengan nilai 1 untuk data perusahaan penginapan dan 0 untuk data perusahaan perangkat lunak.

3.5 Hipotesis

Hipotesis yang akan digunakan di dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis I.1:

Tangibility, diukur dengan rasio PP&E (*Property, Plant and Equipment*) terhadap Total Asset, PP&E biasanya berguna sebagai agunan yang resistan terhadap inflasi untuk pinjaman (*Loans*). Sebagai konsekuensinya, tingkat suku bunga yang dikenakan pada industri penginapan seharusnya relatif lebih rendah (Arbel and Woods, 1990) dan hotel akan meningkatkan penggunaan *long-term debt* sesuai dengan yang diprediksi oleh Jensen and Meckling (1976). Berdasarkan uraian tersebut, maka *Tangibility* dihipotesiskan berhubungan positif dengan perubahan rasio *long-term debt*.

HI.1 : *PPE/TA* berhubungan positif dengan *LDR*.

Hipotesis I.2:

Growth opportunities yang tinggi menyebabkan semakin besarnya *bankruptcy risk*. Oleh karena itu, perusahaan dengan *growth opportunities* yang tinggi akan mempertahankan rasio hutang yang rendah guna meminimalisasikan *bankruptcy risk*.

HI.2 : *PBV* berhubungan negatif dengan *LDR*.

Hipotesis I.3:

Dengan semakin meningkatnya *growth opportunities* maka semakin besarnya *bankruptcy risk*, sehingga perusahaan akan menurunkan penggunaan hutangnya. Namun dalam perusahaan penginapan dengan aktiva tetap yang dijadikan *collateral* hutang, hal ini memperkenankan perusahaan penginapan untuk

memperoleh *interest rate* yang rendah dari *lenders*, karena *lenders* merasa adanya *bankruptcy risk* dapat dijamin dengan adanya aktiva tetap yang besar, sehingga perusahaan pun dapat meningkatkan hutangnya.

HI.3 : Hubungan negatif antara *growth opportunities* dan *leverage* lebih lemah untuk perusahaan yang sarat dengan aktiva tetap.

Hipotesis I.4:

Economic development, merupakan variabel atau faktor spesifik penentu terhadap hutang antar negara. Faktor-faktor spesifik tersebut perlu dimasukkan menjadi variabel dalam penelitian untuk melihat faktor penentu hutang antar negara secara spesifik mempengaruhi penggunaan hutang perusahaan di tiap-tiap negara. Sebagai faktor spesifik penentu terhadap hutang antar negara digunakan penentu berupa *economic development* yang melihat tingkat kekayaan (GDP per kapita) suatu negara berpengaruh terhadap hutang perusahaan dinegara tersebut. Diindikasikan bahwa perusahaan di suatu negara yang kaya mempunyai hutang yang lebih sedikit dari pada perusahaan di suatu negara yang miskin.

HI.4 : *GDP* berhubungan negatif dengan *LDR*.

Hipotesis I.5:

Inflation Inflasi memiliki pengaruh dalam penentuan tingkat bunga yang dikenakan atas hutang. Oleh karena itu, dalam penelitian ini diindikasikan bahwa perusahaan di suatu negara yang memiliki inflasi yang tinggi tidak menyukai hutang dari pada perusahaan yang berada di suatu negara yang memiliki inflasi yang rendah.

HI.5 : *Inflation* berhubungan negatif dengan *LDR*.

Hipotesis I.6 dan I.7:

Berdasarkan faktor makro ekonomi yang mempengaruhi besarnya penggunaan hutang perusahaan di suatu negara. Maka dihipotesiskan hipotesis HI.6 dan HI.7 yang tidak terakomodasi di HI.4 dan HI.5.

HI.6 : *LDR* perusahaan di negara Malaysia lebih rendah dari *LDR* perusahaan di negara Lainnya.

HI.7 : *LDR* perusahaan di negara Singapura lebih rendah dari *LDR* perusahaan di negara Lainnya.

Hipotesis I.8:

Secara umum, sumber pembiayaan industri perhotelan menggunakan sumber pembiayaan yang berasal dari hutang. Pada penelitian Myers (1977) menyatakan industri perhotelan lebih cenderung menggunakan lebih banyak hutang yang bersifat jangka panjang (*long term debt*). Sedangkan struktur modal industri perangkat lunak lebih sedikit dalam penggunaan hutang, Tang dan Jang (2007). Sehingga pada penelitian ini diduga perusahaan penginapan mempunyai *long-term debt* yang lebih tinggi dibandingkan pada industri perangkat lunak.

HI.8 : *LDR* perusahaan penginapan lebih tinggi daripada *LDR* perusahaan perangkat lunak.

Berikut ini disajikan ringkasan hipotesis penelitian

Tabel 1
Ringkasan Hipotesis

Variabel Dependent	Variabel Independent	Hipotesis
LDR	PPE/TA	+
LDR	PBV	-
LDR	PPE/TA x PBV	+
LDR	GDP Per Capita	-
LDR	Inflation	-
LDR	Dummy Country 1	-
LDR	Dummy Country 2	-
LDR	Dummy Industry	+

Berdasarkan hipotesis diatas maka dapat dibentuk model estimasi atas variabel terikat dan variabel-variabel bebas dengan menggunakan metode efek tetap (*fixed effect*). Dengan menggunakan metode *Fixed Effect* diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{LDR}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ Fixed Assets}_{it} - \beta_2 \text{ Market to Book}_{it} + \beta_3 (\text{TG X GW})_{it} - \beta_4 \\
 & \text{GDP}_{it} \\
 & - \beta_5 \text{ Inflation}_{it} + \beta_6 \text{ D Country1}_{it} + \beta_7 \text{ D Country2}_{it} + \beta_8 \text{ D Industri}_{it}
 \end{aligned}$$

(1b)

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Penelitian dilakukan dengan mengumpulkan data laporan keuangan tahunan perusahaan yang masih beroperasi sampai dengan tahun 2006. Data yang diambil adalah laporan keuangan perusahaan yang terdapat pada *data base* OSIRIS untuk tahun 2004 sampai dengan tahun 2006. Perusahaan yang beroperasi hingga akhir tahun 2006 yang memenuhi kriteria adalah berjumlah 32 perusahaan penginapan dan 14 perusahaan perangkat lunak. Dengan demikian, yang digunakan dalam penelitian adalah Laporan Keuangan 46 perusahaan selama 3 tahun atau berjumlah 138 observasi.

4.1 Analisis Deskripsi Statistik

Statistik deskriptif, korelasi, model regresi majemuk dan pengujian normalitas, multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan otokorelasi dilakukan dengan menggunakan Eviews 5. Rentang pengamatan yang digunakan untuk menghitung perubahan rasio hutang (LDR) dalam penelitian ini adalah tahun 2004 sampai tahun 2006.

Kemudian dilakukan uji normalitas guna mengetahui apakah LDR terdistribusi secara normal. Ukuran standar distribusi normal adalah jika hasil *skewness* 0 (nol) dan kurtosis 3 (tiga). Dengan kata lain, nilai ekstrem (*outliers*) adalah observasi yang memiliki nilai kurtosis lebih besar dari +3 atau lebih kecil dari -3 (Utama, 2006). Berdasarkan uji statistik pada Lampiran diperoleh nilai

kurtosis 3,92 untuk LDR. Hasil statistik deskriptif meliputi *skewness*, *kurtosis*, dan *range* (selisih nilai maksimum dan minimum) disimpulkan pada Tabel 1. Tabel 1 menunjukkan bahwa variabel dependen LDR terdistribusi dengan normal.

Tabel 1
Uji Normalitas Variabel Dependen LDR

	<i>Skewness</i>	<i>Kurtosis</i>	<i>Range</i>
LDR	0,86	3,92	0,82

Selanjutnya ditelaah statistik deskriptif untuk variabel utama yang digunakan pada model penelitian ini (lihat Tabel 2). Tabel 2 menunjukkan ringkasan statistik deskriptif variabel yang digunakan. Perusahaan penginapan memiliki LDR, Tangibility, dan GDP yang lebih tinggi daripada Perusahaan perangkat lunak. Jika dilihat dari karakteristik perusahaan penginapan, tingginya LDR menandakan perusahaan penginapan mampu memperoleh pinjaman hutang yang tinggi karena adanya *tangibility of asset* yang tinggi yang dimiliki perusahaan.

