

## **FAKTOR-FAKTOR PENENTU *FINANCIAL LEVERAGE* DALAM STRUKTUR MODAL**

**Telah Diterbitkan di Jurnal Bisnis dan Akuntansi “Analisis”, Volume 01, No.02, Mei 2008 (ISSN : 1978 – 9750, Program Studi Manajemen Perusahaan ASMI Santa Maria Yogyakarta), Halaman 164.**



**Indri Erkaningrum F.**

**Dosen Program Studi Manajemen Perusahaan**

**ASMI Santa Maria Yogyakarta**

### ***Abstract:***

*The policy of capital structure is one of policies made by a company to maximize the wealth of the stockholders. The company needs to analyze a number of factors to identify the main factors that can influence the financing decision of the company. This research aims at finding factors influencing the amount of financial leverage in the manufacturing companies in Indonesia. The determinants of financial leverage are dividend payout ratio, investment, profitability, size of company, structure of asset and variability of earnings. The population used in this research is the manufacturing companies issuing complete financial statement and it is published in Indonesia Capital Market Directory starting from 2001 up to 2005. The sample of the research is chosen using purposive sampling method done by choosing objects having certain criteria. The companies meeting the criteria for five years are of the 732. This research finds that dividend payout ratio, profitability and variability of earnings have negative and significant impact toward financial leverage. On the other side, size and structure of assets have positive and significant impact toward the financial leverage. In this research, investment shows no significant impact toward financial leverage.*

**Keywords:** *financial leverage, dividend payout ratio, investment, profitability, size of company, structure of assets, variability of earnings*

### **Pendahuluan**

Salah satu kebijakan penting yang dibuat oleh perusahaan adalah kebijakan mengenai struktur modal. Perusahaan akan dihadapkan pada pengambilan keputusan untuk menentukan seberapa besar utang, saham preferen, dan saham biasa yang dikehendaki perusahaan dalam struktur modalnya. Keputusan yang diambil akan

mempengaruhi risiko yang terkandung pada saham biasa perusahaan, dan hal ini akan mempengaruhi tingkat pengembalian yang dikehendaki pemegang saham atas saham biasa perusahaan dan mempengaruhi harga saham perusahaan. Penetapan struktur modal berkaitan dengan keputusan pendanaan yang dilakukan perusahaan. Perusahaan akan sangat hati-hati dalam melakukan keputusan pendanaan. Kesalahan dalam pembuatan keputusan pendanaan akan memiliki implikasi pada menurunnya nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan berarti penurunan kemakmuran para pemegang saham. Perusahaan perlu untuk menganalisis sejumlah faktor untuk mengidentifikasi faktor-faktor utama yang dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Berdasarkan paparan di atas, maka tujuan utama yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah melihat faktor-faktor yang dapat mempengaruhi besarnya *financial leverage* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia. Bukti empiris mengenai hal tersebut akan membantu perusahaan dalam menetapkan struktur modal yang optimal.

### **Tinjauan Literatur**

Kebijakan struktur modal merupakan kebijakan penting bagi perusahaan, karena dapat mempengaruhi risiko yang terkandung pada saham biasa perusahaan, mempengaruhi tingkat pengembalian yang dikehendaki pemegang saham atas saham biasa perusahaan dan mempengaruhi harga saham perusahaan. Swanson, Bindiganavale dan Ananth (2003) mengemukakan bahwa struktur modal merupakan perpaduan utang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai aktiva produktif perusahaan.

Perusahaan akan menganalisis sejumlah faktor untuk mengidentifikasi faktor-faktor utama yang dapat mempengaruhi struktur modal. Pada akhirnya, perusahaan dapat menetapkan struktur modal yang ditargetkan. Weston dan Brigham (1990) mengemukakan struktur modal yang ditargetkan adalah bauran atau perpaduan dari utang, saham preferen, dan saham biasa yang dikehendaki perusahaan dalam struktur modalnya. Struktur modal yang ditargetkan ditentukan oleh perusahaan sebagai sesuatu yang ideal. Perubahan struktur modal yang ditargetkan dapat dilakukan sesuai dengan perubahan kondisi yang dihadapi perusahaan, namun perusahaan harus selalu berpikiran pada struktur modal yang ditargetkan tersebut. Perusahaan dapat melakukan ekspansi dengan melakukan pinjaman apabila tingkat utang yang sesungguhnya berada di bawah target, sementara perusahaan dapat menjual saham apabila rasio utang sudah melampaui target.

