

# **FAKTOR-FAKTOR PENENTU KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN**

## **(Studi Korelasional pada Perusahaan Manufaktur Go Public di Bursa Efek Jakarta)**

**Sapto Bayu Aji**

Akademi Akuntansi YKPN

e-mail: anis\_merah76@yahoo.com

### **ABSTRAKSI**

*Dalam rangka menjaga kelangsungan operasional, perusahaan merasa perlu untuk mendapatkan sumber dana dari pihak eksternal. Sumber dana eksternal dapat berupa investasi dari investor atau pinjaman dari lembaga perbankan. Pada saat ini, pinjaman dari pihak perbankan merupakan kemungkinan yang lebih dapat diharapkan. Penelitian ini merupakan suatu kajian empiris terhadap faktor penentu kebijakan utang perusahaan manufaktur. Dalam penelitian ini, terutama akan dilihat pengaruh dari ownership factor terhadap kebijakan utang jangka panjang perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan mendapatkan bahwa ownership factor berpengaruh positif terhadap total utang. Faktor penentu utang perusahaan merupakan suatu hal yang penting untuk perusahaan dalam rangka menjaga kestabilan dan kelangsungan kegiatan perusahaan.*

**Kata Kunci:** *Sumber Dana Eksternal, Faktor Penentu Utang.*

### **LATAR BELAKANG MASALAH**

Salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer keuangan adalah menentukan besarnya utang jangka panjang yang harus digunakan untuk mencukupi kebutuhan dana perusahaan, terutama untuk memenuhi kebutuhan operasi dan investasi jangka panjang. Keputusan tersebut tidak hanya menyangkut aspek kuantitas dana, tetapi juga harus memperhatikan masing-masing sumber dana yang mungkin berlainan, dan yang lebih penting lagi dana yang digunakan tersebut harus merupakan dana yang berbiaya rendah. Hal ini sebagaimana dikatakan oleh Riyanto (1995: 5): manajer keuangan harus mengusahakan agar perusahaan dapat memperoleh dana yang diperlukan dengan biaya yang minimal dan syarat-syarat yang paling menguntungkan.

Penggunaan utang ditinjau dari teori keuangan memang dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, khususnya dalam meningkatkan nilai perusahaan. Ripe dan Weinhold (Dewi, 2004: 143) mengatakan bahwa, berdasarkan riset-riset dalam dua dekade terakhir sudah menjadi kepercayaan bahwa apa pun efek sampingnya, penggunaan utang secara agresif dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pernyataan ini sebenarnya telah dikemukakan oleh Modigliani dan Miler (Awat, 1999: 82) bahwa, pada kondisi ada pajak maka penggunaan utang dapat memaksimumkan nilai perusahaan dan posisi kemakmuran pemegang saham. Konsekuensi yang nyata dihadapi perusahaan dengan semakin besarnya jumlah utang dalam struktur modalnya adalah semakin memperbesar laba yang digunakan

untuk membayar bunga, dan semakin memperbesar risiko kelangsungan hidup perusahaan (Helfert, 1996: 10).

Keputusan manajer dalam menentukan utang atau lebih dikenal dengan kebijakan struktur modal, dapat dikatakan sebagai suatu fenomena yang menarik dan belum terpecahkan secara memuaskan. Hal ini terbukti dari adanya riset-riset yang mengkaji masalah tersebut sejak puluhan tahun yang lalu hingga saat ini. Alasan-alasan keuangan saja ternyata belum cukup memuaskan untuk mengungkapkan faktor apa saja yang sebenarnya mempengaruhi keputusan tersebut.

Tidak menutup kemungkinan bahwa faktor non keuangan khususnya perilaku manajer juga dapat menentukan keputusan tersebut. Disebutkan dalam teori struktur modal optimal yang dikemukakan oleh Koutsoyiannis bahwa, ada kecenderungan manajer bertindak untuk memaksimumkan kepuasannya (*utility*) sendiri daripada memaksimumkan kekayaan pemegang saham (Awat, 1999: 82). Teori Koutsoyiannis tersebut ada kemiripan dengan teori keagenan (*agency theory*) yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling bahwa, manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham (Brigham & Houston, 2001: 22). Bahkan kemajuan industri pun dapat menjadi faktor penentu kebijakan utang perusahaan, hal ini sebagaimana dikatakan oleh Bhaduri (2002) bahwa ada perbedaan yang mencolok mengenai kebijakan utang di Amerika Serikat dan negara-negara maju lainnya dengan kebijakan utang di negara berkembang.

Penelitian ini merupakan suatu kajian empiris terhadap faktor penentu kebijakan utang perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ, dengan mengacu pada penelitian yang pernah dilakukan oleh Bhaduri (2002) di India. Pertimbangan untuk mengacu penelitian Bhaduri tersebut adalah: (1) penelitian yang dilakukan oleh Bhaduri dilakukan di negara berkembang, sehingga kemungkinan lebih dapat diterima jika diterapkan untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia yang juga termasuk dalam negara berkembang, (2) penelitian Bhaduri menggunakan metode regresi komponen utama (*principal component regression*), yaitu penggabungan antara analisis faktor dengan analisis regresi, metode ini belum pernah digunakan oleh peneliti di Indonesia khususnya dalam meneliti faktor penentu kebijakan utang. Penelitian-penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya, menggunakan rasio keuangan secara langsung dalam mengukur variabel yang sebenarnya tidak dapat diukur atau tidak dapat diamati (*unobservable*) sehingga akan memperbesar kesalahan pengukuran, sedangkan Bhaduri menggunakan pendekatan analisis faktor dalam mengukur variabel *unobservable*. Penelitian yang dilakukan oleh Bhaduri menggunakan 5 faktor yaitu: (1) *collateral value factor*, (2) *growth factor*, (3) *size factor*, (4) *cash flow factor*, dan (5) *uniqueness factor* yang mewakili 16 rasio keuangan.

Penelitian ini akan memodifikasi penelitian Bhaduri, yaitu dengan cara menambahkan variabel atau rasio keuangan yang tidak tercakup dalam penelitian Bhaduri, yaitu rasio kepemilikan saham (*ownership factor*). Penambahan rasio tersebut dengan pertimbangan mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Moh'd et al. (1998), di dalam penelitian tersebut struktur kepemilikan saham berpengaruh signifikan pada kebijakan utang perusahaan.

