

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia  
Januari-Juni 2006, Vol. 3, No. 1, pp.77-105

**DETERMINASI CAPITAL STRUCTURE PADA  
PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK JAKARTA  
PERIODE 2000 - 2004**

**Titik Indrawati  
Suhendro**

*Titik Indrawati adalah staf pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Pelita Harapan  
Suhendro adalah alumni MM-Universitas Pelita Harapan ibu\_titik@yahoo.com*

**Abstract**

*This study attempts to analyze the determinants of capital structure in the Indonesian manufacturing industry from 2000 to 2004. Empirical hypotheses, drawn from five independent variables are tested against a sample of 49 firms or a cross sectional data. The results show that only ln total asset (size), net operating income (NOI), and return on asset (ROA) affect long-term debt to total asset (leverage). It finds a positive relation between leverage and ln total asset, a negative relation between leverage and profitability (NOI and ROA). Delta sales (growth) and ownership structure have no effect on leverage. These findings are stable in 2000 through 2004.*

**Keywords:** *asymmetry information, agency theory, pecking order theory*

## I. PENDAHULUAN

Tujuan dari suatu perusahaan termasuk para manajer dan karyawan di dalam perusahaan adalah meningkatkan kesejahteraan *stakeholder* pada umumnya dan para pemegang saham pada khususnya. Peningkatan kesejahteraan pemegang saham akan tercermin pada peningkatan nilai perusahaan. Salah satu cara untuk peningkatan nilai perusahaan adalah melalui pengelolaan komposisi modal perusahaan (*capital structure*). Keputusan manajer keuangan di dalam memilih sumber-sumber pendanaan bagi perusahaan akan mempunyai akibat pada harga saham perusahaan.

Dalam praktek, perusahaan mengelola struktur modalnya secara hati-hati. Penggunaan utang dapat mempengaruhi *expected cash flow* maupun *required rate of return* yang merupakan komponen-komponen penentu nilai intrinsik saham berdasarkan *dividend discount model* (DDM).

Sampai saat ini masih belum dapat dipastikan dengan tepat dan lengkap faktor-faktor apa saja yang berpengaruh terhadap *capital structure* suatu perusahaan. *Capital structure* ini sangat bergantung pada beberapa faktor (Emery, Finnerty dan Stowe 2004):

- 1) risiko operasional;
- 2) kemungkinan *tax shield* yang disebabkan oleh sumber pembiayaan di luar utang, seperti depresiasi, *investment tax credit*, dan *operating tax loss carry forwards*;
- 3) kemampuan *assets* untuk mendukung pinjaman; dan
- 4) sikap *management* terhadap risiko yang disebabkan oleh *financial leverage*.

Pengambilan keputusan yang berkaitan dengan *capital structure* perusahaan sebaiknya melalui analisis dan perhitungan komposisi *capital structure* yang mendekati optimal sehingga memberikan nilai perusahaan yang maksimal dan biaya modal yang minimal. Peningkatan nilai perusahaan ini pada akhirnya akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham.

### A. LATAR BELAKANG PENELITIAN

Hubungan antara *capital structure* dengan nilai suatu perusahaan sampai saat ini masih menjadi suatu perdebatan baik secara teoritis maupun *empirical research*. Culp (2003) mengemukakan pada mulanya para manajer berpendapat bahwa karena biaya *debt* lebih murah daripada biaya *equity*, maka nilai perusahaan akan meningkat dengan adanya utang, sampai pada ambang batas tertentu di mana perusahaan akan mengalami kesulitan membayar utang apabila menambah utang lebih banyak lagi. Pendapat tersebut kemudian berubah secara drastis setelah Modigliani dan Miller (Culp 2003)

menyatakan tiga pendapat utama, yang menjadi dasar *theory modern corporation*, namun pendapat Modigliani dan Miller tersebut didasarkan pada asumsi *perfect capital market*, di mana pada kenyataannya asumsi-asumsi tersebut tidak terjadi di dalam bisnis atau dunia yang sebenarnya sehingga muncullah peneliti-peneliti yang antara lain mengemukakan adanya *agency cost* (Jensen & Meckling 1976). *Capital structure* dipengaruhi oleh *agency cost*, karena manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingannya sendiri sementara keterkaitan tujuan antara pemegang saham dan manajer adalah tidak seimbang (*imperfect*). Brailsford, Oliver dan Pua (1999) menyatakan adanya hubungan antara *ownership structure* dan *capital structure* di mana hubungan tersebut akan mempengaruhi pengambilan keputusan *capital structure* di dalam perusahaan dan selanjutnya akan mempengaruhi nilai dari perusahaan. Pembahasan mengenai faktor-faktor apa saja yang berpengaruh pada *capital structure* sampai saat ini masih berlanjut, Marques dan Santos (2004) mengemukakan bahwa sampai saat ini masih kekurangan teori yang komprehensif untuk menjelaskan bagaimana perusahaan memutuskan *strategic financing*. Sehubungan dengan masih banyaknya perdebatan akan hal ini, maka para peneliti mengenal apa yang dinamakan sebagai *capital structure puzzle*. Hal ini menggambarkan bahwa sampai saat ini *puzzles* tersebut masih perlu disusun menjadi suatu rangkaian utuh dan masih belum selesai.

Di dalam dunia praktis, manajer keuangan dari suatu perusahaan dihadapkan pada masalah untuk menyediakan dana baik dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan secara efisien yang mampu meminimalkan biaya modal yang harus dibayar perusahaan. Keputusan untuk mempergunakan modal sendiri ataupun utang adalah pilihan yang harus diambil oleh manajer perusahaan dengan mempertimbangkan kepada *opportunity cost* apabila mempergunakan modal sendiri ataupun mengambil *benefit tax shield* dari utang.

Banyak faktor yang dipertimbangkan manajer perusahaan di dalam memutuskan *capital structure* yang tepat bagi perusahaan. Brigham dan Erhardt (2005) mengemukakan faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan *capital structure* adalah *sales stability, asset structure, operating leverage, growth rate, profitability, taxes, control, management attitudes, lender and rating agency attitudes, market conditions, the firm's internal condition, and financial flexibility*. Emery, Finnerty dan Stowe (2004) mengemukakan bahwa ada lima dasar pertimbangan di dalam menentukan pemilihan *capital structure*, yaitu:

- 1) *ability to service debt;*
- 2) *ability to use interest tax shields fully;*
- 3) *ability of assets to support debt (protection against illiquidity);*
- 4) *desired degree of access to capital markets; and*
- 5) *dynamic factors and debt management over time.*

Gitman (2000) mengemukakan faktor-faktor penting yang perlu dipertimbangkan dalam keputusan *capital structure* adalah risiko bisnis, *agency cost*, dan *asymmetric information*.

Dari uraian di atas tampak bahwa determinasi *capital structure* pada suatu perusahaan masih merupakan hal yang menarik untuk dikaji lebih lanjut. Oleh karena itu penelitian ini akan meneliti lebih jauh mengenai determinasi *capital structure* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada tahun 2000 sampai dengan tahun 2004.

Penelitian ini mengacu pada penelitian Saidi (2004) di BEJ yang berjudul faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur *go public* di BEJ tahun 1997-2002 sebagai acuan utama dalam kerangka pemikiran dan penyusunan landasan teoritis. Variabel-variabel pada penelitian Saidi (2004) adalah struktur modal yang diproksi dengan perbandingan *long term debt* dan *total asset*, ukuran perusahaan yang diproksi dengan nilai logaritma naturalis dari *total asset*, pertumbuhan perusahaan yang dihitung dari persentase perubahan *total asset* perusahaan pada tahun tertentu dibandingkan tahun sebelumnya. Namun, pada penelitian ini pertumbuhan perusahaan dihitung dari persentase perubahan *total sales* pada tahun tertentu dibandingkan tahun sebelumnya. Perubahan dilakukan dengan pertimbangan bahwa pertumbuhan perusahaan pada dasarnya ditentukan oleh *total sales* yang dihasilkan di mana perubahan *total sales* ini selanjutnya akan membawa perubahan kepada keuntungan perusahaan dan akhirnya juga mempengaruhi perubahan *total asset* perusahaan. Profitabilitas perusahaan diukur dari *net operating income*, struktur kepemilikan diproksi dengan perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam dan jumlah saham yang dimiliki oleh orang luar. Variabel *return on asset* (ROA) ditambahkan ke dalam penelitian ini dengan tujuan untuk mengetahui apakah ada perbedaan pengaruh antara ROA dan *net operating income* di dalam penentuan *capital structure*. ROA merupakan perbandingan antara *net operating income* dan *total asset*. Melalui acuan tersebut diharapkan penelitian ini mampu meneliti lebih jauh *capital structure* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ pada tahun 2000-2004 dan memberikan sumbangan pemikiran untuk analisis lebih jauh dari penelitian-penelitian terdahulu.