Kebijakan struktur modal merupakan *tradeoff* antara risiko dan tingkat pengembalian. Penambahan utang akan memperbesar risiko perusahaan, namun sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang makin tinggi akibat membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Struktur modal yang dipilih untuk menjawab pertanyaan mengenai seberapa besar utang yang digunakan oleh perusahaan adalah struktur modal yang memaksimumkan harga saham perusahaan. Weston dan Brigham (1990) mengemukakan struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga memaksimumkan harga saham.

Struktur modal yang optimal seringkali disebut dengan struktur modal yang ditargetkan perusahaan, karena pada titik ini nilai perusahaan dimaksimalkan dan biaya modal perusahaan diminimalkan. Penetapan struktur modal yang ditargetkan berkaitan dengan *financial leverage* perusahaan. Shim dan Siegel (2000) mengemukakan bahwa *financial leverage* merupakan ukuran risiko keuangan yang berasal dari adanya utang dan/atau saham preferen yang ada pada struktur modal perusahaan. Weston dan Brigham (1990) mengemukakan bahwa *financial leverage* adalah suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan. Jika perusahaan mempergunakan utang dan saham preferen, perusahaan membebankan seluruh risiko bisnis kepada pemegang saham biasa. Dapat dikatakan, penggunaan utang akan memusatkan risiko bisnis kepada para pemegang saham. Weston dan Brigham (1990) mengemukakan bahwa risiko keuangan adalah bagian dari risiko yang ditanggung pemegang saham, yang melebihi risiko bisnis yang mendasar, sebagai akibat dari penggunaan *financial leverage*. Dengan kata lain, risiko keuangan adalah tambahan risiko bagi pemegang saham biasa akibat penggunaan *financial leverage*.

Weston dan Brigham (1990) mengemukakan kebijakan struktur modal dipengaruhi oleh 1) risiko bisnis perusahaan, 2) posisi pajak perusahaan, dan 3) fleksibilitas keuangan. Risiko bisnis perusahaan merupakan tingkat risiko yang terkandung pada aktiva perusahaan apabila tidak menggunakan utang. Semakin besar risiko bisnis perusahaan, semakin rendah rasio utangnya yang optimal. Faktor posisi pajak perusahaan disebabkan karena biaya bunga dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak (*deductible*), sehingga menurunkan biaya utang yang sesungguhnya. Akan tetapi, jika sebagian besar

dari pendapatan perusahaan telah terhindar dari pajak karena penyusutan yang dipercepat atau kompensasi kerugian, maka tarif pajaknya akan rendah (apabila pajak bersifat progresif), dan keuntungan akibat penggunaan utang juga akan mengecil. Faktor fleksibilitas keuangan merupakan kemampuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang masuk akal dalam keadaan yang kurang menguntungkan. Ketersediaan modal merupakan faktor yang sangat menentukan keberhasilan perusahaan dalam jangka panjang, karena dapat mendukung stabilnya operasi perusahaan. Sedangkan apabila perusahaan menghadapi kesulitan operasi, maka penyedia dana lebih senang menanamkan dananya pada perusahaan dengan posisi neraca yang bagus. Oleh karena itu, kemungkinan tersedianya dan kurangnya dana di masa mendatang, sangat berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan.

### **Pengembangan Hipotesis**

#### **1. *Dividend payout ratio* menentukan *financial leverage***

*Internal equity* yang dipergunakan untuk mengatasi masalah kebutuhan dana dapat dipengaruhi karena pembayaran dividen dalam satu periode tertentu. Pembayaran dividen pada saat ini ditentukan berdasarkan pembayaran dividen di masa lalu melalui proses pertimbangan dengan penyesuaian pada interval tertentu. Para manajer dan *shareholder* akan mengharapkan dividen yang lebih besar di masa yang akan datang dibandingkan dengan pembayaran dividen yang dilakukan pada tahun-tahun sebelumnya. Pembayaran dividen yang tinggi akan meningkatkan kebutuhan kas di masa yang akan datang dan mengakibatkan terbatasnya *retained earning* yang terdapat di dalam perusahaan. Peningkatan kebutuhan kas disertai

dengan keterbatasan *retained earning* yang ada di dalam perusahaan, akan mendorong dilakukannya peminjaman yang lebih besar dan mengarah pada rasio *leverage* yang lebih tinggi. Perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang tinggi akan melakukan peminjaman lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang rendah. Dengan demikian, terlihat adanya hubungan antara *dividend payout ratio* dan *financial leverage*. Hubungan antara *dividend payout ratio* dan *financial leverage* dapat pula didasarkan dari hasil-hasil penelitian yang telah dilakukan. Baskin (1989) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh yang positif terhadap *financial leverage*. Perumusan hipotesis berdasarkan hasil – hasil penelitian dan paparan di atas adalah:

$H_1 = \text{Dividend payout ratio berpengaruh positif terhadap financial leverage}$

## 2. Investasi menentukan *financial leverage*

Keinginan perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan *shareholder* telah mendorong perusahaan untuk memanfaatkan kesempatan investasi yang ada. Perusahaan yang mempunyai prospek yang baik, akan tercermin dengan terbukanya kesempatan yang tersedia untuk investasi. Sebaliknya, perusahaan yang tidak mempunyai prospek yang baik, akan tercermin dengan terbatasnya kesempatan yang tersedia untuk investasi. Kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi *financial leverage* apabila *internal equity* yang dipergunakan untuk mendanai investasi tidak mencukupi. Seberapa besar perusahaan harus melakukan peminjaman, tergantung pada seberapa besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan. Perusahaan akan melakukan peminjaman dalam jumlah yang besar

untuk mendanai investasi, apabila memiliki kesempatan yang besar untuk melakukan investasi. Profitabilitas perusahaan dalam jangka panjang akan turun apabila kesempatan besar yang tersedia untuk melakukan investasi tidak dimanfaatkan perusahaan karena keterbatasan dana. Sedangkan perusahaan akan melakukan peminjaman dalam jumlah yang kecil, apabila memiliki kesempatan yang terbatas untuk melakukan investasi. Dengan demikian, terlihat adanya hubungan antara investasi dan *financial leverage*. Hubungan antara investasi dan *financial leverage* dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada. Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990), dan Adedeji (1998) menemukan bahwa investasi berhubungan positif dengan *financial leverage*. Perumusan hipotesis berdasarkan hasil – hasil penelitian dan paparan di atas adalah :

H<sub>2</sub> = Investasi berpengaruh positif terhadap *financial leverage*

3. *Profitability* menentukan *financial leverage*

*Financial leverage* selain dipengaruhi *dividend payout ratio* dan investasi, juga dipengaruhi oleh profitabilitas. Profitabilitas akan mempengaruhi *retained earning* yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana. Perusahaan yang dapat menghasilkan *earnings* yang besar akan menyebabkan *retained earning* yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana juga semakin besar. Demikian pula sebaliknya, perusahaan yang hanya dapat menghasilkan *earnings* yang kecil akan menyebabkan terbatasnya *retained earning* yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan dana. Seberapa besar perusahaan harus melakukan peminjaman untuk memenuhi kebutuhan dana, tergantung pada seberapa besar *retained earning* yang

dimiliki perusahaan. Semakin besar *retained earning* sebagai sumber internal membuat penggunaan utang berkurang, sehingga tingkat *leverage* perusahaan menjadi semakin rendah. Dengan demikian, terlihat bahwa *profitability* diprediksikan berpengaruh negatif terhadap *financial leverage*. Hubungan antara *profitability* dan *financial leverage* dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada. Titman dan Wesels (1988), Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990), Allen (1993), Rajan dan Zingales (1995), Pandey (2001), Shumi (2005), Hyesung, Almas dan Dany (2006), Tran dan Neelakantan (2006) menemukan *profitability* berhubungan negatif pada *leverage*. Perumusan hipotesis berdasarkan hasil – hasil penelitian dan paparan di atas adalah :

$H_3 =$  *Profitability* berpengaruh negatif terhadap *financial leverage*

#### 4. *Size* menentukan *financial leverage*

Perusahaan dengan *size* yang lebih besar dan telah berjalan dengan baik dapat dengan mudah memiliki akses ke pasar modal. Kemudahan dalam memiliki akses ke pasar modal akan membuat perusahaan mempunyai kemampuan untuk mengumpulkan dana dalam waktu yang singkat. Kemampuan perusahaan dalam mengumpulkan dana akan membuat perusahaan dapat semakin berkembang dan mempunyai kemampuan untuk menghasilkan *earning* yang lebih besar. Dengan demikian, kesempatan untuk melakukan peminjaman dalam jumlah yang lebih besar akan dimiliki oleh perusahaan dengan *size* yang lebih besar, dibandingkan perusahaan dengan *size* yang lebih kecil. Perusahaan dengan *size* yang lebih kecil cenderung memiliki keterbatasan dalam memperoleh pinjaman dari pasar modal.