Tabel 2
Ringkasan Statistik Deskriptif Variabel Utama Penelitian dengan Variabel Dependen LDR
 Descriptive Statistic

Variabel	Perusahaan Penginapan				
	Mean	S.Dev	Min	Max	Kurtosis
LDR	0,219844	0,150128	0,001000	0,820000	4,248329
Tangibility	0,493958	0,259483	0,010000	0,970000	1,971167
Growth Opportunities	0,873854	0,734885	0,080000	5,210000	14,22071
GDP	4,163333	1,283112	2,080000	5,710000	1,856065
Inflation	5,730208	4,860517	0,210000	14,78000	2,013240

Variabel	Perusahaan Perangkat Lunak				
	Mean	S.Dev	Min	Max	Kurtosis
LDR	0,033298	0,056379	0,000200	0,190000	5,497413
Tangibility	0,154881	0,114586	0,010000	0,410000	2,482288
Growth Opportunities	2,604048	2,247661	0,530000	8,180000	2,959748
GDP	3,566190	0,895171	2,080000	5,710000	3,581151
Inflation	7,493095	4,424459	0,210000	14,78000	1,598207

4.2 Pengujian Model

Untuk menguji model, maka dilakukan regresi dengan metode *ordinary least squared*, *fixed effect*, dan *random effect*. Analisa dilakukan dengan menganalisis faktor secara bersama-sama terhadap struktur modal, yaitu *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *economic development*, dan *inflation* terhadap struktur modal industri penginapan dan industri perangkat lunak. Hasil pengujian untuk *ordinary least square*, *fixed effect*, dan *random effect* dapat dilihat pada lampiran. Ringkasan hasil proses regresi *OLS*, *fixed effect*, dan *random effect* dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 3
Hasil regresi *OLS*, *Fixed Effect*, dan *Random Effect*

	Model OLS	Model Fixed Effect	Model Random Effect
Heteroscedasticity	White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)	White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)	White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Sumber : Data Olahan

Untuk menghindari masalah heteroskedastisitas maka pada kedua model telah diberi perlakuan *cross section weight* dan *white heteroskedasticity-consistent*

standart errors & variance sehingga dapat disimpulkan model telah terbatas dari masalah heteroskedastisitas.

4.3 Analisis Korelasi Antar Variabel

Uji *Pearson Correlation* memberikan hasil bahwa variabel *Tangibility*, Dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, dan Variabel *Dummy industry* berpengaruh positif terhadap *LDR* sesuai dengan hipotesis HI.1, HI.3, dan HI.8. Untuk variabel *Growth Opportunities*, dan variabel *Dummy country 1* berpengaruh negatif terhadap *LDR* sesuai dengan hipotesis HI.2, dan HI.6. Sedangkan variabel *Inflation* berpengaruh negatif terhadap *LDR*, namun tingkat signifikansinya hanya dibawah 10% sesuai dengan hipotesis HI.5. Variabel *economic development* dan *dummy country 2* koefisien korelasi berbeda dari hipotesa.

Karena koefisien korelasi *Pearson* dapat dipengaruhi nilai ekstrim, maka juga dilakukan uji korelasi *Spearman*. Uji *Spearman's rho Correlation* membuktikan bahwa *tangibility*, *growth opportunities*, Dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *inflation*, *dummy country 1*, dan *dummy industry* memiliki korelasi sesuai hipotesis HI.1, HI.2, HI.3, HI.5, HI.6, dan HI.8.

Tabel 4
Hasil Uji Pearson Correlation Antar Variabel

		Correlations								
		LDR	TANG	GROW	TAGO	GDP	INF	DCON1	DCON2	DIND
LDR	Pearson Correlation	1	,271(**)	-,227(**)	,225(**)	,208(**)	-,134	-,290(**)	,317(**)	,556(**)
	Sig. (1-tailed)		,001	,004	,004	,007	,059	,000	,000	,000
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
TANG	Pearson Correlation	,271(**)	1	-,329(**)	,430(**)	,079	-,040	-,110	,120	,571(**)
	Sig. (1-tailed)	,001		,000	,000	,178	,320	,099	,081	,000
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
GROW	Pearson Correlation	-,227(**)	-,329(**)	1	,398(**)	-,048	,093	,299(**)	-,194(*)	-,503(**)
	Sig. (1-tailed)	,004	,000		,000	,287	,138	,000	,011	,000
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
TAGO	Pearson Correlation	,225(**)	,430(**)	,398(**)	1	-,043	,098	,015	-,040	,118
	Sig. (1-tailed)	,004	,000	,000		,307	,126	,430	,320	,087
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
GDP	Pearson Correlation	,208(**)	,079	-,048	-,043	1	-,771(**)	-,163(*)	,851(**)	,228(**)
	Sig. (1-tailed)	,007	,176	,287	,307		,000	,028	,000	,004
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
INF	Pearson Correlation	-,134	-,040	,093	,098	-,771(**)	1	,111	-,638(**)	-,170(*)
	Sig. (1-tailed)	,059	,320	,138	,126	,000		,098	,000	,023
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
DCON1	Pearson Correlation	-,290(**)	-,110	,299(**)	,015	-,163(*)	,111	1	-,656(**)	-,255(**)
	Sig. (1-tailed)	,000	,098	,000	,430	,028	,098		,000	,001
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
DCON2	Pearson Correlation	,317(**)	,120	-,194(*)	-,040	,851(**)	-,638(**)	-,656(**)	1	,310(**)
	Sig. (1-tailed)	,000	,081	,011	,320	,000	,000	,000		,000
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
DIND	Pearson Correlation	,556(**)	,571(**)	-,503(**)	,116	,228(**)	-,170(*)	-,255(**)	,310(**)	1
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	,000	,087	,004	,023	,001	,000	
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138

** Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

Tabel 4
Hasil Uji Pearson Correlation Antar Variabel

		Correlations								
		LDR	TANG	GROW	TAGO	GDP	INF	DCON1	DCON2	DIND
LDR	Pearson Correlation	1	,271(**)	-,227(**)	,225(**)	,208(**)	-,134	-,290(**)	,317(**)	,556(**)
	Sig. (1-tailed)		,001	,004	,004	,007	,059	,000	,000	,000
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
TANG	Pearson Correlation	,271(**)	1	-,329(**)	,430(**)	,079	-,040	-,110	,120	,571(**)
	Sig. (1-tailed)	,001		,000	,000	,176	,320	,099	,081	,000
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
GROW	Pearson Correlation	-,227(**)	-,329(**)	1	,398(**)	-,048	,093	,299(**)	-,194(*)	-,503(**)
	Sig. (1-tailed)	,004	,000		,000	,287	,138	,000	,011	,000
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
TAGO	Pearson Correlation	,225(**)	,430(**)	,398(**)	1	-,043	,098	,015	-,040	,116
	Sig. (1-tailed)	,004	,000	,000		,307	,126	,430	,320	,087
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
GDP	Pearson Correlation	,208(**)	,079	-,048	-,043	1	-,771(**)	-,163(*)	,851(**)	,228(**)
	Sig. (1-tailed)	,007	,178	,287	,307		,000	,028	,000	,004
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
INF	Pearson Correlation	-,134	-,040	,093	,098	-,771(**)	1	,111	-,638(**)	-,170(*)
	Sig. (1-tailed)	,059	,320	,138	,126	,000		,098	,000	,023
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
DCON1	Pearson Correlation	-,290(**)	-,110	,299(**)	,015	-,163(*)	,111	1	-,656(**)	-,255(**)
	Sig. (1-tailed)	,000	,099	,000	,430	,028	,098		,000	,001
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
DCON2	Pearson Correlation	,317(**)	,120	-,194(*)	-,040	,851(**)	-,638(**)	-,656(**)	1	,310(**)
	Sig. (1-tailed)	,000	,081	,011	,320	,000	,000	,000		,000
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138
DIND	Pearson Correlation	,556(**)	,571(**)	-,503(**)	,116	,228(**)	-,170(*)	-,255(**)	,310(**)	1
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	,000	,087	,004	,023	,001	,000	
	N	138	138	138	138	138	138	138	138	138

** Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

4.4 Analisis Hasil Regresi

Hasil pengujian regresi dengan pendekatan *OLS* dengan menggunakan aplikasi Eviews 5 dapat dilihat dalam tabel ringkasan berikut ini.