## RUMUSAN MASALAH

Rumusan masalah penelitian ini berkaitan dengan latar belakang masalah penelitian ini adalah, apakah *collateral value factor*, *growth factor*, *size factor*, *cash flow factor*, *uniqueness factor*, dan *ownership factor* berpengaruh terhadap kebijakan utang jangka panjang perusahaan?

## TINJAUAN PUSTAKA

### Utang dan Struktur Modal Perusahaan

Utang merupakan kewajiban finansial perusahaan terhadap pihak-pihak tertentu di luar perusahaan seperti: pemasok bahan baku, kreditur, dan pemegang saham yang berhak memperoleh dividen (Chadwick, 1991: 39). Sedangkan menurut Munawir (2001: 18) utang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, di mana utang merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditur. Mengacu pada pengertian utang tersebut, utang memiliki fungsi sebagai modal yang diperlukan untuk menjalankan bisnis atau operasi perusahaan. Seperti dikatakan oleh Riyanto (1994), bahwa utang merupakan modal asing, artinya modal yang berasal bukan dari dalam perusahaan tetapi dari pihak luar.

Menurut jangka waktu pembayarannya utang perusahaan dapat dikelompokkan menjadi jangka pendek atau utang lancar dan utang jangka panjang. Utang jangka pendek adalah kewajiban finansial yang harus diselesaikan dalam waktu kurang dari satu tahun. Beberapa utang perusahaan yang termasuk ke dalam utang jangka pendek misalnya: utang dagang, biaya terutang, pajak, dividen yang belum dibayarkan (Chadwick, 1991: 43).

Menurut Munawir (2001: 19), utang jangka panjang merupakan kewajiban keuangan yang jangka waktu pembayarannya lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca. Utang-utang perusahaan yang dapat dikelompokkan sebagai utang jangka panjang meliputi: obligasi, wesel jangka panjang, dan *bank overdraft* (Chadwick, 1991: 43).

Mengacu pada pernyataan Riyanto (1994) bahwa utang adalah modal asing, artinya modal yang berasal bukan dari dalam perusahaan tetapi dari pihak luar. Implikasi pernyataan ini dalam memandang utang ditinjau dari fungsinya sebagai sumber dana untuk menjalankan operasi, maka utang dan modal memiliki fungsi yang sama hanya berbeda pada sumbernya. Sehingga kebijakan modal dalam suatu perusahaan tidak lepas dari kebijakan masalah utang perusahaan.

Besarnya utang yang dimiliki atau digunakan oleh perusahaan merupakan masalah penting yang dihadapi oleh setiap manajer keuangan. Oleh karena itu, keputusan manajer dalam menentukan dan mengelola utang lebih dikenal dengan istilah kebijakan struktur modal. Kebijakan struktur modal di setiap perusahaan merupakan suatu permasalahan yang sering terjadi, sehingga diperlukan kecermatan dan ketepatan dalam menentukannya. Apabila terdapat ketidaktepatan didalam penentuan kebijakan struktur modal maka akan berakibat fatal bagi perusahaan. Hal ini terbukti dari adanya riset-riset yang mengkaji masalah tersebut sejak puluhan tahun yang lalu hingga saat ini.

### Faktor Penentu Kebijakan Utang Perusahaan

Beberapa faktor penentu struktur utang perusahaan adalah sebagai berikut:

#### 1) Pajak

Bunga utang yang harus dibayar perusahaan merupakan beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan, dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi. Makin tinggi tarif pajak perusahaan, makin besar manfaat penggunaan utang (Brigham dan Houston, 2001: 40). Penelitian empiris yang telah dilakukan oleh Balakrishnan dan Isaac (1993), Krishnan (1996), Badhuri (2002), Moh'd (1998), dan Majumdar (1999) menunjukkan bahwa pajak berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

## 2) **Pertumbuhan Aktiva**

Menurut Weston dan Brigham (1986: 475) perusahaan dengan ting-ka-t pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal. *Floating cost* pada emisi saham biasa adalah lebih tinggi dibanding pada emisi obligasi. Dengan demikian perusahaan dengan ting-ka-t pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan utang (obligasi) dibanding perusahaan yang lambat pertumbuhannya.

Penelitian yang dilakukan oleh Balakrishnan dan Isaac (1993) terha-dap 295 perusahaan industri di Amerika Serikat menunjukkan bahwa per-tumbuhan aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal. Semakin tinggi pertumbuhan aktiva maka semakin tinggi struktur modalnya.

## 3) **Struktur aktiva**

Kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar dari modal-nya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed assets*), akan mengutamakan pe-menuhan modalnya dari modal yang perma-nen, yaitu modal sendiri, sedang utang sifatnya sebagai pelengkap (Riyanto, 1994: 298). Hal ini dapat di-hubungkan dengan adanya aturan struktur finansial konser-vatif horisontal yang menyatakan bahwa, besarnya modal sendiri hendaknya paling sedikit dapat menutup jumlah aktiva tetap plus aktiva lain yang sifat-nya permanen. Dan perusahaan yang sebagian besar dari aktivitya terdiri atas aktiva lancar akan mengutamakan kebutuhan dananya dengan utang. Jadi dapat dikata-kan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh terhadap struktur modal. Jika pengukuran struktur aktiva didasarkan pada rasio antara total aktiva tetap terhadap total aktiva, maka secara teoritis terhadap hubungan yang negatif antara struktur aktiva dengan struktur modal. Semakin tinggi struk-tur aktiva (yang berarti semakin besar jumlah aktiva tetap) maka peng-gunaan modal sendiri akan semakin tinggi (yang berarti penggunaan modal asing semakin sedikit) atau struktur modalnya makin rendah. Moh'd, Larry dan James (1998) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa perubahan struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap perubahan struktur modal yang dilakukan oleh manajer. Demikian pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhaduri (2002) yang menunjukkan adanya pengaruh yang bersifat negatif dari struktur aktiva terhadap struktur modal. Penelitian lain yang dilakukan oleh Krishnan (1996) pada perusahaan-perusahaan besar di negara industri juga menunjukkan adanya pengaruh negatif struktur aktiva terhadap struktur modal.

## 4) **Pertumbuhan Penjualan**

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi di-ban-dingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil (Brigham dan Houston, 2001: 39). Penelitian empiris yang telah dilakukan antara lain oleh Krishnan (1996), Badhuri (2002), Moh'd (1998), dan Majumdar (1999) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan (*sales growth*) merupakan salah satu variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan ber-pengaruh positif terhadap struktur modal. Semakin tinggi pertumbuhan penjualan, perusahaan akan lebih aman dalam menggunakan utang sehingga semakin tinggi struktur modalnya.