Hubungan antara *size* dan *financial leverage* dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada. Marsh (1982), Titman dan Wesels (1988), Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990), Agrawal dan Nagarajan (1990), Bennet dan Donnelly (1993), Van Der Wijst dan Thurik (1993), Lasfer (1995), Barclay, Smith dan Watts (1995), Chittenden, Hall dan Hutchinson (1996), Shumi (2005), Hyesung, Almas dan Dany (2006), Tran dan Neelakantan (2006) menemukan bahwa *size* berpengaruh positif pada *financial leverage*. Perumusan hipotesis berdasarkan hasil – hasil penelitian dan paparan di atas adalah :

$H_4 = \text{Size berpengaruh positif terhadap } \textit{financial leverage}$

#### 5. *Assets structure* menentukan *financial leverage*

Perusahaan-perusahaan yang memiliki *assets* dengan nilai kolateral yang tinggi dapat mengurangi *financial distress* dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki *assets* dengan nilai kolateral yang rendah. *Assets* dengan nilai kolateral yang tinggi dapat dipergunakan oleh perusahaan untuk membayar sebagian kewajibannya apabila mengalami kebangkrutan. Perusahaan yang memiliki *assets* dengan nilai kolateral yang tinggi dapat melakukan peminjaman yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai *assets* dengan nilai kolateral yang rendah. Peminjaman yang lebih besar akan mengarah pada rasio *leverage* yang lebih tinggi. Dengan demikian, terlihat adanya hubungan antara *assets structure* dan *financial leverage*. Hubungan antara *assets structure* dan *financial leverage* dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada. Myers (1977), Scott (1977), Adedeji (1998) menemukan *assets structure*

berhubungan positif dengan *leverage*. Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan hasil penelitian-penelitian dan paparan di atas adalah :

H<sub>5</sub> = *Assets structure* berpengaruh positif terhadap *financial leverage*

6. *Variability of earnings* menentukan *financial leverage*

Perusahaan dengan tingkat *earnings* yang stabil dapat memprediksikan *earnings* di masa mendatang dengan tingkat ketepatan yang lebih tinggi. Perusahaan dengan tingkat *earnings* yang stabil, memiliki banyak kesempatan memperoleh pinjaman karena kepercayaan dari pihak yang akan memberi pinjaman. Sedangkan perusahaan dengan tingkat *earnings* yang tidak stabil, memiliki sedikit kesempatan memperoleh pinjaman karena ketidakpercayaan dari pihak yang akan memberi pinjaman. Ketidakpercayaan disebabkan karena ketidakyakinan pemberi pinjaman akan kemampuan perusahaan dalam mencapai laba yang diharapkan pada tahun-tahun mendatang. Hubungan antara *variability of earnings* dan *financial leverage* dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada. Weston & Copeland (1992) mengemukakan bahwa *variability of earnings* berpengaruh negatif pada *financial leverage*. Perumusan hipotesis berdasarkan hasil – hasil penelitian dan paparan di atas adalah :

H<sub>6</sub> = *Variability of earnings* berpengaruh negatif terhadap *financial leverage*

## **Metodologi Penelitian**

### **1. Populasi dan Sampel**

Cooper dan Emory (2006) mengemukakan bahwa sebuah populasi adalah seluruh kumpulan elemen yang dapat digunakan untuk membuat beberapa