Tabel 6
Ringkasan Hasil Regresi OLS

Variabel	LDR
C	0,5736 (0,0014)
TANG	-0,1232 (0,0000)***
GROW	-0,0041 (0,0002)***
TAGO	0,0592 (0,0041)***
GDP	-0,2389 (0,0022)***
INF	-0,0017 (0,0150)**
DCON1	0,3612 (0,0072)***
DCON2	0,8670 (0,0016)***
DIND	0,2199 (0,0000)***
R-squared	0,7411
Adjusted R-squared	0,7251
F	46,168
Sig. F	0,0000***
*** signifikan pada tingkat keyakinan 1 % ** signifikan pada tingkat keyakinan 5 % * signifikan pada tingkat keyakinan 10 %	

Sumber : Data Olahan

Model regresi *OLS* signifikan secara statistik pada tingkat 1% (dilihat dari Sig.F) seperti ditunjukkan dalam Tabel 6. Dengan taraf $\alpha = 1\%$ pada regresi dengan estimasi *OLS*, variabel-variabel bebas *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *economic development*, *dummy country 1*, *dummy country 2*, dan *dummy industry*

berpengaruh signifikan terhadap penggunaan hutang. Untuk variabel bebas *inflation* berpengaruh signifikan terhadap penggunaan hutang dengan taraf $\alpha = 5\%$. Sedangkan nilai koefisien determinasi sebesar 0,7411 yang berarti model mampu menjelaskan keragaman struktur modal sebesar 74,11%.

Untuk memastikan model mana yang cocok untuk data panel yang tersedia maka penelitian ini mencoba untuk membandingkan hasil estimasi metode *fixed effect* dan metode *random effect*. Akan tetapi, setelah dipilih metode *fixed effect* ternyata didapat pesan, bahwa metode tersebut tidak bisa menggunakan jenis negara dan industri. Sehingga dalam estimasi dengan metode *fixed effect* tidak digunakan jenis negara dan industri. Berikut hasil pengujian regresi dengan pendekatan *fixed effect* dengan menggunakan aplikasi Eviews 5 dapat dilihat dalam tabel ringkasan berikiut ini.

Tabel 7
Ringkasan Hasil Regresi Fixed Effect

Variabel	LDR
C	1,2165 (0,0000)
TANG	-0,1426 (0,0098)***
GROW	-0,0059 (0,0003)***
TAGO	0,0711 (0,0032)***
GDP	-0,2532 (0,0000)***
INF	-0,0016 (0,0000)***
Fixed Effects	
JSIT--C	-0,3479
JHD--C	-0,3668
PASS--C	-0,2251
HSJI--C	-0,1873
MMIN--C	-0,5698

PUPR--C	-0,6175
OUEL--C	0,2461
HPRO--C	0,5362
HPLA--C	0,5363
BHOL--C	0,3807
HGCT--C	0,4438
OPHD--C	0,5721
AMHD--C	0,6446
HRYL--C	0,5290
CTDV--C	0,4522
SLCO--C	0,5196
SCGD--C	0,6204
SIHL--C	0,5620
GTGB--C	-0,0597
RWLD--C	-0,1597
TCBD--C	0,0922
FGBD--C	-0,0110
BJLD--C	0,1476
SLHB--C	0,0023
ASBD--C	-0,1540
KCBD--C	0,0497
LNDM--C	-0,1475
SCBD--C	0,1006
PCEB--C	-0,1260
GPBD--C	0,0438
RLHB--C	-0,0702
THBD--C	0,1188
CEON--C	-0,6274
DCIB--C	-0,6153
MDEL--C	-0,6125
OTLD--C	0,3232
IFMS--C	-0,2133
GNPC--C	-0,2104
MTTH--C	-0,2249
CPBD--C	-0,0618
NCBD--C	-0,2524
MTBD--C	-0,2417
ANBD--C	-0,1303
EFMB--C	-0,2313
YCBD--C	-0,2256
MSBD--C	-0,2320
R-squared	0,9919
Adjusted R-squared	0,9872
F	211,84

Sig. F	0,0000***
*** signifikan pada tingkat keyakinan 1 %	
** signifikan pada tingkat keyakinan 5 %	
* signifikan pada tingkat keyakinan 10 %	

Model regresi *fixed effect* signifikan secara statistik dengan tingkat 1% (dilihat dari Sig.F) seperti ditunjukkan dalam Tabel 7. Dengan taraf $\alpha = 1\%$ pada regresi dengan estimasi *fixed effect*, variabel-variabel bebas *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *economic development*, dan *inflation* berpengaruh signifikan terhadap penggunaan hutang. Dalam Tabel 7 terletak pada bagian tengah regresi dengan menggunakan metode *fixed effect* ini menunjukkan nilai intersep masing-masing perusahaan berbeda. Perbedaan intersep ini bisa menggambarkan adanya perbedaan perilaku manjerial keempat puluh enam perusahaan tersebut. Sedangkan nilai koefisien determinasi sebesar 0,9919 yang berarti model mampu menjelaskan keragaman struktur modal lebih besar sebesar 99,19% dari pada model estimasi dengan metode *OLS*. Nilai intersep untuk masing-masing perusahaan tersebut berbeda ini dapat dilihat di bagian tengah dalam Tabel 7. Dengan demikian model *fixed effect* mampu menjelaskan adanya perbedaan perilaku perusahaan-perusahaan tersebut.

Selanjutnya kita akan mengestimasi dengan *random effect*. Hasil estimasi dengan *random effect* ditampilkan dalam Tabel 8. Berikut hasil pengujian regresi dengan pendekatan *fixed effect* dengan menggunakan aplikasi Eviews 5 dapat dilihat dalam tabel ringkasan berikut ini.

Tabel 8
Ringkasan Hasil Regresi Random Effect

Variabel	LDR
C	0,9158 (0,0000)
TANG	-0,1648 (0,0132)**
GROW	-0,0116 (0,0000)***
TAGO	0,1270 (0,0057)***
GDP	-0,3887 (0,0000)***
INF	-0,0025 (0,0706)*
DCON1	0,6144 (0,0000)***
DCON2	1,3714 (0,0000)***
DIND	0,1897 (0,0000)***
Random Effects	
JSIT--C	0,0263
JHHD--C	0,0381
PASS--C	0,1489
HSJI--C	0,1304
MMIN--C	-0,1254
PUPR--C	-0,1684
OUEL--C	-0,2090
HPRO--C	0,0252
HPLA--C	0,0177
BHOL--C	-0,0980
HGCT--C	-0,0480
OPHD--C	0,0612
AMHD--C	0,1161
HRYL--C	0,0257
CTDV--C	-0,0696
SLCO--C	0,0147
SCGD--C	0,1051
SIHL--C	0,0482
GTGB--C	-0,0514
RWLD--C	-0,1505
TCBD--C	0,0922
FGBD--C	0,0066

BJLD--C	0,1353
SLHB--C	0,0190
ASBD--C	-0,1504
KCBD--C	0,0591
LNDM--C	-0,1050
SCBD--C	0,0951
PCEB--C	-0,0857
GPBD--C	0,0339
RLHB--C	-0,0425
THBD--C	0,1053
CEON--C	-0,0249
DCIB--C	-0,0167
MDEL--C	-0,0082
OTLD--C	0,0107
IFMS--C	-0,0076
GNPC--C	0,0220
MTTH--C	-0,0039
CPBD--C	0,1198
NCBD--C	-0,0539
MTBD--C	-0,0351
ANBD--C	0,0480
EFMB--C	-0,0204
YCBD--C	-0,0118
MSBD--C	-0,0180
R-squared	0,3112
Adjusted R-squared	0,2686
F	7,2863
Sig. F	0,0000***
*** signifikan pada tingkat keyakinan 1 %	
** signifikan pada tingkat keyakinan 5 %	
* signifikan pada tingkat keyakinan 10 %	

Model regresi *random effect* signifikan secara statistik pada tingkat 1% (dilihat dari Sig.F) seperti ditunjukkan dalam Tabel 8. Dengan taraf $\alpha = 1\%$ pada regresi dengan estimasi *fixed effect*, variabel-variabel bebas *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *economic development*, *inflation*, *dummy country 1*, *dummy country 2*, dan *dummy industry* berpengaruh signifikan terhadap penggunaan hutang. Untuk variabel bebas *tangibility* dan *inflation* berpengaruh signifikan terhadap

penggunaan hutang dengan taraf $\alpha = 5\%$. Sedangkan nilai koefisien determinasi hanya sebesar 0,3112 yang berarti model mampu menjelaskan keragaman struktur modal lebih kecil hanya sebesar 31,12% dari pada model estimasi dengan metode *OLS* dan *fixed effect*. Intersep (c) 0,9158 merupakan nilai rata-rata dari komponen kesalahan random (*random error component*). Nilai *random effect* menunjukkan seberapa besar perbedaan komponen kesalahan random sebuah perusahaan terhadap nilai intersep semua perusahaan (rata-rata). Misalnya pada perusahaan Jakarta Setiabudi Internasional Tbk adalah 0,0263 yang menunjukkan seberapa besar perbedaan komponen kesalahan random perusahaan Jakarta Setiabudi Internasional Tbk dengan nilai intersep rata-rata semua perusahaan. Jika kita jumlahkan semua *random effect* maka akan menghasilkan angka nol.