Desain penelitian ini adalah sebagai berikut :

- 1) Penelitian ini mempergunakan metode *Multiple Regression* dengan lima variabel bebas, yaitu ukuran perusahaan ( $\ln$  *total asset*), pertumbuhan perusahaan ( $\Delta$  *total sales*), profitabilitas (yang diukur dengan dua variabel yaitu variabel *net operating income* dan variabel *return on asset*), dan struktur kepemilikan (*internal/ eksternal*) untuk mencari hubungan antara variabel-variabel bebas dengan *capital structure* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dengan data tahun 2000 – 2004.
- 2) Penelitian ini mempergunakan *panel data*, yaitu gabungan antara data *cross section* dan *time series*. Namun, desain penelitian bukan satu *Multiple Regression Model* dengan menggunakan panel data, melainkan ada lima *Multiple Regression Model* yakni masing-masing untuk tahun 2000, 2001, 2002, 2003, dan 2004. Setiap *Multiple Regression Model* menggunakan data *cross sectional*.

## B. RUANG LINGKUP PENELITIAN

Penelitian ini dibatasi hanya meneliti dan membahas mengenai *capital structure* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ periode 2000-2004. Penelitian ini tidak membahas masalah *financial structure*. Hubungan antara *financial structure* dan *capital structure* menurut Keown et al (2002) :

***Financial structure – current liabilities = capital structure***

*Financial structure* adalah semua bauran dari sisi kanan neraca untuk membiayai sisi kiri neraca, sedangkan *capital structure* adalah apa yang tercantum pada sisi kanan neraca tetapi tidak termasuk utang jangka pendek. Penelitian ini membahas faktor-faktor apakah yang mempengaruhi perusahaan di dalam menentukan *capital structure*. *Capital structure* digunakan dalam penelitian ini dengan alasan bahwa perusahaan di dalam membiayai operasionalnya cenderung untuk mempergunakan utang jangka panjang sesuai dengan konsep *maturity matching* di dalam *financial decision*. Hanya bagian yang fluktuatif dari *current asset* biasanya dibiayai oleh *short term debt*, itulah sebabnya *short term debt* nilainya kecil. Sedangkan bagian yang permanen dari *current asset* demikian pula *fixed asset* dibiayai oleh *permanent financing (debt or equity)*.

Penelitian dibatasi hanya pada perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur mempunyai karakteristik padat modal, *degree of operating leverage (DOL)* tinggi berarti mempunyai risiko operasional tinggi, sehingga perlu berhati-hati dalam memutuskan strategi *capital structure*. Strategi *capital structure* akan langsung mempengaruhi *financial risk* perusahaan. Perusahaan manufaktur mempunyai karakteristik *operational risk* yang tinggi, sehingga perusahaan manufaktur harus berhati-hati terhadap *financial risk*nya agar dapat mempertahankan *combined leverage ratio* yang stabil.

Karakteristik perusahaan dapat mempengaruhi keputusan pembiayaan perusahaan (*financing decision*), namun penelitian ini tidak menggunakan karakteristik perusahaan (jenis industri) sebagai *variable dummy*. *Variable dummy* perlu diikuti dengan penggunaan variabel interaksi, sehingga lima variabel bebas dengan satu variabel *dummy* memerlukan lima variabel interaksi. Makin banyak variabel bebas memerlukan lebih banyak observasi atau ukuran sampel yang lebih besar.

## II. TINJAUAN PUSTAKA

*Capital structure* suatu perusahaan merupakan gabungan antara modal sendiri (*equity*) dan utang perusahaan (*debt*). Modal sendiri (*equity*) berasal dari *common stock, paid in capital, retained earning*, dan dikurangi *treasury stock (internal equity)*. Modal sendiri (*equity*) dapat pula berasal dari eksternal *equity* yaitu apabila perusahaan menjual

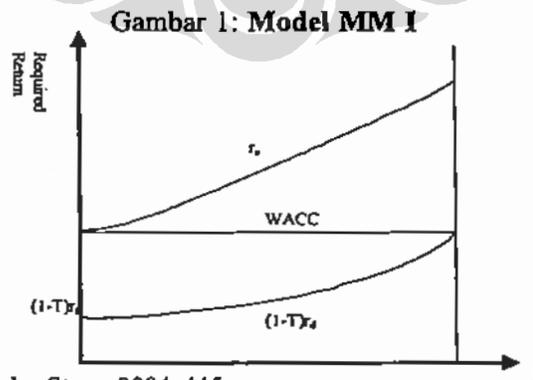
sahamnya kepada investor. Utang perusahaan (*debt*) berasal dari utang kepada kreditur maupun penerbitan obligasi perusahaan. Berbagai ragam sumber dana dari suatu perusahaan membuat manajer keuangan dari perusahaan dituntut untuk mampu membuat keputusan sumber pendanaan yang tepat. Masing-masing keputusan sumber pendanaan tersebut mempunyai konsekuensi dan karakteristik keuangan yang berbeda terhadap perusahaan.

## A. TINJAUAN TEORITIS

Myers (2001) mengemukakan bahwa ada beberapa *conditional theories* mengenai pemilihan *capital structure*, dimulai dari *theory Modigliani-Miller I*, *Modigliani-Miller II*, *trade off theory*, *pecking order theory*, dan *free cash flow theory*. Modigliani and Miller I menyatakan tiga pendapat utama, yang menjadi dasar *theory modern corporation*, yaitu (Culp 2003):

- 1) *proposisi I : The irrelevance of capital structure to firm value;*
- 2) *proposisi II : The irrelevance of leverage to weighted average cost of capital;*  
*and*
- 3) *proposisi III : The irrelevance of financing methods to investment decision.*

Pada Gambar 1 terlihat bahwa dalam *perfect capital market*, *capital structure* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. *Value leverage firm* sama dengan *value unleverage firm* ( $V_L = V_U$ ), berapapun utang perusahaan, maka nilai perusahaan akan tetap. Hal ini sesuai dengan proposisi I dari Modigliani-Miller I, yaitu *irrelevance of capital structure to firm value*. Demikian pula garis WACC (*weight average cost of capital*) datar, yang menunjukkan rata-rata tertimbang biaya modal tidak berubah. Hal ini sesuai dengan proposisi II dari Modigliani-Miller I yaitu *irrelevance of leverage to weighed average cost of capital*.



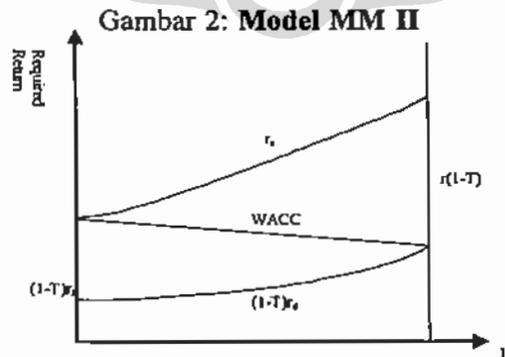
Sumber : Emery, Finnerty dan Stowe 2004, 445

Keterangan :  $r_e$  = tingkat bunga equity  
 $r_f$  = tingkat bunga risk free  
 $r_d$  = tingkat bunga utang  
 WACC = Weighted average cost of capital  
 $L$  = Debt/ Total asset

Pendapat dari Modigliani dan Miller tersebut didasarkan pada asumsi-asumsi sebagai berikut :

- 1) *Perfect capital market* di mana tidak terdapat pajak, tidak ada biaya transaksi, tidak ada friksi di dalam perusahaan, dan tidak ada *cost of bankruptcy and financial distress*.
- 2) *Symmetric information*, di mana semua investor dan manajer perusahaan mempunyai informasi yang sama mengenai kualitas perusahaan dan mempunyai persepsi yang identik dan benar mengenai efek dari suatu informasi baru terhadap harga saham.
- 3) *Given investment strategies*, di mana keputusan investasi suatu perusahaan diumumkan secara terbuka kepada investor.
- 4) *Rational behaviour*, di mana investor akan berperilaku rasional dan tidak dapat melakukan kegiatan arbitrase, karena kesempatan untuk itu memang tidak ada.
- 5) *Equal access*, di mana perusahaan maupun investor dapat menerbitkan saham di pasar modal dengan peraturan yang sama.

Selanjutnya teori Modigliani-Miller I ini diperbaiki dengan Modigliani-Miller II, yaitu dengan adanya *factor interest tax shield* di mana ternyata nilai perusahaan akan meningkat sejalan dengan adanya utang. Utang perusahaan akan mengurangi pajak karena adanya bunga atas utang yang harus dibayarkan perusahaan kepada kreditur. Di dalam *perfect market* dengan adanya *corporate tax*, maka lebih baik perusahaan utang 100%, biaya modal atau WACC turun dan nilai perusahaan naik berarti *value lever firm* lebih besar dari pada *value unlever firm*.



Sumber : Emery, Finnerty dan Stowe 2004

Keterangan : re	= tingkat bunga equity
rf	= tingkat bunga risk free
rd	= tingkat bunga utang
WACC	= Weighted average cost of capital
T	= tingkat pajak
L	= Debt/ Total asset

Gambar 2 menunjukkan apabila ada *corporate tax*, maka perusahaan yang berutang akan mengurangi pajak, karena adanya biaya bunga atas utang yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Dalam kondisi ini, WACC akan turun. Apabila WACC turun terus maka perusahaan yang tidak utang (*unleverage firm*) akan mempunyai nilai lebih kecil dibandingkan perusahaan yang berutang (*leverage firm*) atau  $VU < VI$ .