kesimpulan. Populasi yang digunakan dalam penelitian adalah perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan yang lengkap dan dipublikasikan pada *Indonesia Capital Market Directory* sejak tahun 2001 sampai dengan tahun 2005. Penggunaan perusahaan manufaktur sebagai populasi karena penelitian akan lebih relevan apabila dilakukan pada jenis industri yang sama, mengingat karakteristik antar industri berbeda satu dengan yang lainnya. Selain itu, banyaknya jumlah perusahaan-perusahaan di Indonesia yang termasuk dalam perusahaan manufaktur merupakan pertimbangan lain penggunaan perusahaan manufaktur sebagai populasi dalam penelitian ini. Gravetter dan Wallnau (2006) mengemukakan sampel adalah sekumpulan individu yang diambil dari sebuah populasi yang biasanya dimaksudkan untuk mewakili populasi dalam sebuah studi penelitian. Pengambilan sampel penelitian dengan metode *purposive sampling* dilakukan dengan memilih obyek yang memenuhi kriteria tertentu. Ravindra dan Naurang (1996) mengemukakan bahwa dalam menggunakan *purposive sampling* dibutuhkan syarat khusus untuk membentuk bagian yang representatif dari populasi. Kriteria yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang memiliki data mengenai *financial leverage*, *dividend payout ratio*, investasi, *profitability*, *size*, *assets structure* dan *variability of earnings*, karena variabel tersebut merupakan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian. *Pooling* data dilakukan dengan menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian pada periode lima tahun penelitian yaitu tahun 2001, tahun 2002, tahun 2003, tahun 2004, dan tahun 2005. Perusahaan – perusahaan yang memenuhi kriteria selama lima tahun pengamatan menghasilkan sebanyak 732 perusahaan.

**Tabel 1. Jumlah Sampel**

| <b>Tahun</b> | <b>Jumlah Sampel</b> |
|--------------|----------------------|
| 2001         | 155 perusahaan       |
| 2002         | 146 perusahaan       |
| 2003         | 144 perusahaan       |
| 2004         | 144 perusahaan       |
| 2005         | 143 perusahaan       |

Sumber : data primer diolah

## 2. Definisi Operasional

Variabel-variabel yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini akan diukur dengan mengacu pada ukuran penelitian – penelitian yang pernah dilakukan :

FL = *Financial leverage*, dinilai dengan *total debt / market value of the firm*

DIV = *Dividend payout ratio*, dinilai dengan *dividend / earning after tax*

INV = *Investasi*, dinilai dengan  $(total\ assets_t - total\ assets_{t-1}) / total\ assets_{t-1}$

PRO = *Profitability*, diukur dengan *profit before interest and tax / total assets*

SZ = *Size*, diukur dengan *the natural logarithm of total assets*.

STR = *Structure of assets*, diukur dengan *total net fixed assets / market value of the firm*

VAR = *Variability of earnings*, direpresentasikan dengan *the standard deviation of (annual change in profit before interest and tax / total assets )*

### 3. Model Pengujian Hipotesis

Hipotesis penelitian akan diuji dengan mempergunakan metode regresi linier berganda dengan mempergunakan sistem persamaan sebagai berikut :

$$FL = f ( DIV, INV, PRO, SZ, STR, VAR )$$

dimana FL merepresentasikan *financial leverage*. Sedangkan DIV, INV, PRO, SZ, STR dan VAR merepresentasikan *dividend payout ratio*, investasi, *profitability*, *size, structure of assets* dan *variability of earnings*. Pengujian dilakukan dengan mempergunakan program komputer SPSS. Perhitungan statistik deskriptif terlihat dalam Tabel 2.

### Hasil Analisis Data

#### 1. Statistik deskriptif

**Tabel 2. Statistik Deskriptif**

| VARIABEL | N   | MEAN      | S TANDAR<br>DEVIASI |
|----------|-----|-----------|---------------------|
| FL       | 732 | 0.5812300 | 0.28664982          |
| DIV      | 732 | 0.1039160 | 0.36472567          |
| INV      | 732 | 0.0533902 | 0.24947798          |
| PRO      | 732 | 0.0586036 | 0.11770579          |
| SZ       | 732 | 13.32361  | 1.482737            |
| STR      | 732 | 0.4155953 | 0.30562864          |
| VAR      | 732 | 0.0504644 | 0,06718630          |

Sumber : data primer diolah

Deskripsi variabel penelitian untuk periode analisis tahun 2001 sampai dengan tahun 2005 terlihat dalam tabel 2. *Financial leverage* memiliki *mean* 58,12 % menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang diambil dalam sampel penelitian mempunyai tingkat penggunaan utang yang relatif tinggi. Standar deviasi 28,66 %

berarti bahwa terdapat rentangan *financial leverage* dari perusahaan-perusahaan yang diteliti.

