

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *DEBT* PERUSAHAAN PADA
SEKTOR *CONSUMER GOODS* DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE
2009-2015

Mochammad Fauzi

Manajemen / Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya

m_ozhy1021@yahoo.com

Dr. Deddy Marciano, S.E., M.Si

Dra.ec. Endang Ernawati, M.Si.

Manajemen / Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya

INTISARI

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi *debt* pada perusahaan industri barang konsumsi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2015. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *debt*. Variabel independen yang digunakan adalah *profitability*, *earning volatility*, *asset tangibility*, *firm size*, *non-debt tax shield*, *liquidity*, *growth*, dan *business risk*. Penelitian ini menggunakan model analisis regresi yaitu model linier berganda untuk menguji hipotesis dengan sampel 28 perusahaan industri barang konsumsi di BEI periode 2009-2015. Jumlah observasi adalah 196 poin observasi dengan menggunakan syarat dan asumsi klasik. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt*, *earning volatility* berpengaruh positif signifikan terhadap *debt*, *asset tangibility* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *debt*, *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap *debt*, *non-debt tax shield* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *debt*, *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt*, *growth* berpengaruh positif signifikan terhadap *debt*, dan *business risk* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *debt*.

Kata kunci: *Debt*, *Pecking Order Theory*, *Signalling Theory*, *Trade-Off Theory*

ABSTRACT

This study aims to examine the factors that affect the company's debt in the consumer goods industry listed in Indonesia Stock Exchange 2009-2015 period. The dependent variable in this study is debt. Independent variables used is the profitability, earnings volatility, asset tangibility, firm size, non-debt tax shield, liquidity, growth, and business risk. This study uses regression analysis model, namely multiple linear models to test the hypothesis with a sample of 28 companies from the consumer goods industry in BEI period 2009-2015. The

number of observations is 196 observation points by using terms and classical assumptions. The findings of this study indicate that profitability significant negative effect on debt, earnings volatility significant positive effect on debt, asset tangibility significant negative effect on the debt, firm size significant positive effect on debt, non-debt tax shield significant negative effect on the debt, liquidity significant negative effect on debt, growth significant positive effect on debt, and the business risk is not significant positive effect on the debt.

Key Words: Debt, Pecking Order Theory, Signalling Theory, Trade-Off Theory

PENDAHULUAN

Krisis keuangan global yang terjadi di Amerika Serikat membawa implikasi pada ekonomi global secara menyeluruh. Hampir tiap negara di kawasan Amerika, Eropa, maupun Asia Pasifik termasuk Indonesia merasakan dampak akibat krisis keuangan global tersebut. Krisis keuangan global tahun 2007-2008 menjadi topik yang menarik bagi para ahli keuangan (misalnya Campello et al., 2010; Acharya and Schnabl, 2010; Campello et al., 2011; Erken et al., 2012) untuk meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada negara maju. Akan tetapi masih sedikit yang meneliti tentang dampak dari krisis keuangan pada keputusan struktur modal perusahaan dalam konteks negara berkembang. Krisis keuangan global membuat perusahaan-perusahaan di banyak negara menyesuaikan *financing* dalam struktur modalnya.

Struktur modal perusahaan merupakan bagian fungsi manajemen keuangan terpenting. Hal ini didukung hasil survey kepada para CFO pada riset berjudul "*CFO Views on the Importance and Execution of the Finance Function*" (Deutsche Bank, 2006) diketahui bahwa kebijakan struktur modal menempati urutan teratas kemudian diikuti dengan "*debt issuance and management*", "*working capital management*" dan "*bank relationships*". Hal ini menunjukkan pentingnya aktivitas pendanaan pada suatu perusahaan khususnya terkait pengelolaan utang untuk mendukung aktivitas investasi dan operasional perusahaan. Komposisi struktur modal menjadi hal yang penting karena memiliki keterkaitan dengan *cost of capital* yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Tabel 1
Beberapa Hasil Penelitian yang Menguji Struktur Modal

Peneliti (Tahun)	Variabel Independen	Hasil Temuan
Danso & Adomako (2014)	<i>Profitability, earnings volatility, asset tangibility, firm size, non-debt tax shield, liquidity</i>	<i>asset tangibility</i> berpengaruh positif dan <i>profitability, earnings volatility, non-debt tax shield, liquidity</i> berpengaruh negatif
Alom (2013)	<i>Profitability, asset tangibility, firm size, liquidity, growth</i>	<i>Growth</i> berpengaruh positif dan <i>profitability, asset tangibility, liquidity</i> , berpengaruh negatif
Al-Najjar (2011)	<i>Profitability, asset tangibility, firm size, liquidity, growth, business risk, institutional ownership</i>	<i>Asset tangibility, firm size, liquidity, growth</i> <i>Growth</i> berpengaruh positif dan <i>profitability, business risk</i> berpengaruh negatif
Sheikh & Wang (2011)	<i>Profitability, earnings volatility, asset tangibility, firm size, liquidity, growth</i>	<i>Firm size</i> berpengaruh positif dan <i>profitability, earnings volatility, asset tangibility, liquidity, growth</i> berpengaruh negatif
Seftianne & Handayani (2011)	<i>Profitability, asset tangibility, firm size, liquidity, growth, business risk, managerial ownership</i>	<i>Firm size</i> berpengaruh positif dan <i>growth</i> berpengaruh negatif

Pada Tabel 1 di atas, dipilihlah beberapa variabel dengan minimal dua jurnal dengan hasil penelitian yang berbeda atau digunakan di salah satu penelitian namun hasilnya signifikan. Jadi dalam penelitian ini dipilihlah variabel, yaitu: *profitability, earnings volatility, asset tangibility, firm size, non-debt tax shield, liquidity, growth, business risk*.