Lebih lanjut Modigliani-Miller II menyebutkan bahwa nilai ekspektasi ROE (*Return on Equity*) akan bertambah sejalan dengan meningkatnya DER (*Debt to Equity Ratio*). Kenaikan ekspektasi ROE ini adalah sebagai akibat dari meningkatnya risiko finansial karena adanya penambahan utang atau kenaikan nilai DER (Ariyanto 2002).

#### A.1 *Asymmetric Information Theory, Signalling Theory, and Agency Theory*

*Asymmetric information theory* merupakan suatu kondisi di mana satu pihak dalam transaksi mempunyai lebih banyak informasi dibandingkan pihak lainnya (Sunaryo 2001). Dalam sebuah perusahaan, manajer perusahaan akan memiliki informasi lebih banyak dan lebih baik dibandingkan informasi yang dimiliki oleh investor. Perhitungan yang dilakukan oleh manajer perusahaan akan lebih akurat manakala menghitung apakah harga saham *over value* atau *under value*. Adanya *asymmetric information* membuat manajer perusahaan lebih leluasa bertindak di dalam menentukan strategi *capital structure* karena lebih menguasai informasi yang terjadi di dalam perusahaan. Informasi baru yang ada selalu relevan dengan harga saham yang beredar di pasar, sebenarnya informasi ini bersifat murah dan harus tersedia bagi semua pihak. Namun, karena kompetisi pasar di antara para investor membuat informasi baru segera direfleksikan ke dalam harga saham di pasar secara cepat, sehingga terjadi pula kompetisi dalam mencari informasi untuk mendapatkan keuntungan sesaat. *Asymmetric information* menjadi dasar munculnya teori-teori selanjutnya dalam *capital structure* seperti *signalling theory* dan *agency theory*.

*Signalling theory* merupakan langkah-langkah manajemen dari perusahaan yang sebenarnya memberikan petunjuk secara implisit kepada investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Pada umumnya perusahaan yang menguntungkan akan berusaha menghindari penjualan saham dan berusaha mencari sumber dana alternatif lain. Sedangkan perusahaan yang kurang menguntungkan akan berusaha untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham sebenarnya merupakan sinyal bahwa

manajemen perusahaan tersebut memandang prospek perusahaan sedang suram, itulah sebabnya pada saat awal emisi saham, harga saham akan rendah. Selanjutnya, sejalan dengan kepercayaan investor maka harga saham akan meningkat (Brigham dan Erhardt 2005).

*Agency theory* (Jensen dan Meckling 1976) mengemukakan bahwa *agency relationship* merupakan sebuah ikatan kerja di mana satu orang atau lebih sebagai pemegang saham perusahaan (*principal*) menunjuk pihak lain (*agent*) untuk memberikan pelayanan dan pengambilan keputusan atas nama *principal*. Apabila kedua belah pihak berusaha untuk memaksimalkan *utility* masing-masing, maka dapat dipastikan bahwa *agent* tidak akan berusaha semaksimal mungkin untuk memenuhi keinginan dari *principal*. *Principal* akan berusaha meminimalkan penyimpangan dari *agent* agar tetap fokus kepada tujuan dari *principal* dengan cara memberikan *incentive* kepada *agent* dan menyediakan biaya monitoring agar meminimumkan penyimpangan dari *agent*. Hal lain yang dilakukan *principal* adalah menerapkan *bonding cost*, di mana *agent* juga akan dikenakan biaya sebagai bentuk pertanggungjawaban atas apa yang telah diputuskannya apabila merugikan *principal*. Bentuk pertanggungjawaban dari *agent* dapat berupa *penalty* dari *principal*, misalnya mengurangi jumlah bonus yang seharusnya menjadi hak *agent* atau dalam keadaan lebih buruk *agent* dapat dimasukkan ke dalam penjara atas apa yang telah diputuskannya apabila melanggar hukum yang berlaku. Namun demikian, pada umumnya adalah tidak mungkin bagi *principal*, *at zero cost* memastikan bahwa *agent* akan mengambil keputusan optimal seperti yang diharapkan oleh *principal*. Jadi, secara singkat *agency cost* adalah merupakan penjumlahan dari :

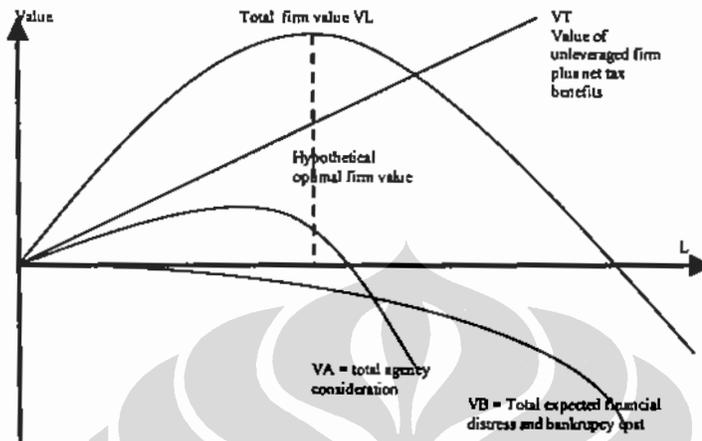
- 1) biaya monitoring dari *principal*;
- 2) *bonding expenditure* dari *agent*; and
- 3) *residual loss*

Semua biaya keagenan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh sebab itu *agency cost* menjadi penting untuk dipertimbangkan dalam *capital structure theory*. Adanya *agency problem* membuat manajer yang bukan *shareholder* lebih menyukai ekuitas daripada utang.

## A.2 Trade Off Theory

*Trade off theory* menyebutkan bahwa *debt-equity decision* adalah merupakan *trade off* antara *interest tax shield* dengan *agency cost of debt* dan *cost of financial distress*. Dari *trade off theory* ini maka akan diperoleh komposisi utang dan saham yang optimal dengan analisis perhitungan keuangan yang tepat.

Gambar 3: Capital market imperfections views of capital structure



Sumber : Emery, Finnerty dan Stowe 2004, 461

Keterangan :  $L = \text{Debt} / \text{Total asset}$

Gambar 3 menunjukkan bahwa *optimal capital structure* bukanlah proporsi utang dan saham yang bersifat tetap, melainkan selalu bersifat dinamis.

Pada *trade off theory of capital structure*, *target debt ratio* dari tiap perusahaan akan berbeda-beda, perusahaan yang mempunyai banyak *tangible asset* dan tidak berisiko tinggi akan memilih *high target debt ratio*, sementara perusahaan yang berisiko tinggi dan mempunyai banyak *intangible asset* akan lebih memilih kepada *equity financing*. *Trade off theory* telah dapat menerangkan mengapa setiap industri berbeda dalam pemilihan *capital structure*, tetapi tidak dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang sangat menguntungkan dalam suatu industri pada umumnya mempunyai *conservative capital structure* (Brealey & Myer 1995). Selanjutnya Chen dan Hammes (2003) menambahkan bahwa perusahaan yang berisiko tinggi akan meminjam lebih sedikit karena tingginya perkiraan akan kemungkinan untuk bangkrut. Perusahaan dengan aset yang khusus seperti perusahaan dengan jumlah *intangible asset* yang besar akan meminjam lebih sedikit. Hal ini disebabkan karena perusahaan tersebut mempunyai kemungkinan yang besar untuk kehilangan *asset value* pada situasi yang tidak menentu.

### A.3 Pecking Order Theory

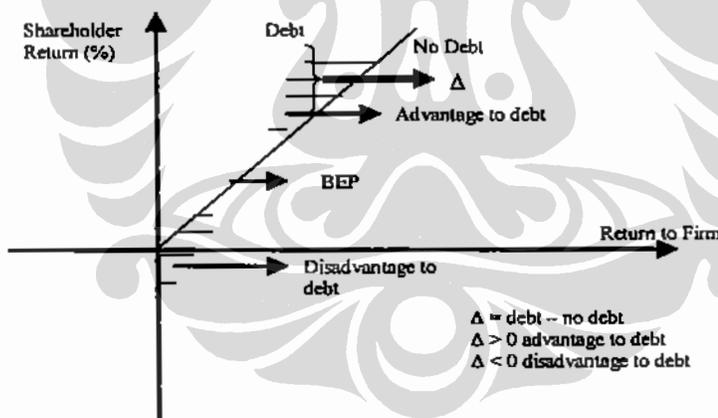
*Pecking order theory* mengemukakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan sumber pendanaan internal (*retained earning*) sebanyak mungkin untuk membiayai proyek-proyek di dalam perusahaan. Utang menjadi pilihan kedua setelah sumber pendanaan internal kemudian *convertible bond*, *preferred stock*, dan pada akhirnya apabila masih memerlukan dana, perusahaan akan menerbitkan *common stock (external equity)*. Hal ini terjadi karena

adanya *transaction cost* di dalam mendapatkan dana dari pihak eksternal (Emery, Finnerty & Stowe 2004). *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan yang sangat menguntungkan pada umumnya mempunyai utang yang lebih sedikit. Hal ini terjadi bukan karena perusahaan tersebut mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi disebabkan karena perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal (Brealey & Myer 1995).