*Mean dividend payout ratio* sebesar 10,39 % menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang diinvestigasi mempunyai tingkat pembayaran dividen yang cukup rendah. Sedangkan standar deviasi dari *dividend payout ratio* sebesar 36,47 % menunjukkan bahwa terdapat rentangan yang agak besar dari tingkat pembayaran dividen di antara perusahaan dalam sampel. Kesimpulan yang dapat diambil dari adanya rentangan ini adalah adanya distribusi dividen yang tidak merata, dimana terdapat perusahaan-perusahaan yang membayar dividen yang kecil, sementara itu terdapat pula perusahaan-perusahaan yang membayar dividen yang besar. *Mean* dari investasi sebesar 5,34 % menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang diinvestigasi melakukan investasi yang sangat rendah pada tahun 2001 sampai dengan tahun 2005. Standar deviasi sebesar 24,95 % menunjukkan adanya rentangan dalam melakukan investasi dari perusahaan-perusahaan yang dipergunakan dalam sampel penelitian.

*Mean* dari *profitability* sebesar 5,86 % memperlihatkan bahwa rata-rata perusahaan mendapatkan profit yang sangat kecil selama periode yang dimasukkan dalam penelitian ini. Standar deviasi dari *profitability* sebesar 11,77 % memperlihatkan bahwa terdapat rentangan yang cukup kecil dari perusahaan-perusahaan yang dipergunakan dalam sampel. *Mean* dari *size* untuk perusahaan – perusahaan manufaktur yang diambil dalam sampel sebesar  $2,11 \times 10^{13}$ . Standar deviasi 30,39 memperlihatkan bahwa terdapat rentangan yang besar dari ukuran perusahaan di antara perusahaan dalam sampel.

*Mean* dari *structure of assets* sebesar 41,56 % menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang dipergunakan dalam sampel penelitian memiliki *assets* dengan nilai kolateral yang tinggi. Hal ini mengingat bahwa perusahaan-perusahaan yang dipergunakan dalam sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur. Sedangkan standar deviasi dari *structure of assets* sebesar 30,56 % memperlihatkan adanya rentangan yang besar dari kepemilikan *fixed assets* di antara perusahaan dalam sampel penelitian. *Mean* dari *variability of earnings* sebesar 5,05 % menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang diinvestigasi mendapatkan profit yang stabil selama periode yang dimasukkan dalam penelitian ini. Standar deviasi dari *variability of earnings* dari perusahaan-perusahaan yang diinvestigasi sebesar 6,72 % menunjukkan bahwa terdapat rentangan yang sangat kecil dari perusahaan-perusahaan yang dipergunakan dalam sampel penelitian.

## 2. Hasil Pengujian Hipotesis

Program komputer statistik SPSS dipergunakan untuk mengolah data. Pengolahan data untuk mendukung analisis hasil penelitian terlihat seperti pada Tabel 3.

**Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis**

| <b>Variabel Dependen: <i>Financial Leverage</i></b> |                   |                                |
|-----------------------------------------------------|-------------------|--------------------------------|
| <b>Variabel Independen</b>                          | <b>Prediksi</b>   | <b>Koefisien</b>               |
| Konstan                                             |                   | -0,541                         |
| DIV                                                 | Positif ( $H_1$ ) | -0,200<br>( $t = -6,416$ )***  |
| INV                                                 | Positif ( $H_2$ ) | -0,027<br>( $t = -0,865$ )     |
| PRO                                                 | Negatif ( $H_3$ ) | -0,411<br>( $t = -12,439$ )*** |

|                                             |                           |                         |
|---------------------------------------------|---------------------------|-------------------------|
| SZ                                          | Positif (H <sub>4</sub> ) | 0,261<br>(t = 8,177)*** |
| STR                                         | Positif (H <sub>5</sub> ) | 0,112<br>(t = 3,521)*** |
| VAR                                         | Negatif (H <sub>6</sub> ) | -0,056<br>(t = -1,714)* |
| Equation R <sup>2</sup> = 0.319             |                           |                         |
| Keterangan :                                |                           |                         |
| * = Sig. pada tingkat prob. signif = 0,10   |                           |                         |
| ** = Sig. pada tingkat prob. signif = 0,05  |                           |                         |
| *** = Sig. pada tingkat prob. signif = 0,01 |                           |                         |