Untuk mengetahui bahwa teknik *fixed effect* lebih baik dari asumsi koefisien sama maka bisa dilihat dari nilai dari RSS dengan uji F. Sebelum membahas melalui uji, secara sekilas dilihat dari nilai koefisien determinasi maupun nilai statistik dai Durbin-Watson, model *fixed effect* nilainya lebih tinggi sehingga model *fixed effect* lebih baik. Berdasarkan data nilai F hitungnya sebesar:

$$F = \frac{(RSS_1 - RSS_2) / m}{(RSS_2) / (n - k)} = \frac{(1,616229 - 0,479639) / 6}{(0,479639) / 129} = \frac{0,189432}{0,003718} = 50,94997$$

Nilai statistik F kritis dengan numerator 6 dan denominator 129 pada $\alpha=1\%$ dan $\alpha=5\%$ masing-masing adalah 2,96 dan 2,17. Dengan demikian kita menolak hipotesis nul. Asumsi bahwa koefisien intersep dan slope adalah sama tidak berlaku. Model panel data yang tepat untuk menganalisis perilaku keempat

puluh enam perusahaan tersebut adalah model *fixed effect* dengan teknik LSDV daripada metode *common effect*.

Selain itu dilakukan Statistik uji Hausman untuk menunjukkan bahwa model mana yang lebih tepat *fixed effect* atau *random effect*. Pendekatan yang simpel untuk mengujinya yaitu dengan uji F dengan perhitungan sebagai berikut:

$$F = \frac{(SRR_r - SSR_{ur})}{SSR_{ur}} \cdot \frac{(NT - K - M)}{M}$$

$$F = \frac{(0,797283 - 0,479639)}{0,479639} \cdot \frac{(138 - 9 - 6)}{6} = 0,662256 \cdot 20,5 = 13,576256$$

Nilai statistik F kritis dengan numerator 6 dan denominator 129 pada $\alpha=1\%$ dan $\alpha=5\%$ masing-masing adalah 2,96 dan 2,17. Dengan demikian kita menolak hipotesis nul. Asumsi bahwa koefisien intersep adalah variabel random atau stokastik tidak berlaku. Model panel data yang tepat untuk menganalisis perilaku keempat puluh enam perusahaan tersebut adalah model *fixed effect* dengan teknik LSDV daripada metode *random effect*.

Tabel 9
Kesimpulan Hubungan Variabel Independen dengan LDR pada Ketiga Metode Regresi

	<i>OLS</i>	<i>Fixed Effect</i>	<i>Random Effect</i>
Variabel	LDR	LDR	LDR
TANG	-.***	-.***	-.**
GROW	-.***	-.***	-.***
TAGO	+***	+***	+***
GDP	-.***	-.***	-.***
INF	-.**	-.***	-.*
DCON1	+***		+***
DCON2	+***		+***
DIND	+***		+***
Sig. F	***	***	***
*** signifikan pada tingkat keyakinan 1 % ** signifikan pada tingkat keyakinan 5 % * signifikan pada tingkat keyakinan 10 %			

Tanpa membandingkan model mana yang terbaik maka dapat disimpulkan analisa hasil regresi berdasarkan Tabel 9 mengenai kesimpulan hubungan Variabel Independen dengan LDR pada ketiga metode regresi menunjukkan bahwa tanda variabel *growth opportunity* berhubungan negatif terhadap variable *LDR*, sesuai dengan teori dan hipotesis. Uji statistik juga menunjukkan koefisien signifikan secara statistik dengan uji *t* pada $\alpha = 1\%$. Hubungan negatif ini membuktikan bahwa semakin tinggi *growth opportunities* akan semakin mendorong perusahaan untuk tidak melakukan *debt financing*. Hasil ini sesuai dengan teori *static tradeoff* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat *growth opportunities* yang tinggi, sebaiknya menggunakan sedikit hutang karena besarnya *growth opportunities* menyebabkan besarnya *bankruptcy cost* Otavio dan Cecilio (2003) ; dan Tang dan Jang (2007).

Selanjutnya hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tanda variabel dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage* menunjukkan tanda positif baik pada Tabel 9. Uji statistik juga menunjukkan koefisien signifikan secara statistik dengan uji *t* pada $\alpha = 1\%$ dalam model OLS, *fixed effect* dan *random effect*. Hasil ini sesuai dengan penelitian Dalbor dan Upneja's (2004) dan Tang dan Jang (2007) yang menyatakan bahwa hubungan *growth opportunities* dengan penggunaan hutang dipengaruhi oleh aktiva tetap yang dimiliki perusahaan. Penemuan pada penelitian ini secara keseluruhan mendukung dugaan bahwa dengan adanya aktiva tetap yang besar pada perusahaan penginapan dapat mempengaruhi hubungan antara *long term debt* dan *growth opportunity* yang mereka lakukan pada penelitian sebelumnya (Upneja dan

Dalbor, 2001b). Dalam teori *Static Tradeoff* diatas menjelaskan bahwa dengan *growth opportunities* yang tinggi mengakibatkan semakin besar *bankruptcy risk*, implikasi nya dengan *bankruptcy risk* yang tinggi perusahaan akan menurunkan penggunaan hutang. Namun dalam industri penginapan walaupun *growth opportunities* yang tinggi menyebabkan semakin besar nya *bankruptcy cost*, dengan adanya aktiva tetap yang besar (*collateral*) dapat menjamin para kreditur untuk meningkatkan dana pinjamannya ke perusahaan penginapan.

Faktor makro ekonomi berupa *economic development* dalam penelitian ini berhasil dalam menunjukkan hubungan negatif terhadap penggunaan hutang. Uji statistik juga menunjukkan koefisien signifikan secara statistik dengan uji *t* pada $\alpha = 1\%$. Hasil pada Tabel 9 menunjukkan kesesuaian dengan hipotesis dan penelitian Cheng dan Shiu (2006), dan Delcoure (2005) yang secara jelas mengemukakan bahwa faktor makro ekonomi berupa *economic cevelopment* berpengaruh terhadap penggunaan hutang perusahaan disuatu negara. *Economic development* yang dilihat dari GDP per kapita menunjukkan hasil bahwa perusahaan di suatu negara dengan tingkat GDP per kapita yang tinggi (kaya) diperkirakan telah memiliki tingkat konsumsi, investasi, pemerintah, dan ekspor neto yang tinggi sehingga cenderung mempunyai hutang yang lebih sedikit dari pada perusahaan di suatu negara yang tingkat GDP per kapitanya rendah (miskin) (Cheng dan Shiu, 2006). Jadi secara umum, dapat dijelaskan bahwa faktor penentu GDP per kapita berhubungan negatif dengan hutang, karena GDP per kapita merupakan indikator yang mencerminkan pertumbuhan ekonomi di suatu negara.

Faktor makro ekonomi berupa *inflation* dalam penelitian ini berhasil dalam menunjukkan hubungan negatif yang terhadap penggunaan hutang. Berdasarkan uji statistik juga menunjukkan koefisien signifikan secara statistik dengan uji *t* pada $\alpha = 1\%$ untuk hasil regresi dengan metode *fixed effect*. Hasil regresi metode OLS menunjukkan hubungan negatif yang signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Sedangkan pada hasil regresi metode *random effect* menunjukkan hubungan negatif yang signifikan secara statistik dengan uji *t* pada $\alpha = 10\%$. Namun berdasarkan besarnya nilai koefisien determinasi hanya sebesar 0,3112 yang berarti model *random effect* hanya mampu menjelaskan keragaman struktur modal lebih kecil hanya sebesar 31,12% dari pada model estimasi dengan metode OLS dan *fixed effect* yang menunjukkan hasil yang lebih baik. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan di suatu negara yang memiliki inflasi yang tinggi tidak menyukai hutang dari pada perusahaan yang berada di suatu negara yang memiliki inflasi yang rendah. Menyangkut masalah faktor spesifik berupa inflasi penelitian Cheng dan Shiu (2006) juga menunjukkan hasil bahwa perusahaan di suatu negara yang memiliki inflasi yang tinggi tidak menyukai hutang dari pada perusahaan yang berada di suatu negara yang memiliki inflasi yang rendah.