#### A.4 Free Cash Flow Theory

*Free cash flow theory* mengemukakan bahwa tingkat utang yang tinggi selain berbahaya bagi perusahaan juga akan meningkatkan nilai perusahaan apabila *operating cash flow* perusahaan secara *significant* melebihi tingkat keuntungan yang telah diperhitungkan pada suatu investasi (*profitable investment opportunities*). *Free cash flow theory* sebenarnya lebih tepat untuk perusahaan yang sudah matang (*mature firm*) dan berpengalaman dalam berinvestasi (Myers 2001).

Gambar 4: Illustration Effect Financial Leverage on Shareholder Return



Sumber : Emery, Finnerty dan Stowe 2004

Gambar 4 menunjukkan bahwa di atas *break even point*, maka akan terdapat *benefit* dengan adanya utang. Namun, di bawah *break even point* akan terdapat kerugian karena adanya utang. Oleh karena itu masing-masing perusahaan harus mampu menghitung sendiri berapa tingkat utang yang memberikan keuntungan dan berapa tingkat utang yang memberikan beban kerugian, sehingga akan dicapai titik optimal untuk masing-masing perusahaan pada suatu kondisi tertentu.

### A.5 Market Timing Theory

*Market timing theory* merupakan aspek yang sangat penting dalam kehidupan nyata di dunia *corporate financial management*, karena teori ini lebih berdasarkan kepada situasi yang sebenarnya terjadi di pasar sehingga diperlukan kecermatan, kecepatan, dan ketepatan dalam menganalisis dan bertindak. Teori ini mengemukakan tiga hal utama (Baker dan Wurgler 2002) yaitu :

- 1) Perusahaan cenderung menerbitkan saham ketika nilai pasar perusahaan sedang tinggi secara relatif terhadap *book value* dan harga pada tahun sebelumnya serta cenderung untuk membeli kembali saham ketika harga pasar sedang rendah.
- 2) Perusahaan cenderung menerbitkan saham ketika *cost of equity* rendah dan perusahaan cenderung membeli kembali saham ketika *cost of equity* tinggi.
- 3) Perusahaan cenderung menerbitkan saham ketika investor lebih antusias terhadap prospek untuk memperoleh *earning* melalui saham.

### B. TINJAUAN EMPIRIS

Guna melengkapi tinjauan teoritis yang telah disampaikan, maka hasil-hasil penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan *capital structure* perlu disampaikan untuk memperkuat kerangka pemikiran teoritis. Saidi (2004) mengemukakan bahwa secara simultan ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, sedangkan risiko bisnis tidak diperhatikan oleh manajer perusahaan dalam pengambilan keputusan mengenai struktur modalnya. Hal ini ditunjukkan oleh pengaruh parsial dari risiko bisnis dengan struktur modal yang tidak signifikan.

Johnson (1997) mengemukakan bahwa *fixed asset ratio*, *market to book ratio*, *firm size*, dan *profitability* perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Brailsford, Oliver dan Pua (1999) mengemukakan bahwa ukuran perusahaan, risiko bisnis (*volatility*), pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *capital structure*.

Pandey (2001) mengemukakan bahwa pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *debt ratio*. *Profitabilty* perusahaan berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*. Risiko (*earning volatility*) berpengaruh negatif terhadap *long term debt ratio* tetapi berpengaruh positif terhadap *short term debt ratio*.

Penelitian ini akan mengacu pada penelitian Saidi (2004) di Bursa Efek Jakarta dan penelitian Pandey (2001) di Malaysia sebagai dasar dan acuan utama di dalam kerangka pemikiran dan penyusunan landasan teoritis. Penelitian ini mempergunakan lima variabel bebas untuk mencari hubungan antara variabel bebas dengan *capital structure*.

Pandey (2001) mengemukakan bahwa pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *debt ratio*. *Profitabilty* perusahaan berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*. Risiko (*earning volatility*) berpengaruh negatif terhadap *long term debt ratio* tetapi berpengaruh positif terhadap *short term debt ratio*.

Penelitian ini akan mengacu pada penelitian Saidi (2004) di Bursa Efek Jakarta dan penelitian Pandey (2001) di Malaysia sebagai dasar dan acuan utama di dalam kerangka pemikiran dan penyusunan landasan teoritis. Penelitian ini mempergunakan lima variabel bebas untuk mencari hubungan antara variabel bebas dengan *capital structure*.

### C. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESA

Pada dasarnya manajer keuangan dari suatu perusahaan akan berusaha menyediakan dana bagi perusahaan untuk menjalankan operasional perusahaan dengan baik melalui pertimbangan antara komposisi utang dan modal yang optimal. Untuk dapat memenuhi komposisi yang optimal ini manajer keuangan perlu mengetahui faktor-faktor apa saja yang berpengaruh terhadap *capital structure*.

#### C.1 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Debt Ratio

Besar kecilnya perusahaan akan berpengaruh terhadap *capital structure*, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula kesempatan melakukan investasi dan memperoleh akses ke sumber dana (Ariyanto 2002). Chen dan Hammes (2003) mengatakan bahwa perusahaan besar mempunyai akses yang lebih baik ke *capital market* dibandingkan perusahaan kecil demikian pula perusahaan besar akan mempunyai *lower cost of borrowing* dibandingkan dengan perusahaan kecil, Faulkender dan Peterson (2003) menambahkan bahwa *lower cost of borrowing* ini karena adanya *economic of scale* di mana perusahaan besar mempunyai keuntungan lebih besar dibandingkan perusahaan kecil, sehingga mempunyai utang yang lebih besar. Hal ini sejalan dengan apa yang dikemukakan *EBIT-EPS analysis*, di mana perusahaan akan menghitung *benefit* yang didapatkan dari *interest tax shield* dengan risiko *cost of financial distress*. Penelitian Pandey (2001) di Malaysia mendapatkan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif yang signifikan terhadap *capital structure*.

**Hipotesis I : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *long-term debt to total asset*.**

#### C.2 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Debt Ratio

Pertumbuhan perusahaan diukur dari perubahan *total sales* perusahaan dari tahun

tertentu dengan tahun sebelumnya. Pandey (2001) mengemukakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi sering membutuhkan tambahan aset untuk mendukung pertumbuhan penjualannya. Tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi juga merupakan indikasi bahwa perusahaan akan lebih banyak mempunyai *retained earning* sekaligus juga membutuhkan dana lebih banyak untuk mendukung pertumbuhannya. Menurut *trade off theory*, *retained earning* cenderung naik dan mereka cenderung berutang lebih banyak untuk *maintain target debt ratio*. Menurut Brigham dan Erhardt (2005) perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan bergantung kepada *external capital* dikarenakan *internal fund* perusahaan tidak mencukupi untuk mendukung pertumbuhannya yang tinggi, lebih lanjut *floating cost* untuk mengeluarkan saham lebih tinggi dibandingkan dengan mengeluarkan obligasi. Dengan demikian maka perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan lebih banyak mengeluarkan surat utang dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah. Penelitian Pandey (2001) di Malaysia dan Penelitian Saidi (2004) di Jakarta mendapatkan hasil bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif yang signifikan terhadap *capital structure*.

**Hipotesis II : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap *long-term debt to total asset*.**

### **C.3 Pengaruh Profitabilitas terhadap Debt Ratio**

Chen dan Hammes (2003) mengemukakan bahwa perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan akan meminjam uang atau mengeluarkan saham dengan kondisi tertentu agar mendapatkan sumber dana untuk kegiatan operasionalnya. Perusahaan dengan kondisi keuangan yang baik akan meminjam uang lebih sedikit walaupun mempunyai kesempatan untuk meminjam lebih banyak. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan sumber pendanaan internal sebanyak mungkin sebelum memutuskan untuk berutang. Faulkender dan Peterson (2003) mengemukakan bahwa *profitable firms* cenderung mempergunakan pendapatannya untuk membayar utang perusahaan sehingga mempunyai *leverage* yang rendah. Penelitian Pandey (2001) di Malaysia mendapatkan hasil bahwa terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara profitabilitas dan *capital structure*.