Sumber : data primer diolah

Tabel 3. memperlihatkan bahwa *dividend payout ratio*, *profitability* dan *variability of earnings* mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *financial leverage*, sementara *size* dan *structure of assets* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *financial leverage*. Investasi dalam penelitian ini memperlihatkan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *financial leverage*. Hasil penelitian mengenai pengaruh dividen terhadap *financial leverage* sejalan dengan penelitian yang dilakukan Allen (1993). Allen (1993) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *financial leverage*. Berdasarkan hasil yang diperoleh dalam penelitian ini dan membandingkan dengan hipotesis yang diajukan, maka dapat diperoleh hasil bahwa hipotesis yang terbukti adalah hipotesis H<sub>3</sub>, H<sub>4</sub>, H<sub>5</sub> dan H<sub>6</sub>. Hipotesis H<sub>1</sub> dan H<sub>2</sub> tidak terbukti dalam penelitian ini. Nilai R<sup>2</sup> sebesar 0,319 menunjukkan bahwa variasi dari variabel *financial leverage* yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel determinan dalam persamaan *financial leverage* sebesar 31,9 %.



## Kesimpulan, Implikasi Manajerial, dan Keterbatasan Penelitian

### 1. Kesimpulan

Deskripsi variabel penelitian untuk perusahaan-perusahaan yang dipergunakan sebagai sampel penelitian pada periode analisis tahun 2001 sampai dengan tahun 2005 memperlihatkan bahwa rata-rata perusahaan mempunyai tingkat pembayaran dividen yang cukup rendah yaitu sebesar 10,39 %, rata-rata perusahaan melakukan investasi yang sangat rendah yaitu sebesar 5,34 %, rata-rata perusahaan mendapatkan profit yang sangat kecil yaitu sebesar 5,86 %, rata-rata *size* perusahaan manufaktur sebesar  $2,11 \times 10^{13}$ , rata-rata perusahaan memiliki *assets* dengan nilai kolateral yang tinggi yaitu sebesar 41,56 %, dan rata-rata perusahaan mendapatkan profit yang stabil yaitu sebesar 5,05%

Kesimpulan yang dapat ditarik dari penelitian ini adalah bahwa untuk perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, *dividend payout ratio*, *profitability* dan *variability of earnings* memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *financial leverage*. Sedangkan *size* dan *structure of assets* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *financial leverage*. Namun demikian, investasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *financial leverage*. Penelitian kembali perlu dilakukan karena adanya beberapa perbedaan dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya. Hasil penelitian mengenai pengaruh *dividend payout ratio* dan investasi terhadap *financial leverage* ini menarik untuk diteliti kembali karena hasil penelitian ini berbeda dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya.

## 2. Implikasi Manajerial

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa *dividend payout ratio*, *profitability* dan *variability of earnings* mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *financial leverage*. *Dividend payout ratio*, *profitability* dan *variability of earnings* mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *financial leverage* menunjukkan bahwa perusahaan dengan *dividend payout ratio*, *profitability* dan *variability of earnings* yang kecil akan melakukan peminjaman yang besar, dan sebaliknya. Penggunaan utang yang semakin besar akan menyebabkan tingkat *leverage* perusahaan menjadi semakin tinggi. Hal ini berarti bahwa perusahaan harus berhati-hati dalam membuat keputusan untuk menambah utang, karena penambahan utang akan menyebabkan beban utang perusahaan semakin besar dan itu berarti semakin besar pula dana yang harus disediakan untuk membayar utang. Sedangkan bagi perusahaan dengan tingkat *earnings* yang tidak stabil, perlu mencari beberapa alternatif untuk memenuhi kebutuhan dana guna mengembangkan perusahaan.

Hasil penelitian juga memperlihatkan bahwa *size* dan *structure of assets* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *financial leverage*. *Size* dan *structure of assets* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *financial leverage* menunjukkan bahwa perusahaan dengan *size* dan *assets* dengan nilai kolateral yang lebih besar akan mempunyai kemampuan untuk mengumpulkan dana. Sedangkan perusahaan dengan *size* dan *assets* dengan nilai kolateral yang rendah memiliki keterbatasan dalam memperoleh pinjaman dari pasar modal. Ketidakmampuan perusahaan dalam mengumpulkan dana akan

membuat perusahaan tidak dapat berkembang dan tidak mempunyai kemampuan untuk menghasilkan *earning* yang lebih besar. Hal ini berarti bahwa perusahaan perlu mencari beberapa alternatif untuk memenuhi kebutuhan dana.