Selanjutnya hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tanda variabel *dummy industry* menunjukkan tanda positif baik pada Tabel 9. Uji statistik juga menunjukkan koefisien signifikan secara statistik dengan uji *t* pada $\alpha = 1\%$ dalam model OLS dan *random effect*. Hasil ini sesuai dengan penelitian Myers (1977) menyatakan industri penginapan lebih cenderung menggunakan lebih banyak

hutang yang bersifat jangka panjang (*long term debt*). Sedangkan struktur modal industri perangkat lunak lebih sedikit dalam penggunaan hutang, Tang dan Jang (2007). Sehingga berdasarkan hasil regresi pada penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan penginapan mempunyai *long-term debt* yang lebih tinggi dibandingkan pada industri perangkat lunak sesuai dengan penelitian Tang dan Jang (2007).

Tanda negatif untuk variabel *tangibility* tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan namun signifikan secara statistik. Hasil ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan *tangibility* berpengaruh negatif terhadap hutang. Arah negatif ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi *tangibility* maka semakin rendah penggunaan hutang dalam struktur modal dan berarti juga proporsi ekuitas dalam struktur modal meningkat. Hal ini terjadi karena perusahaan dengan aktiva tetap yang besar, dapat mengedarkan ekuitas dengan harga yang sesuai karena nilai aset perusahaan dihargai oleh pasar dengan harga yang wajar (tidak *mispriced*), jadi perusahaan tidak perlu mengedarkan hutang untuk mendanai investasi baru. Dengan demikian, dalam penelitian ini walaupun hubungan *tangibility* terhadap hutang signifikan secara statistik akan tetapi *tangibility* tidak didukung oleh data.

Hasil regresi mengenai variabel *dummy country 1* dan *dummy country 2* yang mengakomodasi variabel makro ekonomi lain selain *economic development* dan *inflation* yang mempengaruhi penggunaan hutang disuatu negara pada Tabel 9 menunjukkan hubungan positif signifikan secara statistik dengan uji *t* pada $\alpha = 1\%$. Hasil analisa untuk variabel *dummy country 1* dan *dummy country 2* yang

signifikan tapi tidak mendukung hipotesa dinyatakan tidak didukung oleh data. Hasil ini diduga disebabkan bahwa ada faktor penentu hutang secara makro ekonomi lain, selain *economic development* dan *inflation* di setiap negara yang berbeda-beda. Yang dapat mendorong perusahaan di suatu negara untuk menggunakan hutang atau tidak menggunakan hutang.



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Tujuan utama penelitian ini adalah menginvestigasi apakah penggunaan hutang dipengaruhi oleh *Tangibility*, *Growth opportunities*, Dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, *Economic development*, *Inflation*, Karakteristik negara (*dummy*), dan Jenis industri (*dummy*).

Hasil analisa untuk variabel *tangibility* yang signifikan tapi tidak mendukung hipotesa dinyatakan tidak didukung oleh data. Hasil ini diduga disebabkan karena perusahaan dengan aktiva tetap yang besar, dapat mengedarkan ekuitas dengan harga yang sesuai karena nilai aset perusahaan dihargai oleh pasar dengan harga yang wajar (tidak *mispriced*), jadi perusahaan tidak perlu mengedarkan hutang untuk mendanai investasi baru. Selain itu adanya *issue market timing* juga dapat dijadikan penyebab terjadinya hubungan negatif antara hutang dan *tangibility*.

Studi ini juga menemukan *growth opportunities* berhubungan negatif dengan penggunaan hutang. Hasil ini sesuai dengan hipotesis dan uraian teori. Implikasinya bahwa semakin tinggi *growth opportunities* perusahaan akan semakin mendorong perusahaan untuk tidak melakukan *debt financing*. Hasil ini sesuai dengan teori *static tradeoff* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat *growth opportunities* yang tinggi, sebaiknya menggunakan sedikit hutang karena besarnya *growth opportunities* menyebabkan besarnya *bankruptcy cost*

(Otavio dan Cecilio, 2003). Kesimpulan nya penggunaan hutang dipengaruhi oleh *growth opportunities*.

Dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage* menunjukkan hubungan positif. Penemuan pada penelitian ini secara keseluruhan mendukung dugaan bahwa dengan adanya aktiva tetap yang besar pada perusahaan dapat mempengaruhi hubungan antara *long term debt* dan *growth opportunity*. Kesimpulan nya hutang dipengaruhi oleh Dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*.

Faktor makro ekonomi berupa *economic development* dalam penelitian ini menunjukkan hubungan negatif terhadap penggunaan hutang. Hubungan ini mengimplikasikan bahwa perusahaan di suatu negara dengan tingkat GDP per kapita yang tinggi (kaya) diperkirakan telah memiliki tingkat konsumsi, investasi, pemerintah, dan ekspor neto yang tinggi sehingga cenderung mempunyai hutang yang lebih sedikit dari pada perusahaan di suatu negara yang tingkat GDP per kapitanya rendah (miskin) (Cheng dan Shiu, 2006). Secara umum, dapat dijelaskan bahwa faktor penentu GDP per kapita berhubungan negatif dengan hutang, karena GDP per kapita merupakan indikator yang mencerminkan pertumbuhan ekonomi di suatu negara. Kesimpulan nya hutang dipengaruhi oleh *economic development*.

Faktor makro ekonomi berupa *inflation* dalam penelitian ini menunjukkan hubungan negatif terhadap penggunaan hutang. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan di suatu negara yang memiliki inflasi yang tinggi tidak menyukai hutang dari pada perusahaan yang berada di suatu negara

yang memiliki inflasi yang rendah. Kesimpulannya hutang dipengaruhi oleh *inflation*.

Selanjutnya kontra dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini juga menemukan hasil ini yang menunjukkan bahwa *LDR* perusahaan di negara Malaysia lebih tinggi dari *LDR* perusahaan di negara Lainnya. Dan *LDR* perusahaan di negara Singapura lebih tinggi dari *LDR* perusahaan di negara Lainnya. Hasil analisa untuk variabel *dummy country 1* dan *dummy country 2* yang signifikan tapi tidak mendukung hipotesa dinyatakan tidak didukung oleh data. Hasil ini diduga disebabkan bahwa ada faktor penentu hutang secara makro ekonomi lain, selain *economic development* dan *inflation* di setiap negara yang berbeda-beda. Yang dapat mendorong perusahaan di suatu negara untuk menggunakan hutang atau tidak menggunakan hutang.

Perbedaan penggunaan hutang perusahaan penginapan dengan perusahaan perangkat lunak menunjukkan hasil yang sesuai dengan hipotesis dan teori yang diuraikan. Perusahaan penginapan lebih banyak menggunakan hutang dalam struktur modalnya dibandingkan perusahaan perangkat lunak. Hasil ini sesuai dengan penelitian Myers (1977) menyatakan industri perhotelan lebih cenderung menggunakan lebih banyak hutang yang bersifat jangka panjang (*long term debt*). Sedangkan struktur modal industri perangkat lunak lebih sedikit dalam penggunaan hutang, Tang dan Jang (2007). Sehingga berdasarkan hasil regresi pada penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan penginapan mempunyai *long-term debt* yang lebih tinggi dibandingkan pada industri perangkat lunak sesuai

dengan penelitian Tang dan Jang (2007). Kesimpulannya hutang dipengaruhi oleh jenis industri.

5.2 Saran

Dari hasil penelitian ini maka dapat disarankan hal-hal sebagai berikut:

1. *Tangibility* merupakan faktor penentu hutang yang dapat menyebabkan hubungan negatif terhadap penggunaan hutang. Dugaannya dalam temuan ini perusahaan dengan aktiva tetap yang besar, dapat mengedarkan ekuitas dengan harga yang sesuai karena nilai aset perusahaan dihargai oleh pasar dengan harga yang wajar (tidak *mispriced*), jadi perusahaan tidak perlu mengedarkan hutang untuk mendanai investasi baru. Saran bagi kalangan manajerial untuk menanggapi fenomena ini adalah sebaiknya para *insiders* lebih transparan terhadap semua informasi mengenai nilai aset yang dimiliki perusahaan. Sehingga akan memberikan informasi kepada publik khususnya investor mengenai nilai aset perusahaan agar tidak terjadi salah harga (*mispriced*) oleh pasar. Selain itu informasi mengenai nilai aset perusahaan tersebut dapat berguna sebagai pemikat para kreditur untuk memberikan pinjaman dana yang dapat dijamin dengan sejumlah aset yang dimiliki perusahaan. Saran bagi kalangan investor khususnya kreditur agar secara kritis mengamati, dan mengevaluasi nilai aset yang dimiliki perusahaan.
2. *Growth opportunities* berhubungan negatif dengan hutang. Perusahaan dengan tingkat *growth opportunities* yang tinggi, sebaiknya menggunakan sedikit hutang karena besarnya *growth opportunities* menyebabkan besarnya

bankruptcy cost. Saran bagi kalangan manajerial untuk tetap dapat menyeimbangkan *cost and benefit* antara penggunaan ekuitas dan hutang sebagai sumber pendanaan. Saran bagi kalangan investor khususnya kreditur untuk lebih kritis melihat segala aktivitas yang dilakukan para *insiders* termasuk mengenai proyek investasi yang dilakukan sangat beresiko atau tidak.