**Hipotesis III : Profitabilitas yang diukur dengan NOI berpengaruh negatif terhadap *long-term debt to total asset*.**

**Hipotesis IV : Profitabilitas yang diukur dengan ROA berpengaruh negatif terhadap *long-term debt to total asset*.**

#### **C.4 Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Debt Ratio**

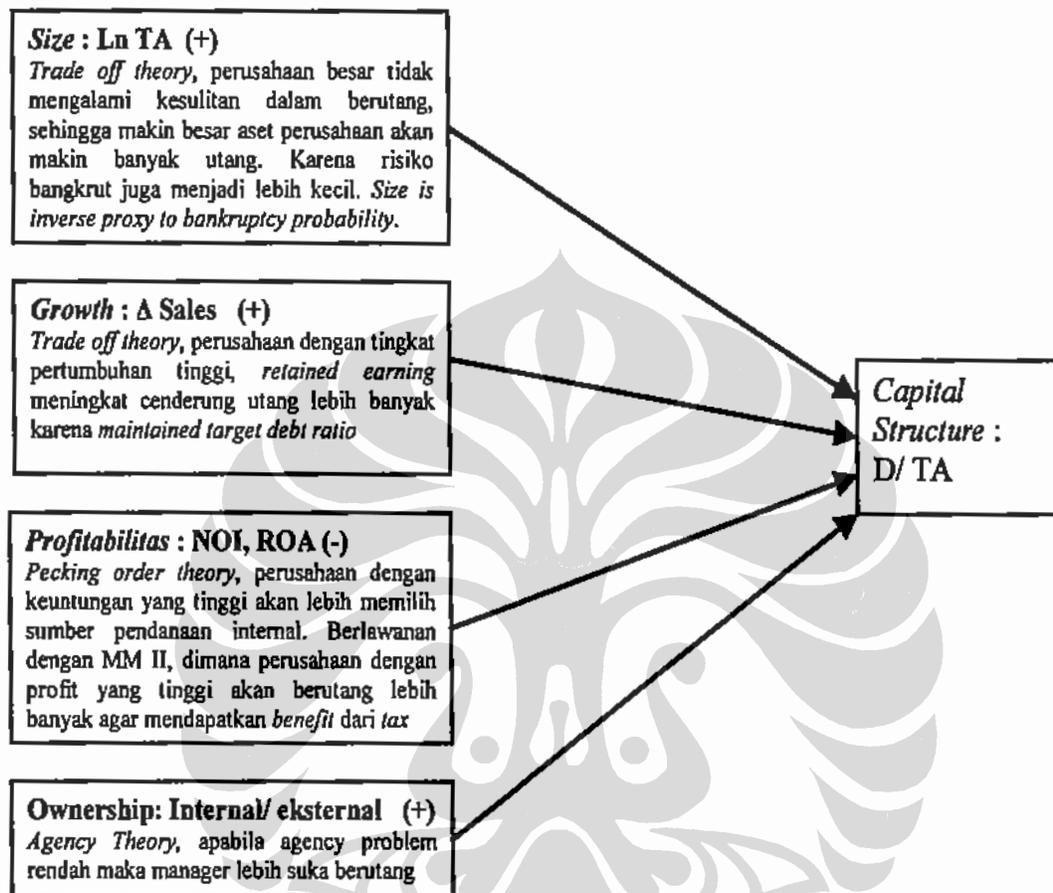
Struktur kepemilikan merupakan perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam dan orang luar (investor). Pemegang saham mayoritas mempunyai kemampuan untuk melakukan monitoring terhadap keputusan manajemen perusahaan (Brailsford, Oliver dan Pua 1999) dan memiliki hak suara yang lebih kuat dibandingkan dengan pemegang saham publik. Oleh karena itu pemegang saham mayoritas bisa menguasai dan mengawasi dewan komisaris, di mana salah satu fungsinya adalah mengawasi dewan direksi secara langsung. Sementara itu pemegang saham publik secara individu tidak mempunyai suara signifikan untuk mempengaruhi manajemen atau menempatkan perwakilannya pada dewan komisaris. Kecuali apabila terjadi koalisi antara pemegang saham publik satu dengan lainnya, sehingga menghasilkan hak suara yang signifikan, namun koalisi ini akan membutuhkan biaya penggalangan koalisi. Oleh karena itu koalisi hanya akan terjadi apabila keuntungan yang timbul akan lebih besar daripada biaya koalisi (Ariyanto 2002). Penelitian Brailsford, Oliver dan Pua (1999) di Australia mendapatkan hasil bahwa struktur kepemilikan saham berpengaruh signifikan positif terhadap *capital structure*. Hasil tersebut juga diperkuat oleh penelitian Saidi (2004) di BEJ yang mendapatkan hasil bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan positif terhadap *capital structure*, dimana hal tersebut berarti bahwa makin banyak manajer yang mempunyai saham dalam perusahaan, maka makin tinggi utang perusahaan. Struktur kepemilikan akan mengurangi *agency problem*, apabila banyak pemegang saham yang menjadi manajer perusahaan maka *agency problem* akan rendah, perusahaan akan lebih memilih berutang untuk mengembangkan perusahaannya.

**Hipotesis V : Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap *long-term debt to total asset*.**

#### **C.5 Ikhtisar Kerangka Pemikiran Teoritis**

Adanya banyak teori mengenai *capital structure* dan banyak faktor penentu *capital structure*, maka diperlukan suatu ikhtisar untuk dapat menunjukkan bagaimana suatu faktor mempengaruhi *long-term debt to total asset*.

Gambar 5: Ikhtisar Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Summary dari Teori Capital Structure

### III. METODOLOGI PENELITIAN

Hubungan antara variabel bebas dan variabel tak bebas selanjutnya dianalisis dengan menggunakan metode ekonometrik OLS (*Ordinary Least Square*).

#### A. DATA DAN SUMBER DATA

Data yang digunakan adalah data sekunder yang didapatkan dari BEJ, data merupakan laporan keuangan perusahaan yang terdaftar pada BEJ yang dilaporkan kepada public, sebagai bagian dari persyaratan sebuah perusahaan yang *go public*.

## B. METODE PENARIKAN SAMPEL

Metode penarikan sampel adalah dengan menggunakan *purposive random sampling*. Populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ adalah 144 perusahaan, dari jumlah tersebut akan diambil sampel untuk penelitian ini sebanyak 50 perusahaan. Guna mengantisipasi hal-hal yang tidak diinginkan, misalnya data tidak lengkap, data hilang, dan hal-hal lain yang kemungkinan akan mengganggu analisis data penelitian ini maka sampel penelitian sengaja dilebihkan menjadi 57 perusahaan. Dari 57 perusahaan yang dipilih secara random ternyata harus dihilangkan dua perusahaan yaitu Tjiwi Kimia, Tbk dan Indah Kiat Pulp and Paper, Tbk karena laporan keuangan menggunakan mata uang *US dollar*, sedangkan data konversi ke rupiah pada masing-masing perusahaan berbeda-beda. Dari 55 perusahaan yang tersisa harus kembali dihilangkan enam perusahaan yaitu Kabelindo Murni, SMART, Kasogi International, Suba Indah, Texmaco Jaya dan Ultra Jaya karena data tidak lengkap pada tahun-tahun penelitian. Tersisa 49 perusahaan yang dipakai sebagai sampel penelitian ini. Selanjutnya dari 49 perusahaan ini kembali dihilangkan sebanyak enam perusahaan karena data ekstrim pada variabel-variabel penelitian, baik ekstrim besar maupun ekstrim kecil. Enam perusahaan tersebut adalah Kedawung Setia, Argo Pantes, Bentoel International, Sekar Laut, Fajar Surya Wisesa, dan Sierad Produce. Pada akhirnya tersisa 43 perusahaan yang dipakai dalam analisis penelitian ini. Beberapa kriteria telah digunakan dalam mendapatkan *purposive sampling*.

## C. MODEL PENELITIAN

Model Penelitian adalah sebagai berikut :

$$DT_i = \alpha + \beta_1 \ln TA_i + \beta_2 \Delta Sales_i + \beta_3 NOI_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 Own_i + \varepsilon_i$$

Keterangan :

$DT_i$	= Long-term debt to total asset perusahaan ke i
$\alpha$	= Intercept
$\ln TA_i$	= Logaritma natural dari total asset perusahaan ke i
$\Delta Sales_i$	= Perubahan penjualan dari tahun ke t dengan tahun sebelumnya
$NOI_i$	= Net operating income perusahaan ke i
$ROA_i$	= Return on asset perusahaan ke i
$Own_i$	= Struktur kepemilikan perusahaan ke i
$\varepsilon_i$	= Error term

Lima model regresi dipergunakan untuk masing-masing tahun 2000–2004. Analisis data *cross sectional* setiap tahun dengan mempergunakan OLS (*Ordinary Least Square*).

Supaya mendapatkan analisis yang akurat dengan OLS, maka diperlukan uji asumsi – asumsi OLS. Uji asumsi-asumsi OLS meliputi asumsi tidak terjadi autokorelasi, tidak terjadi heterokedastisitas, dan tidak terjadi multikolinieritas. Akan tetapi karena tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor penentu *capital structure* dan perkembangannya dari tahun ke tahun dan bukan untuk tujuan peramalan (*forecasting*), maka apabila terdapat heterokedastisitas tidak akan diusahakan untuk menghilangkan masalah tersebut, dengan pertimbangan bahwa hasil koefisien regresi konsisten serta tidak bias, hanya akan memperbesar varians dari distribusi koefisien regresi yang ada sehingga menjadi tidak efisien.