## 5) **Profitabilitas**

Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan mengguna-kan utang dengan jumlah yang relatif kecil. Hal ini disebabkan laba yang tinggi akan digunakan perusahaan untuk membiayai sebagian be-sar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal (Brigham

dan Houston (2001: 39). Beberapa penelitian yang pernah dilakukan khususnya penelitian empiris yang telah dilakukan oleh Krishnan (1996), Badhuri (2002), Moh'd (1998), dan Majumdar (1999) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Semakin tinggi keuntungan yang diperoleh berarti semakin rendah kebutuhan dana eksternal (utang) sehingga semakin rendah pula struktur modalnya.

### **Teori-teori Struktur Modal**

Hingga saat ini ada beberapa teori yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Adapun teori-teori tersebut adalah:

#### **1) *Asymmetric Information Theory***

Menurut Brigham dan Houston (1999: 35), *asymmetric information* atau ketidaksamaan informasi adalah keadaan di mana manajer memiliki informasi mengenai prospek perusahaan yang lebih baik atau lengkap dibandingkan pihak lain, seperti investor, kreditur. Keadaan ini dapat terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih dibandingkan para pemodal (Husnan, 1996: 325). Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal). Kalau hal ini yang diperkirakan terjadi, maka manajemen tentu akan berpikir untuk menawarkan saham baru (sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya).

Dalam kondisi seperti ini, pemodal akan menafsirkan kalau perusahaan menawarkan saham baru salah satu kemungkinannya adalah harga saham saat ini sedang terlalu mahal (sesuai dengan persepsi pihak manajemen). Sebagai akibatnya para pemodal akan menawar harga saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Karena itu emisi saham baru akan menurunkan harga saham.

#### **2) *Signaling Theory***

Menurut Brigham dan Houston (1999: 36) *signal* adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Brigham dan Houston (1999: 36), perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan utang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru, lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

#### **3) *Pecking Order Theory***

Donaldson pada tahun (1961) mengemukakan teori ini yang secara singkat menyatakan: (a) Perusahaan menyukai internal financing (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan), (b) Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan

obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkerakteristik opsi (seperti obligasi konversi), apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Menurut teori ini, tidak ada target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan. Menurut Myers (1996) perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yakni dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *packing order theory* adalah: *internal fund* (dana internal), *debt* (utang), dan *equity* (modal sendiri) (Kaaro, 2003: 53).

Dana internal lebih disukai dibanding dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu membuka diri dari so-rotan pemodal luar. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk utang di-banding modal sendiri karena dua alasan. Pertama adalah pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru. Kedua, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya informasi asimetrik antara pihak manajemen dengan pihak pemodal.

#### 4) *Agency Theory*

Menurut teori ini, manajemen merupakan agen dari pemegang saham sebagai pemilik perusahaan (Horne dan Wachowicz, 1998: 482). Para pemegang saham berharap agen akan bertindak untuk kepentingan mereka. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan tentu saja membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi. Biaya agensi menurut Horne dan Wachowicz (1998: 482) adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham.

Salah satu pendapat dalam teori agensi adalah siapapun yang menimbulkan biaya pengawasan, biaya yang timbul merupakan tanggungan pemegang saham (Horne dan Wachowicz, 1998: 482). Sebagai contoh, pemegang obligasi mengantisipasi biaya pengawasan dengan membebankan bunga yang lebih tinggi. Semakin besar peluang timbulnya pengawasan, semakin tinggi tingkat bunga, dan semakin rendah nilai perusahaan bagi pemegang saham. Biaya pengawasan berfungsi sebagai disinsentif dalam penerbitan obligasi, terutama dalam jumlah yang besar. Jumlah pengawasan yang diminta oleh pemegang obligasi akan meningkat seiring dengan meningkatnya jumlah obligasi yang beredar.

### PENELITIAN TERDAHULU

Penelitian yang dilakukan oleh Bhaduri (2002) bertujuan untuk mengetahui determinan utang perusahaan. Penelitian dilakukan terhadap 363 perusahaan manufaktur yang *go public* di India. Analisis data digunakan adalah analisis regresi komponen utama (*principal component regression*). Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio utang yang diukur dalam tiga macam ukuran yaitu: rasio total utang terhadap total aset, rasio utang jangka pendek terhadap total aset, dan

rasio utang jangka panjang terhadap total aset. Sedangkan variabel bebasnya adalah: *collateral value factor*, (2) *growth factor*, (3) *size factor*, (4) *cash flow factor*, dan (5) *uniqueness factor* yang mewakili 16 rasio keuangan. Hasil penelitian ini menunjukkan: (1) untuk variabel terikat: rasio total utang per total aset, faktor yang berpengaruh signifikan adalah: *growth factor*, *cash flow factor* dan *uniqueness factor*, (2) untuk variabel terikat: rasio utang jangka panjang per total aset, faktor yang berpengaruh signifikan adalah: *growth factor*, *size factor* dan *uniqueness factor*, (3) untuk variabel terikat: rasio utang jangka pendek per total aset, faktor yang berpengaruh signifikan adalah: *size factor*, *cash flow factor* dan *uniqueness factor*.

Jahera, J.S. dan Lloyd W.P. (1996) melakukan penelitian yang bertujuan untuk mempelajari struktur modal perusahaan. Penelitian dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur di AS. Model yang digunakan adalah analisis regresi dengan data pooling yaitu gabungan data cross-section dan time-series; dengan jumlah pengamatan atau data sebanyak 1.736. Sebagai variabel terikat yaitu variabel yang digunakan untuk mengukur struktur modal adalah perbandingan antara *long-term debt* dengan *total book value capitalization* (BVDR) dan perbandingan antara *book value of long-term debt* dengan *market value of common equity*. Sedangkan sebagai variabel bebas adalah (1) *operating risk* (RISK) yang diukur dengan koefisien variasi dari *earning before interest and taxes* selama delapan tahun; (2) rata-rata tarif pajak (TAX) yang dihitung sebagai total pajak yang dibayarkan dibagi dengan pendapatan kena pajak selama enam tahun; (3) rata-rata tarif depresiasi (DEP) yang dihitung dari rata-rata beban depresiasi dibagi *fixed asset* selama empat tahun, (4) persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam (OWN), (5) korelasi antara return perusahaan dengan pasar, sebagai ukuran diversifikasi (DIVERSE), (6) ukuran perusahaan (SIZE) yang dihitung sebagai logaritma natural dari total aset, (7) perbandingan antara pengeluaran untuk *research and development* dengan total aset (R&D), sebagai *sustainable value*. Hasil penelitian menunjukkan: (1) jika digunakan variabel terikat BVDR maka variabel bebas yang signifikan pengaruhnya adalah DEP dan DIVERSE; tetapi (2) jika digunakan MVDR sebagai variabel terikat, ternyata variabel bebas yang berpengaruh signifikan adalah SIZE, DEP, DIVERSE dan R&D.