3. Adanya faktor makro ekonomi yang mempengaruhi penggunaan hutang berupa *economic development* yang berhubungan negatif dengan hutang. Penyebabnya adalah perusahaan di suatu negara dengan tingkat GDP per kapita yang tinggi (kaya) diperkirakan telah memiliki tingkat konsumsi, investasi, pemerintah, dan ekspor neto yang tinggi sehingga cenderung mempunyai hutang yang lebih sedikit dari pada perusahaan di suatu negara yang tingkat GDP per kapitanya rendah (miskin) (Cheng dan Shiu, 2006). Saran bagi kalangan manajerial untuk lebih memperhatikan kondisi makro ekonomi sebagai suatu faktor yang dapat mendorong perusahaan melakukan pendanaan menggunakan hutang dan ekuitas. Saran bagi kalangan investor untuk lebih hati-hati untuk menanamkan dana investasi kepada perusahaan di suatu negara yang kondisinya buruk. Karena kondisi makro yang buruk tersebut dapat mencerminkan bahwa pertumbuhan ekonomi di negara tersebut berjalan lambat dan kurang menguntungkan.
4. Adanya faktor makro ekonomi yang mempengaruhi penggunaan hutang berupa *inflation* yang berhubungan negatif dengan hutang. Penyebabnya adalah inflasi itu memiliki pengaruh dalam penentuan tingkat bunga yang

dikenakan atas hutang. Oleh karena itu, dalam hasil penelitian ini diindikasikan bahwa perusahaan di suatu negara yang memiliki inflasi yang tinggi tidak menyukai hutang dari pada perusahaan yang berada di suatu negara yang memiliki inflasi yang rendah. Saran bagi kalangan manajerial kondisi makro berupa inflasi sebaiknya dijadikan sebagai patokan untuk penentuan tingkat bunga yang akan dikenakan pada hutang. Pada saat inflasi tinggi sebaiknya perusahaan tidak menerbitkan hutang baru. Karena tingkat bunga hutang yang dikenakan akan tinggi. Saran bagi kalangan investor khususnya kreditur agar lebih hati-hati untuk menanamkan dana investasi kepada perusahaan di suatu negara yang inflasinya tinggi. Karena walaupun inflasi yang tinggi merupakan cerminan bahwa tingkat bunga yang tinggi, inflasi juga dapat menyebabkan resiko gagal bayar karena perusahaan dibebani tingkat bunga yang terlalu tinggi.

5. Penelitian ini juga menemukan hasil bahwa *LDR* perusahaan di negara Malaysia lebih tinggi dari *LDR* perusahaan di negara Lainnya. Dan *LDR* perusahaan di negara Singapura lebih tinggi dari *LDR* perusahaan di negara Lainnya. Hasil ini diduga disebabkan bahwa ada faktor penentu hutang secara makro ekonomi lain, selain *economic development* dan *inflation* disetiap negara yang berbeda-beda. Yang dapat mendorong perusahaan disuatu negara untuk menggunakan hutang atau tidak menggunakan hutang. Saran bagi kalangan manajerial untuk lebih kritis terhadap faktor makro ekonomi lain yang dapat mempengaruhi penggunaan hutang. Saran bagi kalangan investor

juga sebaiknya lebih kritis terhadap faktor makro ekonomi lain yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan disuatu negara.

6. Perusahaan penginapan lebih banyak menggunakan hutang dalam struktur modalnya dibandingkan perusahaan perangkat lunak. Penyebabnya adalah kelima faktor penentu hutang berupa *tangibility*, *growth opportunities*, dampak *tangibility* terhadap hubungan antara *growth opportunities* dan *leverage*, serta faktor penentu hutang secara makro ekonomi berupa *economic development*, dan *inflation* yang mendorong perusahaan penginapan untuk lebih banyak menggunakan *long-term debt*. Faktor-faktor di ataslah yang menyebabkan perusahaan penginapan mempunyai hutang lebih banyak daripada perusahaan perangkat lunak.
7. Saran bagi penelitian selanjutnya adalah untuk lebih memperbanyak faktor penentu secara makro ekonomi yang dapat mempengaruhi penggunaan hutang.

DAFTAR PUSTAKA

- Cheng, S.R., Shiu, C.Y. (2007). Investor protection and capital structure: International evidence. Journal of Multinational Financial Management, 17, 30–44.
- Dalbor, M., Upneja, A. (2004). The investment opportunity set and the long-term debt decision of US lodging firms. Journal of Hospitality & Tourism Research 28 (3), 346–355.
- Delcoure, N. (2006). The determinants of capital structure in transitional economies. International Review of Economics and Finance, xx, xxx–xxx.
- Nachrowi, D.N. dan Usaman, Hardius. (2006). Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Otavio, R., Cecilio, E. (2003). Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure in Brazilian Firms.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., dan Jaffe, J. (2005). Corporate Finance. Seventh Edition. The McGraw Hill international Edition.
- Tang, C., Jang, S. (2007). Revisit to the determinants of capital structure: a comparison between lodging firms and software firms. International Journal of Hospitality Management 26, 175–187.
- Tong, G., Green, C.J. Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of chinese companies. Guanqun Tong, Department of Economics, Loughborough University, Loughborough, Leicestershire, LE11 3TU, United Kingdom
- Upneja, A., & Dalbor, M. (2001a). An examination of capital structure in the restaurant industry. International Journal of Contemporary Hospitality Management, 13, 54-59.
- Widarjono, A. (2007). Ekonometrika: Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis. Yogyakarta: Penerbit Ekonisia Fakultas Ekonomi UII.
- Wooldridge, J.M. (2002). Economic Analysis Of Cross Section And Panel Data. Michigan State University Departement Of Economy.

Lampiran 1
Kompilasi Data

KODE	TAHUN	LDR	PPE/TA	PBV	PPE/TA x PBV	GDP Per Capita	Inflation	Dummy Country 1	Dummy Country 2	Dummy Industry
JSIT	2004	0,2700	0,5800	1,4200	0,8236	2,1200	7,3400	0	0	1
	2005	0,2800	0,6000	1,6000	0,9600	2,0800	14,7800	0	0	1
	2006	0,3000	0,6100	1,7000	1,0370	2,1800	13,6300	0	0	1
JIHD	2004	0,3600	0,0800	0,6200	0,0496	2,1200	7,3400	0	0	1
	2005	0,3100	0,1000	0,6700	0,0670	2,0800	14,7800	0	0	1
	2006	0,1700	0,0700	0,9800	0,0686	2,1800	13,6300	0	0	1
PASS	2004	0,3800	0,6600	0,4800	0,3168	2,1200	7,3400	0	0	1
	2005	0,3700	0,7100	0,6200	0,4402	2,0800	14,7800	0	0	1
	2006	0,3400	0,6500	0,7400	0,4810	2,1800	13,6300	0	0	1
HSJI	2004	0,4000	0,6700	1,2800	0,8576	2,1200	7,3400	0	0	1
	2005	0,8200	0,6800	5,2100	3,5428	2,0800	14,7800	0	0	1
	2006	0,1900	0,9300	0,7700	0,7161	2,1800	13,6300	0	0	1
MMIN	2004	0,0500	0,2900	0,0800	0,0232	2,1200	7,3400	0	0	1
	2005	0,0400	0,4600	0,0800	0,0368	2,0800	14,7800	0	0	1
	2006	0,0100	0,4600	0,0900	0,0414	2,1800	13,6300	0	0	1
PUPR	2004	0,0040	0,2700	0,4400	0,1188	2,1200	7,3400	0	0	1
	2005	0,0030	0,2800	0,2500	0,0700	2,0800	14,7800	0	0	1
	2006	0,0030	0,3500	0,2800	0,0980	2,1800	13,6300	0	0	1
OUEL	2004	0,0300	0,2400	1,0200	0,2448	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,0100	0,1800	1,1000	0,1980	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,0200	0,1600	1,1500	0,1840	5,7100	0,2100	0	1	1
HPRO	2004	0,2900	0,6800	0,5000	0,3400	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,2100	0,6400	0,6900	0,4416	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,3100	0,5100	1,1400	0,5814	5,7100	0,2100	0	1	1
HPLA	2004	0,3800	0,6700	0,7900	0,5293	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,3300	0,6700	1,0200	0,6834	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,1200	0,6300	1,2200	0,7686	5,7100	0,2100	0	1	1
BHOL	2004	0,2000	0,3900	0,4100	0,1599	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,1500	0,4100	0,5400	0,2214	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,0400	0,4100	0,8500	0,3485	5,7100	0,2100	0	1	1
HGCT	2004	0,2600	0,6700	0,4300	0,2881	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,2200	0,6200	0,6800	0,4216	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,0100	0,7800	0,6200	0,4836	5,7100	0,2100	0	1	1
OPHD	2004	0,3600	0,4600	0,3300	0,1518	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,2700	0,4700	0,5700	0,2679	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,3000	0,5200	0,5400	0,2808	5,7100	0,2100	0	1	1
AMHD	2004	0,4600	0,3100	0,7200	0,2232	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,5300	0,3100	1,0800	0,3348	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,2400	0,3300	1,3400	0,4422	5,7100	0,2100	0	1	1
HRYL	2004	0,3400	0,1700	0,6100	0,1037	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,3300	0,1700	0,7000	0,1190	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,2400	0,1700	1,3700	0,2329	5,7100	0,2100	0	1	1
CTDV	2004	0,2100	0,7000	1,2500	0,8750	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,2500	0,6500	1,7000	1,1050	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,2100	0,5700	2,4400	1,3908	5,7100	0,2100	0	1	1