#### D. VARIABEL PENELITIAN

Variabel penelitian ini terdiri dari lima variabel bebas dan satu variabel tak bebas. Variabel bebas tersebut adalah ukuran perusahaan (logaritma naturalis dari *total asset*), pertumbuhan perusahaan ( $\Delta sales$ ) merupakan perubahan penjualan dari tahun tertentu dengan tahun sebelumnya, profitabilitas (*net operating income* dan *return on asset*), dan struktur kepemilikan (perbandingan jumlah pemegang saham internal dan external). Variabel tak bebas adalah *debt to total aset (capital structure)*.

##### D.1 Capital Structure

Mengacu kepada penelitian Saidi (2004), *capital structure* adalah perbandingan *long term debt* dengan *total asset* (D/TA).

##### D.2 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan besarnya aset yang dimiliki oleh perusahaan. Menurut Brailsford, Oliver dan Pua (1999) ukuran perusahaan diproksi dengan *logaritma naturalis* dari *total asset*.

##### D.3 Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan adalah perubahan total penjualan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dihitung dari persentase perubahan penjualan tahun tertentu terhadap tahun sebelumnya.

$$\text{Growth} = \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}} \times 100\%$$

#### D.4 Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan di dalam menghasilkan laba. Saidi (2004) mengemukakan bahwa profitabilitas dapat diukur dari *net operating income*. Penelitian ini mempergunakan variabel *net operating income* dan *return on asset* sebagai ukuran profitabilitas.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net operating income}}{\text{Total asset}} \times 100\%$$

#### D.5 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam dan orang luar (investor).

### E. PENGUJIAN PENGARUH SIMULTAN SELURUH VARIABEL BEBAS TERHADAP CAPITAL STRUCTURE

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0$  artinya semua variabel bebas secara simultan tidak berpengaruh terhadap *capital structure*

$H_a$  :  $H_0$  tidak benar, artinya tidak semua variabel bebas secara simultan tidak berpengaruh terhadap *capital structure*

Jika  $F_{\text{hitung}} > F_{\alpha \text{ tabel}}$ , maka  $H_0$  ditolak

### F. PENGUJIAN KOEFISIEN REGRESI UNTUK VARIABEL BEBAS YANG BERPENGARUH POSITIF TERHADAP CAPITAL STRUCTURE

$H_0 : b_i = 0$  tidak ada pengaruh positif variabel bebas ( $\text{Ln TA}, \Delta \text{Sales}, \text{Ownership}$ ) terhadap *capital structure*

$H_a : b_i > 0$  Ada pengaruh positif variabel bebas ( $\text{Ln TA}, \Delta \text{Sales}, \text{Ownership}$ ) terhadap *capital structure*

Jika  $t_{\text{hitung}} > t_{\alpha \text{ tabel}}$ , maka  $H_0$  ditolak.

### G. Pengujian Koefisien Regresi untuk Variabel Bebas yang Berpengaruh Negatif terhadap *Capital Structure*

Ho :  $b_i \geq 0$  tidak ada pengaruh negatif variabel bebas (NOI, ROA) terhadap *capital structure*

Ha :  $b_i < 0$  Ada pengaruh negatif variabel bebas (NOI, ROA) terhadap *capital structure*

Jika  $t$  hitung  $< -t \alpha$  tabel, maka Ho ditolak.

## IV. ANALISIS HASIL DAN PEMBAHASAN

Data laporan keuangan yang diperoleh dalam penelitian ini selanjutnya diolah dengan mempergunakan program SPSS versi 12 untuk menghitung persamaan regresi dan analisis asumsi klasik regresi yaitu analisis multikolinieritas, analisis autokorelasi dan analisis heterokedastisitas.

### A. ANALISIS MULTIKOLINIERITAS

Hasil analisis data dengan mempergunakan program SPSS versi 12 di dapatkan perhitungan bahwa angka VIF tidak melebihi 10. Studenmund (1997) menyatakan bahwa nilai VIF lebih dari 10 menunjukkan terjadi multikolinieritas. Pada penelitian ini nilai VIF untuk masing-masing variabel bebas jauh lebih kecil dari 10, jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas.

Tabel 1: Hasil Perhitungan

	2000	2001	2002	2003	2004
Ln TA	1,811	1,771	1,771	1,972	1,984
$\Delta$ Sales	1,053	1,017	1,193	1,256	1,250
NOI	1,903	1,868	1,890	2,093	2,203
Own	1,155	1,043	1,112	1,206	1,208
ROA	1,219	1,149	1,348	1,535	1,525

Sumber : Hasil Perhitungan Durbin Watson dengan SPSS

Tabel 1 menunjukkan hasil perhitungan nilai Durbin Watson dan kesimpulan dari hasil perhitungan tersebut. Pada tahun 2001, 2002, dan 2004 tidak terjadi otokorelasi. Namun pada tahun 2000 dan 2003 nilai Durbin Watson menunjukkan hasil yang *inconclusive*. Oleh karena pada model *cross sectional* jarang terjadi otokorelasi, maka hasil *inconclusive* pada penelitian ini tidak memerlukan pengujian lebih lanjut. Di samping itu,

Studenmund (1997) memberikan rekomendasi agar menghindari penggunaan GLS (*generalized least square*) jika uji DW *inconclusive*, karena seandainya ada otokorelasi konsekuensinya hanya minor.

### C. ANALISIS HETEROSKEDASTISITAS

Metode yang dipergunakan untuk menganalisis masalah heterokedastisitas adalah dengan metode Park. Metode ini memilih faktor Z yang akan dipergunakan sebagai variabel bebas dengan terlebih dahulu transformasi ke ln. Faktor Z yang dipilih adalah variabel bebas Own (struktur kepemilikan), variabel ini dipilih berdasarkan pertimbangan bahwa standard deviasi dari variabel ini paling besar di antara variabel bebas yang lainnya. Variabel tak bebas yang dipergunakan dalam metode Park adalah ln dari nilai residu yang telah dikuadratkan.

Tabel 2: Hasil Perhitungan Metode Park

	Nilai Durbin Watson	Kesimpulan
2000	1,748	Inconclusive
2001	1,831	Terima Ho (tidak terjadi otokorelasi)
2002	2,012	Terima Ho (tidak terjadi otokorelasi)
2003	1,653	Inconclusive
2004	1,889	Terima Ho (tidak terjadi otokorelasi)

Sumber : Hasil Park Test dengan Excel dan SPSS

Dari Tabel 2 terlihat bahwa pada tahun 2000, 2002, dan 2003 terjadi heterokedastisitas, sementara pada tahun 2001 dan 2004 tidak terjadi heterokedastisitas. Masalah heterokedastisitas pada penelitian ini tidak diatasi dengan pertimbangan bahwa hasil koefisien regresi adalah konsisten dan tidak bias, namun menjadi tidak efisien karena menaikkan varians dari distribusi koefisien regresi. Adanya heterokedastisitas menyebabkan OLS menghasilkan nilai t hitung lebih rendah daripada seandainya *error term*-nya homokedastisitas. Selain itu, persamaan regresi mau dibandingkan satu dengan yang lain sehingga model regresi yang dipergunakan tidak dapat diubah untuk tahun tertentu saja.

### D. ANALISIS REGRESI BERGANDA

Dalam Tabel 3 disajikan koefisien regresi dari setiap variabel bebas dan hasil uji koefisien regresi berdasarkan uji-t dari tahun 2000 sampai 2004.

Tabel 3: Koefisien Regresi Ln TA,  $\Delta$  Sales, NOI, Own, dan ROA

	Nilai t-test pada variabel Ln Own	Signifikansi	Kesimpulan
2000	-2,070	0.045	Terjadi heterokedastisitas
2001	-1,121	0.269	Tidak terjadi heterokedastisitas
2002	-2,147	0.038	Terjadi heterokedastisitas
2003	-2,013	0.051	Terjadi heterokedastisitas
2004	1,438	0.158	Tidak terjadi heterokedastisitas

Sumber : Hasil Pengolahan Data dengan Mempgunakan SPSS

Keterangan : \* signifikan pada  $\alpha$  5%

Penjelasan mengenai koefisien regresi untuk variabel Ln TA perlu diberikan penekanan karena penggunaan logaritma natural. Sebagai contoh, untuk tahun 2000 koefisien regresi sebesar 0,316 menunjukkan bahwa setiap TA naik 1% maka *long-term to total asset* naik 0,316/100 unit, sedangkan variabel-variabel bebas lainnya konstan.

Dari Tabel 3 tampak bahwa pengaruh variabel Ln *total asset* tertinggi terhadap long-term debt to total asset terjadi pada tahun 2001, yaitu setiap kenaikan Ln *total asset* sebesar 1% maka *long-term debt to total asset* akan naik sebesar 0,140/100 unit. Diduga hal ini disebabkan karena pada tahun 2001 perusahaan melihat bahwa perkembangan ekonomi pada tahun 2000 sudah mulai menunjukkan perbaikan dengan pertumbuhan GDP sebesar 4,9% di tahun 2000. Oleh karena itu perusahaan cenderung mulai berutang kembali dengan agunan asetnya.