Moh'd, M.A., Perry, L.G., dan Rimbey, J.N (1998) melakukan penelitian yang bertujuan untuk menjelaskan pengaruh biaya keagenan dan konsentrisasi kepemilikan terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian dilakukan di AS terhadap 311 perusahaan, dengan periode pengamatan 1972-1989. Model yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda dengan variabel terikat *debt ratio* yang didefinisikan sebagai perbandingan antara *book value of long term debt* dibagi (*book value long term debt + book value of market value of equity*). Sedangkan variabel bebas dalam penelitian tersebut meliputi: (1) *Ownership structure* (INSDR), yang diproxy sebagai persentase jumlah saham yang dimiliki oleh insider. Selain itu juga digunakan 2 ukuran kepemilikan saham oleh outsider yaitu: logaritma natural dari jumlah saham beredar (STKHLDR), dan persentase jumlah saham yang dimiliki investor institusi (INSTINV), (2) *Dividend payment*, yang diproxy dengan payout ratio (DIVIDEND), (3) *Growth opportunities*, yang diproxy dengan nilai peramalan lima tahun dari pertumbuhan *Sales* (GROWTH), (4) *Firm size*, yang diproxy dengan logaritma natural dari *Sales* (SIZE), (5) *Asset structure*, yang diproxy melalui komposisi dari *collateral value of the firm asset* (ASSET), (6) *Asset risk*, yang diproxy dengan beta atau *firm's systematic risk*, (BUSRISK) dan (OLRISK) (7) *Profit-ability*, yang diproxy dengan rasio antara *operating income* dengan *total asset* (PROFIT), (8) *Tax rate*, yang diproxy dengan rasio antara *taxes paid* dengan *pre-tax income* (TAXRATE), (9) *Non-debt tax shield*, yang diproxy dengan rasio antara *depreciation, investment tax credit* dengan *total asset* (NDTXSHD) dan (10) *Uniqueness*, yang diproxy dengan rasio antara *advertising expense + research and development*



*expense* dengan *annual sales* (UNIQUE). Hasil penelitian menunjukkan: (1) untuk data pooling, Adj.  $R^2=0.4644$ ; seluruh variabel bebas berpengaruh signifikan, untuk data cross section, 2 variabel bebas tidak berpengaruh signifikan yaitu: TAXRATE dan OLRISK, sedangkan dengan data time series seluruh variabel bebas berpengaruh signifikan.

McCue dan Ozcan (1992) melakukan penelitian yang bertujuan untuk mempelajari pengaruh dari faktor-faktor penentu struktur modal rumah sakit di California. Penelitian dilakukan terhadap 475 rumah sakit selama tahun 1982 hingga tahun 1987. Variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini meliputi: *asset structure*, *growth*, *profitability*, *risk*, *size*, *tax shield*, *owner-ship affiliation*, *payment system*, dan *market condition*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa, *asset structure*, *growth*, *risk*, *size*, *ownership affiliation*, dan *market condition* berpengaruh signifikan terhadap keputusan struktur modal.

Penelitian yang pernah dilakukan oleh Balakrishnan, Srinivasan dan Isac Fox (1993) bertujuan untuk mengetahui dampak dari karakteristik perusahaan terhadap struktur modal. Penelitian dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur di Amerika Serikat tahun 1978 sampai dengan tahun 1987. Variabel-variabel yang digunakan sebagai variabel bebas dalam penelitian ini meliputi: *earnings volatility*, *depreciation*, *R&D intensity*, dan *growth opportunities*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan atau faktor-faktor yang menjadi penentu struktur modal adalah: risiko yang diukur dengan *earnings volatility*, *depreciation* dan *advertising*.

Krishnan dan Moyer (1996) melakukan penelitian dengan tujuan untuk mempelajari pengaruh dari faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan-perusahaan besar di negara-negara industri. Penelitian dilakukan dengan menggunakan data selama lima tahun, yang berakhir pada tahun 1992. Variabel-variabel yang digunakan sebagai variabel bebas dalam penelitian ini adalah *asset structure*, *growth*, *size*, *profitability*, *R&D*, *tax rate*, *risk*, *country*, dan *industry*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa, di Jerman dan Italia faktor-faktor yang menentukan struktur modal perusahaan besar adalah *growth*, *size*, *profitability*, dan *tax rate*.

Penelitian yang dilakukan oleh Jahera dan Aurburn (1996) bertujuan untuk mempelajari faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, di mana pengukuran struktur modal dilakukan melalui dua metode. Metode pertama menggunakan perbandingan antara utang jangka panjang dengan total nilai buku kapitalisasi, metode kedua menggunakan perbandingan antara nilai buku utang jangka panjang dengan nilai pasar ekuitas. Variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah: *risk*, *tax rate*, *stock held by insider*, *firm diversification*. Data diperoleh dari perusahaan-perusahaan sektor industri di Amerika Serikat sejak tahun 1982 sampai dengan tahun 1985. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel-variabel: *size*, *depreciation*, *diversification* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan struktur modal.

Penelitian Ghosh et al. (2000) bertujuan untuk mempelajari pengaruh dari faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan-perusahaan industri manufaktur di Amerika Serikat. Penelitian dilakukan dengan menggunakan 362 perusahaan sampel yang mencakup 19 sektor industri dan data pengamatan tahun 1982-1992. Variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini yang diduga memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan adalah: *asset size*, *growth of asset*, *non-debt tax shield*, *fixed assets per total asset*, *net profit margin*, *R&D expenditure*, *advertising expenditure*, *selling expense*, *co-efficient variation of cash flows*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel-variabel *asset growth*, *fixed asset ratio*, dan *R&D expenditure* merupakan variabel-variabel yang menjadi penentu struktur modal perusahaan.