SLCO	2004	0,3600	0,7500	0,5000	0,3750	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,0500	0,7600	0,5100	0,3876	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,2900	0,7100	0,6800	0,4828	5,7100	0,2100	0	1	1
SCGD	2004	0,2500	0,0100	0,7300	0,0073	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,4200	0,0100	0,8100	0,0081	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,5500	0,0200	1,5000	0,0300	5,7100	0,2100	0	1	1
SIHL	2004	0,3000	0,7700	0,8300	0,6391	5,5300	3,7000	0	1	1
	2005	0,3100	0,6300	0,5200	0,3276	5,6000	0,3500	0	1	1
	2006	0,2500	0,5900	0,5000	0,2950	5,7100	0,2100	0	1	1
GTGB	2004	0,1800	0,3900	1,7000	0,6630	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,1400	0,3800	1,6800	0,6384	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,1900	0,3500	2,1600	0,7560	3,8500	4,0500	1	0	1
RWLD	2004	0,0900	0,5100	2,3000	1,1730	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,0200	0,5000	2,2000	1,1000	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,1400	0,4500	2,5600	1,1520	3,8500	4,0500	1	0	1
TCBD	2004	0,2600	0,6800	0,4800	0,3264	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,2700	0,6400	0,3000	0,1920	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,2500	0,6300	0,3600	0,2268	3,8500	4,0500	1	0	1
FGBD	2004	0,1100	0,2100	0,5900	0,1239	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,2100	0,2200	0,4200	0,0924	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,3200	0,0700	0,6300	0,0441	3,8500	4,0500	1	0	1
BJLD	2004	0,3700	0,5200	0,6200	0,3224	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,3600	0,4500	0,3800	0,1710	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,3000	0,3600	0,6300	0,2268	3,8500	4,0500	1	0	1
SLHB	2004	0,3100	0,2400	0,2200	0,0528	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,1500	0,2300	0,2200	0,0506	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,1800	0,3100	0,2600	0,0806	3,8500	4,0500	1	0	1
ASBD	2004	0,0500	0,7800	2,0800	1,6224	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,0300	0,7900	2,0800	1,6432	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,0900	0,9000	0,7100	0,6390	3,8500	4,0500	1	0	1
KCBD	2004	0,3100	0,4100	0,3400	0,1394	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,1900	0,4500	0,1900	0,0855	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,2200	0,4200	0,2200	0,0924	3,8500	4,0500	1	0	1
LNDM	2004	0,2100	0,2000	0,3000	0,0600	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,0040	0,1900	0,2000	0,0380	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,0010	0,1900	0,1000	0,0190	3,8500	4,0500	1	0	1
SCBD	2004	0,3400	0,0800	1,1600	0,0928	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,4300	0,0900	1,2400	0,1116	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,2300	0,2800	1,9100	0,5348	3,8500	4,0500	1	0	1
PCEB	2004	0,0100	0,7700	0,3400	0,2618	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,0300	0,7900	0,2900	0,2291	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,0300	0,7900	0,3300	0,2607	3,8500	4,0500	1	0	1
GPBD	2004	0,1200	0,7500	0,9800	0,7350	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,1500	0,7900	0,9300	0,7347	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,4000	0,8700	0,9600	0,8352	3,8500	4,0500	1	0	1
RLHB	2004	0,1700	0,9700	0,4500	0,4365	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,0100	0,9600	0,3400	0,3264	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,0100	0,9500	0,4300	0,4085	3,8500	4,0500	1	0	1

THBD	2004	0,1300	0,8900	0,8100	0,7209	3,7500	11,9100	1	0	1
	2005	0,3800	0,8900	0,8300	0,7387	3,7800	4,3600	1	0	1
	2006	0,3100	0,8900	0,2600	0,2314	3,8500	4,0500	1	0	1
CEON	2004	0,0040	0,3400	1,1000	0,3740	2,1200	7,3400	0	0	0
	2005	0,0030	0,3000	0,6600	0,1980	2,0800	14,7800	0	0	0
	2006	0,0020	0,2200	0,7500	0,1650	2,1800	13,6300	0	0	0
DCIB	2004	0,0100	0,3900	0,8600	0,3354	2,1200	7,3400	0	0	0
	2005	0,0090	0,3500	0,5500	0,1925	2,0800	14,7800	0	0	0
	2006	0,0060	0,3700	1,1700	0,4329	2,1800	13,6300	0	0	0
MDEL	2004	0,0600	0,0900	0,7300	0,0657	2,1200	7,3400	0	0	0
	2005	0,0300	0,0500	0,5700	0,0285	2,0800	14,7800	0	0	0
	2006	0,0200	0,0400	0,6200	0,0248	2,1800	13,6300	0	0	0
OTLD	2004	0,1800	0,1700	1,8900	0,3213	5,5300	3,7000	0	1	0
	2005	0,0600	0,1700	1,3400	0,2278	5,6000	0,3500	0	1	0
	2006	0,0600	0,1900	0,8900	0,1691	5,7100	0,2100	0	1	0
IFMS	2004	0,0100	0,1800	2,0500	0,3690	3,7500	11,9100	1	0	0
	2005	0,0200	0,1800	1,1700	0,2106	3,7800	4,3600	1	0	0
	2006	0,0200	0,1700	1,3100	0,2227	3,8500	4,0500	1	0	0
GNPC	2004	0,0030	0,0200	7,4700	0,1494	3,7500	11,9100	1	0	0
	2005	0,0020	0,0100	6,7500	0,0675	3,7800	4,3600	1	0	0
	2006	0,0020	0,0200	4,8100	0,0962	3,8500	4,0500	1	0	0
MTTH	2004	0,0070	0,0400	6,6400	0,2656	3,7500	11,9100	1	0	0
	2005	0,0020	0,0500	3,8500	0,1925	3,7800	4,3600	1	0	0
	2006	0,0010	0,0300	1,0900	0,0327	3,8500	4,0500	1	0	0
CPBD	2004	0,1900	0,4100	0,8900	0,3649	3,7500	11,9100	1	0	0
	2005	0,1800	0,0600	1,2000	0,0720	3,7800	4,3600	1	0	0
	2006	0,1200	0,0800	1,1700	0,0936	3,8500	4,0500	1	0	0
NCBD	2004	0,0040	0,2800	4,2800	1,1984	3,7500	11,9100	1	0	0
	2005	0,0010	0,0800	6,1500	0,4920	3,7800	4,3600	1	0	0
	2006	0,0003	0,2300	5,0400	1,1592	3,8500	4,0500	1	0	0
MTBD	2004	0,0020	0,1400	8,1800	1,1452	3,7500	11,9100	1	0	0
	2005	0,0010	0,1500	3,5900	0,5385	3,7800	4,3600	1	0	0
	2006	0,0002	0,1700	1,3400	0,2278	3,8500	4,0500	1	0	0
ANBD	2004	0,0900	0,1800	4,9800	0,8964	3,7500	11,9100	1	0	0
	2005	0,0600	0,2300	3,0700	0,7061	3,7800	4,3600	1	0	0
	2006	0,1900	0,3500	1,9800	0,6930	3,8500	4,0500	1	0	0
EFMB	2004	0,0040	0,1200	2,6500	0,3180	3,7500	11,9100	1	0	0
	2005	0,0020	0,1400	1,8300	0,2562	3,7800	4,3600	1	0	0
	2006	0,0010	0,1200	2,0100	0,2412	3,8500	4,0500	1	0	0
YCBD	2004	0,0120	0,1000	2,3500	0,2350	3,7500	11,9100	1	0	0
	2005	0,0080	0,1100	2,8600	0,3146	3,7800	4,3600	1	0	0
	2006	0,0040	0,0800	7,3000	0,5840	3,8500	4,0500	1	0	0
MSBD	2004	0,0010	0,0250	0,5300	0,0133	3,7500	11,9100	1	0	0
	2005	0,0030	0,0300	0,7700	0,0231	3,7800	4,3600	1	0	0
	2006	0,0140	0,0400	0,9300	0,0372	3,8500	4,0500	1	0	0