Variabel NOI mempunyai pengaruh terbesar pada tahun 2001 di mana setiap kenaikan 1 unit NOI akan menurunkan *long-term to total asset* sebesar 0,204 unit. Hal ini menunjukkan bahwa walaupun perusahaan berutang kembali pada tahun 2001 tetapi perusahaan juga lebih berhati-hati dalam mengelola utangnya, perusahaan lebih cenderung memilih sumber pendanaan internal apabila NOI naik.

Variabel ROA pada tahun 2001 mempunyai pengaruh yang relatif lemah terhadap *long-term to total asset* dibandingkan tahun-tahun yang lainnya. Setiap kenaikan ROA 2001 sebesar 1 unit akan menurunkan *long-term debt to total asset* hanya sebesar 0,433 unit. Hasil ini konsisten dengan pengaruh kenaikan Ln *total asset* terhadap kenaikan *long term debt to total asset* pada tahun 2001, di mana perusahaan mulai berutang kembali dengan agunan asetnya.

Koefisien regresi pada variabel Ln *total asset (size)* dari tahun 2000 sampai dengan 2004 menunjukkan tanda positif dan signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Hal ini sesuai dengan hipotesis I bahwa ukuran perusahaan yang diproksi dari Ln *total asset* mempunyai pengaruh positif terhadap *long-term debt to total asset*. Makin besar ukuran perusahaan atau makin besar *asset* perusahaan maka akan makin banyak utang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Antoniou, Guney dan Pandyal (2002) yang mengatakan bahwa perusahaan besar mempunyai risiko yang lebih kecil untuk bangkrut, perusahaan besar

juga pada umumnya tidak mengalami kesulitan dalam berutang, karena ukuran perusahaan merupakan kebalikan dari proksi kemungkinan untuk bangkrut. Namun, hal ini bertentangan dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa *debt-equity decision* adalah merupakan *trade off* antara *interest tax shield* dan *cost of financial distress*.

Koefisien regresi pada variabel  $\Delta Sales$  (pertumbuhan) tidak berpengaruh signifikan terhadap *long-term debt to total asset* (terlihat dari uji t yang tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5%) hal ini tidak sejalan dengan hipotesis II yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap *long-term debt to total asset*. Hal ini kemungkinan disebabkan karena periode data penelitian yang diambil adalah tahun 2000 sampai dengan 2004 di mana masih banyak perusahaan yang mengalami dampak krisis ekonomi dan tidak terjadi pertumbuhan penjualan, akibatnya penjualan dari tahun tertentu dibandingkan dengan tahun sebelumnya bisa jadi sama saja (tidak tumbuh) atau menjadi lebih kecil. Tabel 4 menunjukkan bahwa kondisi perekonomian pada tahun 2000 sampai tahun 2004 masih dalam keadaan krisis dan baru mulai akan tumbuh kembali.

Tabel 4: Pertumbuhan GDP

	2000	2001	2002	2003	2004
Konstanta	0.615 (*)	0.651 (*)	0.522 (*)	0.628 (*)	0.525 (*)
Ln TA	0.136 (*)	0.140 (*)	0.121 (*)	0.137 (*)	0.109 (*)
$\Delta Sales$	0.238	0.121	0.073	0.023	0.108
NOI	0.127 (*)	0.204 (*)	0.144 (*)	0.178 (*)	0.123 (*)
Own	0.001	0.003	0.003	0.004	0.004
ROA	0.515 (*)	0.433 (*)	0.560 (*)	0.517 (*)	0.358 (*)
Uji F	6.59	6.95	9.022	8.709	7.023
R <sup>2</sup>	0.471	0.484	0.549	0.541	0.487

Sumber : ADB, 2004

Kemungkinan penyebab berikutnya adalah kondisi keamanan pada periode penelitian adalah kurang kondusif bagi dunia usaha dengan adanya berbagai peristiwa ledakan bom. Pada tanggal 24 Desember 2000 terjadi serangkaian ledakan bom di malam natal, pada tanggal 12 Oktober 2002 terjadi ledakan bom di Bali, tanggal 5 Agustus 2003 terjadi ledakan bom di Hotel Marriot, dan pada tanggal 9 September 2004 kembali terjadi ledakan bom di kedutaan besar Australia. Selain kondisi keamanan, kondisi politik pada periode penelitian juga kurang kondusif untuk pertumbuhan usaha, dalam waktu lima tahun telah dipimpin oleh dua orang presiden yaitu Abdurrahman Wahid (1999-2001) dan Megawati Soekarnoputri (2001-2004), dimana pada saat pergantian presiden diwarnai dengan berbagai konflik elit politik. Kondisi perbankan nasional pada periode penelitian juga

menerapkan kebijakan kucuran kredit yang ketat bagi industri atau sektor riil. Hal ini juga turut memicu kondisi perusahaan manufaktur tidak dapat mendapatkan kucuran dana dari perbankan karena bank lebih selektif dan sangat berhati-hati dalam memberikan kredit pada sektor riil, bank tidak mau hanya menganalisis potensi penjualan saja, tetapi lebih cenderung memilih untuk memberikan kredit yang mempunyai agunan *asset* perusahaan.

Tabel 5 : Data Loan to Deposit Ratio Perbankan Nasional

Tahun	Deposit (Rp. Trilyun)	Kredit (Rp. Trilyun)	LDR (%)
2000	720	269	37
2001	809	308	38
2002	836	410	49
2003	902	477	53
2004 (July)	910	530	58

Sumber : Bank Indonesia, 2004

Tabel 4.6 menunjukkan bahwa pada tahun 2000 sampai dengan tahun 2004 rata-rata LDR yang dikeluarkan bank di Indonesia adalah 37-58%, dan kredit yang disalurkan bank lebih banyak untuk konsumsi. Hal ini menunjukkan tingginya uang masyarakat yang tersimpan di Bank dan tidak di pergunakan untuk membangun sektor riil. Oleh karena hal itulah maka  $\Delta$  sales tidak berpengaruh signifikan terhadap *long term debt to total asset* pada periode penelitian ini.

Koefisien regresi pada variabel *net operating income* (NOI) berpengaruh signifikan negatif pada tingkat kepercayaan 5% pada tahun 2000 sampai 2004. Hal ini sejalan dengan hipotesis III yang dikemukakan sebelumnya bahwa *net operating income* berpengaruh negatif terhadap *long-term debt to total asset*. Artinya makin besar *net operating income* maka akan makin kecil *long term debt to total asset*. Hal ini dapat dijelaskan bahwa perusahaan dengan laba tinggi, memiliki dana internal yang tinggi pula sehingga kebutuhan utang menjadi lebih sedikit.

Koefisien regresi pada variabel struktur kepemilikan (*Own*) tidak berpengaruh signifikan pada penelitian ini. Hal ini kemungkinan disebabkan karena di Indonesia kondisi perusahaan manufaktur pada periode penelitian banyak terjadi konversi kepemilikan saham dari internal ke pihak eksternal misalnya perbankan, sehingga dalam struktur kepemilikan muncul nama-nama bank sebagai pemegang saham, sebagai contoh BAT Indonesia kepemilikan saham dipegang oleh *Bank of Bermuda* sebesar 15%, Ades Alfindo kepemilikan saham dipegang oleh *International Finance Corporation* sebesar 19,97% dan *Swiss Bank Corporation* sebesar 7,90%. Evershine Textile kepemilikan saham dipegang

HSBC sebesar 13,61%. Dalam hal ini bank hanya bertindak sebagai mitra bisnis saja dan tidak ikut serta dalam menentukan keputusan *capital structure* yang telah terjadi. Penelitian Prowse (1992) dalam Ariyanto (2002) menemukan hasil bahwa Struktur kepemilikan perusahaan *keiretsu* di Jepang banyak didominasi kepemilikannya oleh perusahaan finansial, namun tidak secara signifikan mempengaruhi keputusan manajemen perusahaan, karena kebanyakan pemilik saham tersebut adalah mitra bisnis atau kreditor perusahaan.

Koefisien regresi pada variabel *return on asset* (ROA) berpengaruh signifikan negatif pada tingkat kepercayaan 5% pada tahun 2000 sampai dengan 2004. Hal ini sejalan dengan hipotesis IV yang dikemukakan sebelumnya bahwa ROA berpengaruh signifikan negatif terhadap *long-term to total asset*. Perusahaan yang mempunyai ROA tinggi akan berutang lebih sedikit. Hal ini konsisten dengan *pecking order theory* yang mengatakan bahwa perusahaan lebih memilih *internal resources* untuk membiayai operasionalnya sebelum memutuskan untuk berutang.

Dalam Tabel 3 juga terlihat bahwa pada tahun 2000 sampai dengan 2004 hasil uji F tampak signifikan dengan tingkat signifikansi 5%, hal ini berarti bahwa semua variabel bebas berpengaruh secara simultan terhadap *long-term to total asset*. Koefisien determinasi besarnya berkisar 0,471 sampai dengan 0,549 berarti 47,1% sampai dengan 54,9% variasi dalam *long-term debt to total asset* dapat dijelaskan oleh Ln *total asset* (ukuran perusahaan),  $\Delta sales$  (growth), NOI (profitabilitas), Own (struktur kepemilikan), dan ROA (profitabilitas) secara simultan. Sisanya sebesar 52,9% sampai dengan 45,1% disebabkan oleh variabel-variabel lain yang tidak termasuk di dalam penelitian ini.