Penelitian yang dilakukan oleh Bhaduri menggunakan lima faktor penentu keputusan struktur modal yang dilakukan manajer, yaitu: *collateral value factor*, *growth factor*, (*size factor*, *cash flow factor*, dan *uniqueness fac-tor* yang mewakili 16 rasio keuangan. Penelitian ini akan memodifikasi peneli-tian Bhaduri, yaitu dengan cara menambahkan variabel atau rasio keuangan yang tidak tercakup dalam penelitian Bhaduri, yaitu rasio kepemilikan saham (*ownership factor*). Penambahan rasio tersebut dengan pertimbangan mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Moh'd et al. (1998); di mana struktur ke-pemilikan saham berpengaruh signifikan pada kebijakan utang perusahaan.

## **HIPOTESIS**

Hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Bhaduri (2002: 210) menunjuk-kan bahwa *collateral value factor* merupakan faktor komposit yang tersusun dari variabel-variabel rasio *land and building to total assets*, rasio *plant and equipment to total assets*, dan rasio *inventories to total assets*. Rasio-rasio tersebut pada dasarnya menggambarkan struktur aktiva perusahaan. Perusahaan berukuran besar (jumlah aktivitya besar), cenderung memiliki kemampuan merespon kesempatan-kesempatan yang ada atau dengan kata lain cenderung lebih mudah untuk melaku-kan berbagai macam investasi. Di samping itu, perusahaan dengan ukuran besar juga cenderung mampu mencapai kondisi *economic of scale* (Mujamdar, 1999: 294). Kondisi tersebut akan meningkatkan keberanian pihak manajemen untuk menggunakan utang. Bhaduri (2002: 210) memproposisikan bahwa *collateral value factor* berpengaruh positif terhadap utang perusahaan. Penelitian yang dila-kukan oleh Ghosh *et al* (2000), Moh'd *et al* (1998) menunjukkan bahwa struktur aset yang diukur dengan rasio *fixed asset to total assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap rasio utang perusahaan yang diukur dengan rasio *long term debt to total assets*. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>** : *Collateral Value Factor* berpengaruh positif terhadap Utang Perusahaan.

Bhaduri (2002) menyatakan bahwa pada perusahaan-perusahaan yang mengalami pertumbuhan, masalah-masalah yang berkaitan dengan keagenan (*agency problems*) lebih dapat dikurangi. Sedangkan Myers (Krishnan, 1996) mengatakan bahwa pada perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi memiliki *agency cost of debt* yang tinggi, yang akan berpengaruh pada kecilnya utang yang digunakan. Oleh karena itu hubungan antara pertumbuhan dan utang (khususnya utang jangka panjang) diperkirakan bersifat negatif. Myers (Moh'd et al, 1998) menyatakan bahwa pertumbuhan atau kesempatan pertumbuhan perusa-haan merupakan determinan dari struktur modal perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ghosh *et al* (2000), Moh'd *et al* (1998), McCue (1992) dan Krishnan (1996) menunjukkan bahwa *growth factor* berpengaruh negatif terhadap rasio utang perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

**H<sub>2</sub>** : *Growth Factor* berpengaruh negatif terhadap Utang Perusahaan.

Beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mema-inkan peranan yang penting dalam kebijakan struktur modal perusahaan. Perusa-haan-perusahaan besar umumnya lebih mampu melakukan diversifikasi sehingga kecil kemungkinan untuk mengalami *financial distress*. Dengan demikian hubu-ngan antara ukuran perusahaan dan leverage diperkirakan bersifat positif

(Bhaduri, 2002). Penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Jahera *et al* (1996), Krishnan (1996), Moh'd *et al* (1998), McCue (1992) menunjukkan bahwa Size berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan, tetapi berpengaruh negatif terhadap utang perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

**H<sub>3</sub>:** *Size Factor* berpengaruh negatif terhadap Utang Perusahaan.

Arus kas atau *cash flow* khususnya arus kas operasi berasal dari keuntungan perusahaan sebagai hasil dari kegiatan operasinya. Menurut pecking order preference (Bhaduri, 2002) perusahaan cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu sebelum menggunakan dana eksternal dalam membiayai kegiatan operasi dan investasinya. Profitabilitas yang tinggi berarti akan berdampak pada arus kas operasi yang tinggi pula. Selanjutnya Bhaduri (2002) menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi akan menurunkan leverage. Oleh karena itu arus kas operasi yang tinggi diharapkan juga berdampak pada menurunnya dana eksternal atau utang yang digunakan. Penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Jahera *et al* (1996), Krishnan (1996), Moh'd *et al* (1998), McCue (1992) menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang bersifat negatif terhadap utang perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

**H<sub>4</sub>:** *Cash Flow Factor* berpengaruh negatif terhadap Utang Perusahaan.

Menurut Tittman (Bhaduri, 2002) perusahaan-perusahaan yang memiliki karakteristik keunikan produk pada umumnya tidak menyukai penggunaan utang. Hal ini disebabkan perusahaan yang demikian itu menghadapi biaya-biaya potensial yang berhubungan dengan pelanggan, supplier dan karyawan ketika mengalami likuidasi. Perusahaan tersebut pada umumnya cenderung banyak mengeluarkan dana untuk riset dan pengembangan agar produk yang dihasilkan tidak mudah ditiru pesaing. Penelitian yang dilakukan oleh Krishnan (1996) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan biaya R&D tinggi cenderung menggunakan utang yang rendah. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

**H<sub>5</sub>:** *Uniqueness Factor* berpengaruh negatif terhadap Utang Perusahaan.

Jahera (1996) mengatakan bahwa jika manajer tidak memiliki saham perusahaan maka akan cenderung menggunakan utang yang rendah, hal ini disebabkan penggunaan utang akan meningkatkan *employment risk*. Tetapi jika manajer ikut memiliki saham perusahaan, maka perhatian manajer terhadap human capital dan portofolio saham akan cenderung meningkat. Manajer dengan kepemilikan saham yang rendah cenderung untuk melakukan penurunan variabilitas laba perusahaan dengan harapan agar *employment risk* menurun, hal ini dapat dicapai melalui penggunaan utang yang rendah. Jika struktur kepemilikan dinyatakan dalam jumlah saham beredar atau saham dimiliki publik, maka diharapkan akan terjadi hubungan yang negatif antara struktur kepemilikan dengan utang perusahaan (Moh'd *et al*, 1998). Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

**H<sub>6</sub>:** *Ownership Factor* berpengaruh negatif terhadap Utang Perusahaan.

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur *go public* yang tercatat di BEJ hingga tahun 2003. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria yang digunakan untuk pemilihan sampel tersebut adalah perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar berturut-turut tahun 2002 dan 2003.