Lampiran 2

Hasil estimasi dengan Model OLS

Dependent Variable: LDR?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 06/01/08 Time: 17:04
 Sample: 2004 2006
 Included observations: 3
 Cross-sections included: 46
 Total pool (balanced) observations: 138
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.573607	0.187844	3.053637	0.0027
TANG?	-0.123238	0.023933	-5.149209	0.0000
GROW?	-0.004089	0.001112	-3.677053	0.0003
TAGO?	0.059192	0.022044	2.685205	0.0082
GDP?	-0.238893	0.082477	-2.896487	0.0044
INF?	-0.001704	0.000776	-2.196246	0.0299
DCON1?	0.361201	0.132237	2.731464	0.0072
DCON2?	0.866963	0.288199	3.008209	0.0032
DIND?	0.219897	0.007362	29.86836	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.741142	Mean dependent var	0.212399
Adjusted R-squared	0.725089	S.D. dependent var	0.213482
S.E. of regression	0.111933	Sum squared resid	1.616229
F-statistic	46.16788	Durbin-Watson stat	1.111925
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.378366	Mean dependent var	0.163069
Sum squared resid	2.044071	Durbin-Watson stat	0.798999

Lampiran 3

Hasil estimasi dengan Model Fixed Effect

Dependent Variable: LDR?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 06/01/08 Time: 17:11
 Sample: 2004 2006
 Included observations: 3
 Cross-sections included: 46
 Total pool (balanced) observations: 138
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.216485	0.053566	22.70982	0.0000
TANG?	-0.142628	0.059995	-2.377324	0.0196
GROW?	-0.005909	0.001621	-3.645729	0.0005
TAGO?	0.071119	0.025420	2.797744	0.0063
GDP?	-0.253170	0.010366	-24.42301	0.0000
INF?	-0.001624	0.000148	-10.95272	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_JSIT-C	-0.347859			
_JIHD-C	-0.366759			
_PASS-C	-0.225080			
_HSJI-C	-0.187321			
_MMIN-C	-0.569777			
_PUPR-C	-0.617492			
_OUEL-C	0.246104			
_HPRO-C	0.536228			
_HPLA-C	0.536272			
_BHOL-C	0.380718			
_HGCT-C	0.443813			
_OPHD-C	0.572114			
_AMHD-C	0.644587			
_HRYL-C	0.529006			
_CTDV-C	0.452270			
_SLCO-C	0.519630			
_SCGD-C	0.620427			
_SIHL-C	0.561957			
_GTGB-C	-0.059741			
_RWLD-C	-0.159670			
_TCBD-C	0.092159			
_FGBD-C	-0.010966			
_BJLD-C	0.147574			
_SLHB-C	0.002305			
_ASBD-C	-0.154002			

_KCBD-C	0.049682
_LNDM-C	-0.147479
_SCBD-C	0.100565
_PCEB-C	-0.125997
_GPBD-C	0.043795
_RLHB-C	-0.070239
_THBD-C	0.118799
_CEON-C	-0.627366
_DCIB-C	-0.615315
_MDEL-C	-0.612540
_OTLD-C	0.323234
_IFMS-C	-0.213360
_GNPC-C	-0.210355
_MTTH-C	-0.224914
_CPBD-C	-0.061801
_NCBD-C	-0.252392
_MTBD-C	-0.241682
_ANBD-C	-0.130323
_EFMB-C	-0.231275
_YCBD-C	-0.225572
_MSBD-C	-0.231963

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.991853	Mean dependent var	0.348957
Adjusted R-squared	0.987171	S.D. dependent var	0.655546
S.E. of regression	0.074250	Sum squared resid	0.479639
F-statistic	211.8404	Durbin-Watson stat	2.848208
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.824891	Mean dependent var	0.163069
Sum squared resid	0.575798	Durbin-Watson stat	2.739723

Lampiran 4
Hasil estimasi dengan Model Random Effect

Dependent Variable: LDR?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 06/17/08 Time: 00:36
 Sample: 2004 2006
 Included observations: 3
 Cross-sections included: 46
 Total pool (balanced) observations: 138
 Swamy and Arora estimator of component variances
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.915847	0.167598	5.464557	0.0000
TANG?	-0.164778	0.073338	-2.246833	0.0264
GROW?	-0.011563	0.002132	-5.423276	0.0000
TAGO?	0.127011	0.049397	2.571219	0.0113
GDP?	-0.388716	0.075007	-5.182415	0.0000
INF?	-0.002545	0.001718	-1.480941	0.1411
DCON1?	0.614387	0.137284	4.475285	0.0000
DCON2?	1.371361	0.269016	5.097702	0.0000
DIND?	0.189662	0.017411	10.89344	0.0000
Random Effects				
(Cross)				
_JSIT-C	0.026327			
_JIHD-C	0.038052			
_PASS-C	0.148864			
_HSJI-C	0.130412			
_MMIN-C	-0.125437			
_PUPR-C	-0.168418			
_OUEL-C	-0.208997			
_HPRO-C	0.025184			
_HPLA-C	0.017658			
_BHOL-C	-0.097975			
_HGCT-C	-0.047919			
_OPHD-C	0.061273			
_AMHD-C	0.116051			
_HRYL-C	0.025676			
_CTDV-C	-0.069633			
_SLCO-C	0.014679			
_SCGD-C	0.105097			
_SIHL-C	0.048195			
_GTGB-C	-0.051448			
_RWLD-C	-0.150472			

_TCBD-C	0.092249
_FGBD-C	0.006570
_BJLD-C	0.135334
_SLHB-C	0.018937
_ASBD-C	-0.150420
_KCBD-C	0.059095
_LNDM-C	-0.104974
_SCBD-C	0.095067
_PCEB-C	-0.085665
_GPBD-C	0.033869
_RLHB-C	-0.042486
_THBD-C	0.105256
_CEON-C	-0.024868
_DCIB-C	-0.016734
_MDEL-C	-0.008198
_OTLD-C	0.010711
_IFMS-C	-0.007587
_GNPC-C	0.022029
_MTTH-C	-0.003869
_CPBD-C	0.119770
_NCBD-C	-0.053881
_MTBD-C	-0.035088
_ANBD-C	0.047917
_EFMB-C	-0.020434
_YCBD-C	-0.011810
_MSBD-C	-0.017958

Effects Specification

Cross-section random S.D. / Rho	0.099349	0.6111
Idiosyncratic random S.D. / Rho	0.079262	0.3889

Weighted Statistics

R-squared	0.311230	Mean dependent var	0.068223
Adjusted R-squared	0.268516	S.D. dependent var	0.091920
S.E. of regression	0.078616	Sum squared resid	0.797283
F-statistic	7.286303	Durbin-Watson stat	1.784871
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.401875	Mean dependent var	0.163069
Sum squared resid	1.966768	Durbin-Watson stat	0.723546

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

DATA PRIBADI

Nama : Ahja Hazico
Tempat / Tanggal Lahir : Palembang, 4 Juli 1984
Alamat : Jl. Kikim 1 Blok Q No. 4 Pakjo
Palembang
Jenis Kelamin : Laki-Laki
Agama : Islam
No. Telp : 08127879994
Email : haziqo_holic@yahoo.com

RIWAYAT PENDIDIKAN

SD Kartika 3 Palembang	1992 - 1998
SMP Negeri 1 Palembang	1998 - 2000
SMU Negeri 1 Palembang	2000 - 2002
Universitas Sriwijaya Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen	2002 - 2006
Universitas Indonesia Program Pascasarjana Ilmu Manajemen Jurusan Manajemen Keuangan	2006 - 2008

DAFTAR PENELITIAN

1. Perbedaan Struktur Modal Industri Penginapan Dan Industri Perangkat Lunak Di Indonesia, Malaysia Dan Singapore.