## V. KESIMPULAN DAN SARAN

Dari pembahasan yang telah disampaikan pada bab sebelumnya maka dapat ditarik kesimpulan dari penelitian ini, keterbatasan yang ada di dalam penelitian ini, serta saran-saran untuk perbaikan bagi penelitian selanjutnya.

### A. Kesimpulan

- 1) Hasil analisis regresi berganda secara simultan menunjukkan bahwa terdapat pengaruh antara Ln *total asset*,  $\Delta sales$ , NOI, Own dan ROA terhadap *long term debt to total asset*. Koefisien determinasi tahun 2000–2004 berkisar antara 47,1% sampai 54,9% menunjukkan bahwa variabel-variabel bebas yang dipergunakan dalam penelitian ini mampu menjelaskan variasi *debt ratio* yang terjadi sebesar 47,1% sampai dengan 54,9%.

- 2) Variabel  $\ln$  *total asset* pada penelitian ini memberikan pengaruh signifikan positif terhadap *long term debt to total asset*. Hasil stabil tahun 2000 - 2004 menunjukkan bahwa perusahaan besar mempunyai risiko bangkrut yang lebih kecil dan akan makin banyak menggunakan utang. Hasil ini sejalan dengan penelitian Antoniou, Guney, dan Pandyal (2002) dan penelitian Saidi (2004) untuk perusahaan manufaktur di BEJ periode 1997 - 2002.
- 3) Variabel  $\Delta$  *sales* pada penelitian ini tidak memberikan pengaruh signifikan. Hal ini kemungkinan disebabkan karena pada saat periode penelitian kondisi politik, perekonomian, keamanan dan perbankan masih belum normal atau kondusif bagi dunia usaha, sehingga perusahaan masih sulit memperoleh pertumbuhan penjualan.
- 4) Profitabilitas yang diukur dari NOI dan ROA pada penelitian ini memberikan pengaruh signifikan negatif terhadap *long term debt to total asset*. Hasil stabil tahun 2000 - 2004 menunjukkan bahwa makin tinggi keuntungan perusahaan maka sumber dana internal yang dimiliki juga tinggi sehingga lebih sedikit berutang. Hasil ini sesuai dengan *pecking order theory* dan sejalan dengan penelitian Saidi (2004).
- 5) Variabel *Own* pada penelitian ini tidak memberikan pengaruh yang signifikan. Hal ini kemungkinan disebabkan karena kondisi perusahaan manufaktur pada saat periode penelitian banyak terjadi konversi kepemilikan saham dari pihak internal ke pihak eksternal misalnya perbankan, dalam hal ini bank hanya bertindak sebagai mitra bisnis saja dan tidak ikut menentukan keputusan *capital structure* yang telah terjadi.

## B. KETERBATASAN PENELITIAN

- 1) Penelitian hanya dilakukan pada perusahaan manufaktur sehingga tidak dapat dibandingkan antara perusahaan manufaktur dan non manufaktur.
- 2) Penelitian ini dilakukan pada satu rentang waktu yang masih mempunyai kondisi sama, yaitu krisis ekonomi dan belum pulihnya sektor riil. Sehingga tidak dapat dibandingkan antara kondisi normal, kondusif dan krisis.
- 3) Penelitian ini hanya mengkaji rasio *long term debt to total asset* sebagai proksi dari *capital structure*, sehingga tidak dapat dibandingkan antara *short term debt to total asset*, *long term debt to total asset* dan *total debt to total asset* agar dapat diketahui lebih jauh faktor mana yang lebih dipertimbangkan di Indonesia.
- 4) Penelitian ini tidak mengelompokkan perusahaan manufaktur berdasarkan sektor industrinya dan tidak mengelompokkan perusahaan manufaktur berdasarkan umurnya.

### C. SARAN

- 1) Penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan membandingkan *capital structure* antara perusahaan manufaktur dan non manufaktur, sehingga dapat diketahui lebih jauh apakah terdapat perbedaan *capital structure* antara perusahaan manufaktur dan non manufaktur
- 2) Penelitian selanjutnya akan lebih baik apabila dapat dilakukan dengan membandingkan *capital structure* perusahaan manufaktur pada kondisi kondusif, normal dan krisis. Sehingga analisis yang lebih komprehensif dapat dicapai dalam pengambilan keputusan investasi.
- 3) Penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan membandingkan *short term debt to total asset*, *long term debt to total asset* dan *total debt to total asset* agar dapat diketahui lebih jauh faktor mana yang lebih dipertimbangkan di Indonesia, mengingat tidak semua perusahaan mempunyai akses yang mudah untuk berutang maupun untuk melepaskan sahamnya di pasar modal.
- 4) Penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan mengelompokkan berdasarkan sektor industri dari perusahaan manufaktur dan berdasarkan umur perusahaan. Kedua hal ini menjadi penting karena optimal *capital structure* adalah bervariasi tergantung dari masing-masing perusahaan, dengan mengelompokkan pada industri yang sejenis maka diharapkan akan didapatkan pola *capital structure* yang serupa. Sedangkan untuk umur perusahaan lebih menentukan kepada berpengalaman atau tidaknya perusahaan dalam mencari sumber dana eksternal serta bagaimana tingkat perkembangan perusahaan atau prospek perusahaan dipandang dari sudut pandang investor.

### DAFTAR PUSTAKA

- Antoniou A., Y. Guney, and K. Pandyal. 2002. Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries. *Centre Empirical Research in Finance, Department of Economics and Finance*. University of Durham. UK.
- Ariyanto, Taufik. 2002. Pengaruh Struktur Pemegang Saham Terhadap Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Manajemen Indonesia*, Vol 1(1): 64-71.
- Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler. 2002. Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol LVII (1): 1-32.
- Brailsford, Timothy J., Barry R. Oliver, and Pua Sandra L.H. 1999. Theory And Evidence On The Relationship Between Ownership Structure And Capital Structure. *Working Paper Department Of Commerce*. Australian National University.

- Brealey, Richard A. & Stewart C. Myers. 1988. *Principles of Corporate Finance*. 3<sup>rd</sup> ed. Singapore: McGraw Hill.
- Brigham, Eugene F. & Michael C Erhardt. 2005. *Financial Management, Theory and Practice 11<sup>th</sup> ed.* Mason, OH : Thomson South Western.
- Chen, Yinghong and Klauss Hammes. 2003. Capital Structure: Theory and Empirical Results, A Panel Data Analysis. *Improvement Paper of Conference on Financial Regulation at Groningen*. Netherland 1997 by the same authors.
- Culp, Christopher L. The Modigliani Miller Propositions. 2003. *The University of Chicago and CP Risk Management LLC*. 79-90.
- Emery, Douglas R., John D. Finnerty, and John D. Stowe. 2004. *Corporate Financial Management 2<sup>nd</sup> ed.* Upper Saddle River, NY : Pearson Education International.
- Faulkender, Michael and Peterson Mitchell A. 2003. Does the Source of Capital Affect Capital Structure?. *National Bureau of Economic Research*.
- Gitman, Lawrence J. 2000. *Principles of Managerial Finance*. 9<sup>th</sup> ed. Reading, MA : Addison Wesley Publishing Company.
- Hatfield, Gary B., Cheng Louis T.W. and Wallace N. Davidson. 1994. The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect Of Firm And Industry Debt Ratios On Market Value. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol 7 (3): 1-14.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling. 1976. Theory Of Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol 3 (4): 305-360.
- Keown, Arthur. J. et al. 2002. *Financial Management, Principles and Applications*, 9<sup>th</sup> ed. New York: Prentice Hall, Inc.
- Maddala, G.S. 1989. *Introduction to Econometrics*. New York: Macmillan Publishing Company.

- Marques, Manuel O. and Mario C. Santos. 2004. *Capital Structure Policy and Determinants : Theory and Managerial Evidence. Working Paper Faculdade de Economia do Porto and Universidade Catolica Portuguesa. Portugal.*
- Myers, Stewart C. 2001. *Capital Structure. Journal of Economic Perspective* 15 (2): 81-102.
- Pandey, IM. 2001. *Capital Structure and The Firm Characteristics : Evidence from an Emerging Market. IIMA Working Paper No 2001-10-04. India.*
- Rangkuti, Freddy. 2005. *Marketing Analysis Made Easy. Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama.*
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, and Jeffrey Jaffe. 2001. *Corporate Finance. 7<sup>th</sup> ed. New York : McGraw Hill/ Irwin.*
- Saidi. 2004. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* 11 (1). 44-58.
- Studenmund, AH. 1997. *Using Econometrics : a practical guide. 3<sup>rd</sup> ed. Addison-Mason, OH : Wesley Educational Publisher.*
- Sunaryo, T. 2001. *Ekonomi Manajerial. Jakarta : Erlangga.*