### Sumber Data

Data yang diperlukan dalam penelitian akan diambil dari laporan keuangan perusahaan sampel yang telah diaudit. Untuk data yang tidak tercantum dalam laporan keuangan seperti jumlah saham beredar, akan diambil dari data publikasi BEJ (*JSX Statistics* dan *JSX Fact Book*). Data yang dalam penelitian ini adalah data tahun 2002 untuk variabel bebas, dan data 2003 untuk variabel terikat.

### Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi:

- a. Variabel terikat: Rasio Total Utang/Total Aktiva
- b. Variabel bebas:
  - 1) *Collateral Value Factor*  
*Collateral Value Factor* diproxy dengan menggunakan analisis faktor terhadap 2 variabel berikut:
    - a) *Fixed Asset/Total Asset* (FA)
    - b) *Inventories/Total Asset* (INV)
  - 2) *Growth Factor*  
*Growth Factor* diproxy dengan pertumbuhan *Total Asset*.
  - 3) *Size Factor*  
*Size Factor* diproxy dengan menggunakan nilai logaritma natural *Total Asset*.
  - 4) *Cash Flow Factor*  
*Cash Flow Factor* diproxy dengan menggunakan analisis faktor terhadap dua variabel yaitu;
    - a) Rasio antara *Cash Flow from Operation* terhadap *Total Asset* (CFTA).
    - b) Rasio antara *Cash Flow from Operation* terhadap *Sales* (CFS).
  - 5) *Uniqueness Factor*  
*Uniqueness* diproxy dengan rasio antara *Selling Expense* terhadap *Sales* (SEXP).
  - 6) *Ownership*  
*Ownership* diproxy dengan menggunakan logaritma natural dari jumlah saham beredar.

## METODE ANALISIS DATA

Analisis data yang digunakan dalam pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linear berganda. Adapun model regresi linier berganda yang digunakan

adalah sebagai berikut:

$$\text{Debt}_1 = b_0 + b_1 F_{cv} + b_2 F_{gf} + b_3 F_{sz} + b_4 F_{cf} + b_5 F_{un} + b_6 F_{ow} + \mu$$

Keterangan:

$\text{Debt}_1$  = Rasio total utang

$F_{cv}$  = *Collateral value factor*

$F_{gf}$  = *Growth factor*

$F_{sz}$  = *Size factor*

$F_{cf}$  = *Cash flow factor*

$F_{un}$  = *Uniqueness factor*

$F_{ow}$  = *Ownership factor*

$b$  = *Koefisien regresi*

## ANALISIS DATA

Beberapa variabel bebas yang terdapat dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini merupakan variabel faktor, yaitu variabel yang disusun melalui analisis faktor. Oleh karena itu, sebelum melakukan analisis regresi terlebih dahulu dilakukan analisis faktor untuk membentuk faktor-faktor yang akan dijadikan variabel bebas.

### Pembentukan *Collateral Value Factor*

*Collateral Value Factor* terdiri atas dua komponen yaitu rasio *Fixed Asset/Total Assets* (FA) dan *Inventories/Total Assets* (INV). Berdasarkan hasil analisis faktor dengan bantuan program SPSS 13.0 diperoleh hasil sebagai berikut:

KMO = 0.500

MSA untuk PM = 0.5000

MSA untuk INV = 0.5000

*Total Variance Explained* = 56.707%

Nilai KMO dan MSA masing-masing komponen faktor tersebut ternyata memenuhi syarat yaitu KMO,  $MSA \geq 0.5$ . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa analisis faktor terhadap variabel FA dan INV secara statistika layak digunakan. *Total Variance Explained* = 56.707% menunjukkan bahwa faktor yang diperoleh mampu menjelaskan 56.707% variasi yang terjadi pada rasio FA dan INV.

### Pembentukan *Cash Flow Factor*

*Cash Flow Factor* terdiri atas dua komponen yaitu CF/TA (*cash flow/total assets*) dan CF/S (*cash flow/sales*). *Cash flow* yang digunakan dalam menghitung rasio CF/TA dan CF/S adalah arus kas bersih operasi (*cash flow from operation*) atau kas bersih hasil usaha. Berdasarkan hasil analisis faktor dengan bantuan program SPSS 13.0 diperoleh hasil sebagai berikut:

KMO = 0.500

MSA untuk CF/TA = 0.500

MSA untuk CF/S = 0.500

*Total Variance Explained* = 62.967%

Nilai KMO dan MSA masing-masing komponen faktor tersebut ternyata memenuhi syarat yaitu KMO, MSAe"0.5. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa analisis faktor terhadap variabel CF/TA dan CF/S secara statistika layak digunakan. *Total Variance Explained* = 62.967% yang berarti bahwa faktor yang diperoleh mampu menjelaskan 62.967% variasi yang terjadi pada variabel CF/TA dan CF/S.

## ANALISIS REGRESI

Pengujian terhadap hipotesis pertama penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda. Variabel terikat dalam model regresi tersebut adalah Total Utang/Total Aset; sedangkan variabel bebasnya adalah: *Collateral Value Factor* ( $F_1$ ), *Growth Factor* ( $F_2$ ), *Size Factor* ( $F_3$ ), *Cash Flow Factor* ( $F_4$ ), *Uniquenes Factor* ( $F_5$ ), dan *Ownership Factor* ( $F_6$ ). Hasil analisis regresi linear berganda setelah melalui 8 kali proses *trim-ming* adalah sebagai berikut;

**Tabel 1.1**  
**Hasil Analisis Regresi (Trimming ke 8)**

$$DEB1 = b_0 + b_1F_1 + b_2F_2 + b_3F_3 + b_4F_4 + b_5F_5 + b_6F_6 + \mu$$

| Variabel Bebas                                   | Koefisien Regresi (b) | T      | Sig.  |
|--------------------------------------------------|-----------------------|--------|-------|
| Constant                                         | -0.6028               |        |       |
| <i>Collateral Value Factor</i> ( $F_1$ )         | 0.0733                | 6.311  | 0.000 |
| <i>Growth Factor</i> ( $F_2$ )                   | 0.0008                | 8.656  | 0.000 |
| <i>Size Factor</i> ( $F_3$ )                     | 0.0211                | 3.121  | 0.003 |
| <i>Cash Flow Factor</i> ( $F_4$ )                | -0.0442               | -3.909 | 0.000 |
| <i>Uniquenes Factor</i> ( $F_5$ )                | 0.4419                | 7.211  | 0.000 |
| <i>Ownership Factor</i> ( $F_6$ )                | 0.0205                | 2.464  | 0.018 |
| Variabel terikat : Total Utang/Total Aset (DEB1) |                       |        |       |
| $R^2 = 0.915$ ; $R^2_{Adj}=0.813$                |                       |        |       |
| $F = 33.575$ ; Sig. =0.000                       |                       |        |       |
| Durbin-Watson = 2.611                            |                       |        |       |
| N = 46                                           |                       |        |       |