### 3. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan yang dapat dipergunakan untuk arah bagi penelitian yang akan datang. Keterbatasan penelitian terletak pada sampel yang dipergunakan. Penggunaan perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah terdaftar pada Jakarta Stock Exchange pada tahun 2001 sampai dengan tahun 2005 tidak dapat mencerminkan keadaan seluruh perusahaan yang ada di Indonesia. Penggunaan sampel untuk setiap industri yang telah terdaftar pada Jakarta Stock Exchange dapat dipergunakan agar dapat memperoleh hasil-hasil yang dapat diperbandingkan untuk masing-masing industri.

## DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. dan Nagarajan, N.J. 1990. Corporate Capital Structure, Agency Costs and Ownership Control : The Case of All-Equity Firms. *Journal of Finance*, 45 : 4 : 1325 – 31.
- Adedeji, A. 1998. Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firm in The UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 : 1127 - 1155.
- Allen, D.E. 1993. The Pecking Order Hypothesis : Australian Evidence. *Applied Financial Economics*, 3 : 101 - 112.
- Barclay, M.J., Smith, C.W., dan R.L. Watts. 1995. The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7 (4) : 4 – 19.

- Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, Spring : 26 - 35.
- Bennett, M., dan R. Donnelly. 1993. The Determinants of Capital Structure : Some UK Evidence. *British Accounting Review*, 25 : 43 – 59.
- Cooper, D.R. dan Emory, C.W. 2006. *Business Research Methods*. Fifth Edition, Richard D. Irwin, INC.
- Chang, R.P., dan S.G. Rhee. 1990. The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions. *Financial Management*, Summer : 21 - 31.
- Chittenden, F., G. Hall, dan P. Hutchinson. 1996. Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure : Review of Issues and An Empirical Investigation. *Small Business Economics*, 8 : 59 – 67.
- Gravetter, F.J., dan L. B. Wallnau. 2006. *Statistics for the Behavioral Sciences*. Eight Edition, Nelson Education, Ltd, United States of America.
- Hyesung K., Almas H., dan Dany A. 2006. Dynamics of Capital Structure : The Case of Korean Listed Manufacturing Companies. *Asian Economic Journal*, 20 : 3 : 275 – 302.
- Lasfer, M.A. 1995. Agency Costs, Taxes and Debt: The U. K. Evidence. *European Financial Management*, 1 : 3 : 265 – 285.
- Marsh, P. 1982. The Choice Between Equity and Debt : An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 37 : 121 – 144.
- Myers, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, November : 147 – 176.
- Pandey, I.M. 2001. Capital Structure and The Firm Characteristics : Evidence from an Emerging Market. *Indian Institute of Management Ahmedabad Working Paper*.
- Rajan, R.G. dan L. Zingales. 1995. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *The Journal of Finance*, 50 : 1 – 58.
- Ravindra, S. and Naurang, S.M. 1996. *Elements of Survey Sampling*. Kluwer Academic Publishers, The Netherlands.
- Scott, D. 1977. Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, 32 : 1 – 19.

- Shim, J.K., dan Siegel, J.G. 2000. *Financial Management*. Barron's Educational Series, Inc., New York.
- Shumi, A. 2005. The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations. *Australian Journal of Management*, 30 : 2.
- Swanson, Z., Bindiganavale, N.S., dan Ananth S. 2003. *The Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices*. Praeger Publishers, United States of America.
- Titman, S., dan R. Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 48 : 1 – 19.
- Tran D.K.N., dan Neelakantan R. 2006. Capital Structure in Small and Medium-Sized Enterprises The Case of Vietnam. *Asean Economic Bulletin*, 23 : 2 : 192 – 211.
- Van Der Wijst, N. dan R. Thurik. 1993. Determinants of Small Firm Debt Ratios : An Analysis of Retail Panel Data. *Small Business Economics*, 5 : 55 – 65.
- Weston, J.F. dan E.F. Brigham. 1990. *Essentials of Managerial Finance*. Ninth edition, The Dryden Press.
- Weston, J.F. dan T.W. Copeland. 1992. *Managerial Finance*. 9th edition, Dryden Press.