Model regresi linear berganda yang diperoleh tersebut dapat dituliskan sebagai berikut:

$$DEB1 = -0.6028 + 0.0733F_1 + 0.0008F_2 + 0.0211F_3 - 0.442F_4 + 0.4419F_5 + 0.0205F_6$$

## PENGUJIAN HIPOTESIS

### Pengaruh *Collateral Value Factor* terhadap Total Utang

Hipotesis penelitian ini menduga bahwa *Collateral Value Factor* ( $F_1$ ) berpengaruh positif terhadap Total Utang. Adapun formulasi hipotesis tersebut adalah sebagai berikut;

$H_1$ : *Collateral value factor* berpengaruh positif terhadap Total Utang.

Dalam pengujian hipotesis tersebut Total Utang diproxy dengan menggunakan rasio antara Total Utang dengan Total Aset. Dari hasil analisis regresi yang disajikan dalam Tabel 1 diperoleh;

Koefisien regresi  $F_1, (b_1) = 0.0733$

Sig. = 0.000

Pada pengujian hipotesis dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  atau 0.05, maka Sig. (0.000) < 0.05 sehingga  $H_{1a}$  diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Collateral Value Factor* ( $F_1$ ) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Total Utang.

Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan secara empiris bahwa, keputusan terhadap total utang perusahaan yang dilakukan oleh para manajer perusahaan manufaktur, dipengaruhi oleh besarnya *collateral value* yang dimiliki perusahaan. Semakin besar *collateral value* yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar pula total utang yang digunakan perusahaan. Sebagaimana diungkapkan oleh Myers (1977, dalam Bhaduri, 2002) bahwa *collateral value* terutama *fixed asset* akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan utang.

#### **Pengaruh Growth Factor terhadap Total Utang**

Hipotesis penelitian ini menduga bahwa *Growth factor* ( $F_2$ ) ber-pengaruh positif terhadap Total Utang. Adapun formulasi hipotesis tersebut adalah sebagai berikut;

**$H_2$ :** *Growth factor* berpengaruh negatif terhadap Total Utang.

Dalam pengujian hipotesis tersebut Total Utang diproxy dengan menggunakan rasio antara Total Utang dengan Total Aset. Dari hasil analisis regresi yang disajikan dalam Tabel 1 diperoleh;

Koefisien regresi  $F_2, (b_2) = 0.0008$

Sig. = 0.000

Pada pengujian hipotesis dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  atau 0.05, maka Sig. (0.000) < 0.05 sehingga  $H_{2a}$  diterima (dengan arah yang berlawanan dengan arah hipotesis). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Growth Factor* ( $F_2$ ) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Total Utang.

Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan secara empiris, bahwa keputusan terhadap total utang perusahaan yang dilakukan oleh para manajer perusahaan manufaktur, dipengaruhi oleh besarnya *growth fac-tor* yang dicapai perusahaan. Semakin tinggi *growth factor* yang dicapai perusahaan, maka semakin besar pula total utang yang digunakan perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Bhaduri (2002) dan Moh'd et al (1998) di mana justru *growth factor* berpengaruh negatif terhadap total utang.

#### **Pengaruh Size Factor terhadap Total Utang**

Hipotesis penelitian ini menduga bahwa *Size Factor* ( $F_3$ ) ber-pengaruh positif terhadap Total Utang. Adapun formulasi hipotesis tersebut adalah sebagai berikut;

**$H_3$ :** *Size Factor* berpengaruh positif terhadap Total Utang.

Dalam pengujian hipotesis tersebut Total Utang diproxy dengan menggunakan rasio antara Total Utang dengan Total Aset. Dari hasil analisis regresi yang disajikan dalam Tabel 1 diperoleh;

Koefisien regresi  $F_3$ ,  $(b_3) = 0.0211$   
Sig. = 0.003

Pada pengujian hipotesis dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  atau 0.05, maka Sig. (0.003) < 0.05 sehingga  $H_{3a}$  diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Size Factor* ( $F_3$ ) berpengaruh positif dan signifikan terhadap total utang.

Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan secara empiris, bahwa keputusan terhadap total utang perusahaan yang dilakukan oleh para manajer perusahaan manufaktur, dipengaruhi oleh besarnya *size factor* yang dimiliki perusahaan. Semakin besar *size factor* yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar pula total utang yang digunakan perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Jahera (1996), Moh'd et al (1998) dan Krishnan et al (1996) di mana *size factor* berpengaruh negatif terhadap total utang.

#### **Pengaruh *Cash Flow Factor* terhadap Total Utang**

Hipotesis penelitian ini menduga bahwa *Cash Flow Factor* ( $F_4$ ) berpengaruh negatif terhadap Total Utang. Adapun formulasi hipotesis tersebut adalah sebagai berikut;

**$H_4$ :** *Cash Flow Factor* berpengaruh negatif terhadap Total Utang.

Dalam pengujian hipotesis tersebut Total Utang diproxy dengan menggunakan rasio antara Total Utang dengan Total Aset. Dari hasil analisis regresi yang disajikan dalam Tabel 1 diperoleh;

Koefisien regresi  $F_4$ ,  $(b_4) = -0.0442$   
Sig. = 0.000

Pada pengujian hipotesis dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  atau 0.05, maka Sig. (0.000) < 0.05 sehingga  $H_{4a}$  diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Cash Flow Factor* ( $F_4$ ) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Total Utang.

Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan secara empiris, bahwa keputusan terhadap total utang perusahaan yang dilakukan oleh para manajer perusahaan manufaktur, dipengaruhi oleh besarnya *cash flow factor* hasil operasi yang diperoleh perusahaan. Semakin besar *cash flow factor* hasil operasi yang diperoleh perusahaan, maka semakin kecil total utang yang digunakan perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Krishnan et al (1996), Bhaduri (2002), dan Moh'd et al (1998) di mana *cash flow factor* berpengaruh negatif terhadap total utang.

#### **Pengaruh *Uniqueness Factor* terhadap Total Utang**

Hipotesis penelitian ini menduga bahwa *Uniqueness Factor* ( $F_5$ ) berpengaruh negatif terhadap Total Utang. Adapun formulasi hipotesis tersebut adalah sebagai berikut;

**$H_5$ :** *Uniqueness Factor* berpengaruh negatif terhadap Total Utang.

Dalam pengujian hipotesis tersebut Total Utang diproxy dengan menggunakan rasio antara Total Utang dengan Total Aset. Dari hasil analisis regresi yang disajikan dalam Tabel 1 diperoleh;

Koefisien regresi  $F_5$ ,  $(b_5) = 0.4419$   
Sig. = 0.000



Pada pengujian hipotesis dengan tingkat signifikansi  $\alpha=5\%$  atau 0.05, maka  $\text{Sig. } (0.000) < 0.05$  sehingga  $H_{5a}$  diterima (dengan arah yang berlawanan dengan arah yang dihipotesiskan). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Uniqueness Factor* ( $F_5$ ) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Total Utang.

Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan secara empiris, bahwa keputusan terhadap total utang perusahaan yang dilakukan oleh para manajer perusahaan manufaktur, dipengaruhi oleh besarnya *uniqueness factor* yang dimiliki perusahaan. Semakin besar *uniqueness factor* maka semakin besar pula total utang yang digunakan perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Bhaduri (2002), di mana *uniqueness faktor* berpengaruh negatif terhadap total utang.

#### **Pengaruh Ownership Factor terhadap Total Utang**

Hipotesis penelitian ini menduga bahwa *Ownership Factor* ( $F_6$ ) berpengaruh negatif terhadap Total Utang. Adapun formulasi hipotesis tersebut adalah sebagai berikut:

$H_{6a}$  : *Ownership Factor* berpengaruh negatif terhadap Total Utang.

Dalam pengujian hipotesis tersebut Total Utang diproxy dengan menggunakan rasio antara Total Utang dengan Total Aset. Dari hasil analisis regresi yang disajikan dalam Tabel 1 diperoleh;

Koefisien regresi  $F_6$ , ( $b_6$ ) = 0.0205  
Sig. = 0.018

Pada pengujian hipotesis dengan tingkat signifikansi  $\alpha=5\%$  atau 0.05, maka  $\text{Sig. } (0.018) < 0.05$  sehingga  $H_{6a}$  diterima (dengan arah yang berlawanan dengan arah yang dihipotesiskan). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Ownership Factor* ( $F_6$ ) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Total Utang.

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

#### **Kesimpulan**

Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan secara empiris, bahwa keputusan terhadap total utang perusahaan yang dilakukan oleh para manajer perusahaan manufaktur, juga dipengaruhi oleh besarnya *ownership factor* yang dimiliki perusahaan. Semakin besar *ownership factor* maka semakin besar pula total utang yang digunakan perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Moh'd *et al* (1998), di mana *ownership factor* diukur dengan rasio *insider stockholder* menunjukkan pengaruh yang negatif dan signifikan; sedangkan dalam penelitian ini *ownership factor* diukur dengan rasio *outsider stockholder*. Dengan demikian, pada dasarnya hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Moh'd *et al* (1998) tersebut.

#### **Saran**

1. Bagi para akademisi dan praktisi, model ini dapat digunakan untuk melihat perilaku manajer dalam menentukan kebijakan utangnya. Dalam hal ini perilaku tersebut tercermin di dalam variabel-variabel yang digunakan sebagai prediktor model regresi, yaitu *Collateral Value Factor*, *Growth*

*Factor, Cash Flow Factor, Uniqueness Factor, dan Ownership Factor.*

2. Bagi para peneliti lain yang berminat untuk melakukan kajian ulang terhadap penelitian ini, hendaknya menggunakan data yang relatif banyak. Hal ini dapat dilakukan dengan menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang dari periode pengamatan penelitian ini. Melalui data yang relatif banyak barangkali akan diperoleh hasil yang lebih baik.

## DAFTAR PUSTAKA

- Awat, N.J. (1999). *Manajemen Keuangan: Pendekatan Matematis*. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Bhaduri, S.N. (2002). "Determinant of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure", *Journal of Economics and Finance*, Volume 26, No. 2, Summer, p. 200-215.
- Brigham, E. F. dan Houston, J.F. (2001). *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan, Erlangga, Jakarta.
- Chadwick, L. (1991). *Esensi Akuntansi Keuangan*. Prentice Hall International, LM FEUI, Jakarta.
- Dewi, I.J. (2004). *Aksi Teori dalam Praktek Manajemen Keuangan*. Amara Books, Yogyakarta.
- Ghosh, A., *et al* (2000). "The Determinants of Capital Structure", *American Business Review*, Jun., 18, 2, p. 129.
- Gujarati, D.N. (2003). *Basic Econometrics*, Fourth Edition, International Edition, McGraw-Hill, New York.
- Hair, *et al.* (1998). *Multivariate Data Analysis*. Fifth Editon, International Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Helfert, E.A. (1996). *Teknik Analisis Keuangan: Petunjuk Praktis untuk Mengelola dan Mengukur Kinerja Keuangan*. Edisi Kedelapan, Erlangga, Jakarta.
- Jahera, J.S. and Lloyd, W.P. (1996). "An Empirical Assessment of Factors Affecting Corporate Debt Levels", *Managerial Finance*, Volume 22, Number 2, p. 29.
- McCue, M.J. and Ozcan, Y.A. (1992). "Determinants of Capital Structure", *Journal of Healthcare Management*, Fall, 37, 3. p 333.
- Moh'd, M. A., *et al.* (1998). "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis", *The Financial Review*, 33, p. 85-98.
- Mujamdar, S.K. and Pradeep Chhibber. (1999). "Capital Structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance", *Public Choice*, March, p. 287-305.

Munawir, S. (2001). *Analisa Laporan Keuangan*. Edisi Keempat, Liberty, Yogyakarta.

Supranto (2004). *Analisis Multivariate: Arti dan Interpretasi*. Rineka Cipta, Jakarta.

Sharma, J.S., Kamath, R., dan Tuluca, S. (2003). "Determinant of Corporate Borrowing: An Application of a Neural Network Approach", *American Business Review*, Jun, 21, 2, p. 63.

Riyanto, Bambang. (1995). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Kelima, BPFE, Yogyakarta.