Tabel 2
Rata-rata Kapitalisasi Pasar Menurut Sektoral di BEI Periode 2009-2015

No	Sector	<i>Average Market Capitalization Sectoral(Bn IDR)</i>							%
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
1	<i>Agriculture</i>	75.630	105.233	117.896	114.543	135.652	161.781	118.308	4,04%
2	<i>Mining</i>	284.225	509.628	415.767	321.167	259.362	255.126	161.419	10,74%
3	<i>Basic Industry And Chemicals</i>	163.625	246.898	270.253	348.090	323.998	381.637	286.951	9,84%
4	<i>Miscellaneous Industry</i>	169.518	264.739	362.531	371.799	342.181	372.500	303.425	10,65%
5	<i>Consumer Goods Industry</i>	245.554	479.533	596.946	771.223	856.850	1.014.801	1.129.447	24,80%

6	<i>Property, Real Estate, And Building Construction</i>	67.693	120.765	142.629	224.705	234.531	360.004	370.714	7,40%
7	<i>Infrastructure, Utilities, & Transportation</i>	378.405	458.930	421.031	554.662	574.879	743.235	637.168	18,34%
8	<i>Trade, Service, & Investment</i>	125.537	256.445	348.721	449.638	527.711	625.284	580.811	14,19%
TOTAL									100,00%

Berdasarkan Tabel 2 di atas, dapat dilihat sektor *consumer goods industry* memiliki kapitalisasi terbesar 24,80% dibandingkan sektor lainnya hal ini menunjukkan bahwa sektor *consumer goods industry* kemungkinan membutuhkan pendanaan yang cukup besar baik dari internal maupun eksternal perusahaan. Oleh karena itu dalam penelitian ini menggunakan sektor *consumer goods industry* pada Bursa Efek Indonesia periode 2009-2015.

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Ross *et. Al.* (2003) struktur modal merupakan komposisi pendanaan ekuitas dan utang jangka panjang untuk membiayai operasi pada suatu perusahaan. Keputusan dalam memilih sumber pendanaan perusahaan merupakan hal yang penting karena akan mempengaruhi nilai sebuah perusahaan. Karena itu, manajer keuangan perusahaan harus tepat dalam menentukan komposisi sumber pendanaan. Tanggung jawab utama seorang manajer keuangan adalah menentukan sumber pendanaan yang tepat.

Pengaruh *Profitability* terhadap *Debt*

Danso & Adomako (2014), Alom (2013), dan Al-Najjar (2011) menyatakan adanya pengaruh negatif antara *profitability* dengan *debt*. Danso & Adomako menyatakan pengaruh negatif ini dikarenakan perusahaan akan lebih menguntungkan memilih menggunakan sumber dana internal daripada utang, dimana hal ini menegaskan prediksi *pecking order theory*. Alom (2013) dalam penelitiannya menyatakan badan usaha dengan tingkat profitabilitas yang tinggi maka ada kemungkinan bahwa sumber pembiayaannya dari internal perusahaan. Badan usaha dengan tingkat profitabilitas tinggi kemungkinan akan melakukan penahanan laba sebagai reinvestasi perusahaan, sehingga dapat meningkatkan

retained earning dan mengurangi risiko apabila badan usaha memilih pembiayaan dari internal daripada eksternal. Al-Najjar (2011) dan Sheikh & Wang (2011) menyatakan perusahaan lebih memilih pendanaan internal dibandingkan utang. Hasil ini sejalan dengan *pecking order theory* dimana perusahaan mengikuti aturan tertentu untuk mendanai proyek suatu perusahaan. Dengan demikian, sesuai dengan fakta dan teori yang ada penulis memprediksikan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *debt*.

H₁: *Profitability* berpengaruh negatif terhadap *debt*.

Pengaruh *Earning Volatility* terhadap *Debt*

Sheikh & Wang (2011) menyatakan terdapat hubungan negatif antara *earning volatility* dengan *debt*. Standar penyimpangan pendapatan tinggi menunjukkan risiko perusahaan tinggi, sehingga pihak kreditor akan enggan memberikan pinjaman pada perusahaan. Adanya *earning volatility* yang tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan yang tidak lain adalah biaya keagenan utang. Bradley *et al.* (1984) menyatakan meningkatnya *earning volatility* akan berdampak pada meningkatnya biaya kebangkrutan. Oleh karena itu konsekuensinya manajemen akan mengurangi penggunaan utang dalam rangka mengawasi konflik keagenan. Dengan demikian, sesuai dengan fakta dan teori yang ada penulis memprediksikan *earning volatility* berpengaruh negatif terhadap *debt*.

H₂: *Earning volatility* berpengaruh negatif terhadap *debt*.

Pengaruh *Asset Tangibility* terhadap *Debt*

Alom (2013) dan Sheikh & Wang (2011) menyatakan ada pengaruh negatif antara *asset tangibility* terhadap *debt*. Alom (2013) menyatakan arah hubungan negatif ini sejalan dengan *agency theory*, dimana manajer perusahaan akan berusaha memanfaatkan *fixed assets* perusahaan untuk mendapatkan tunjangan lebih dari tingkat optimalnya daripada dipakai sebagai *collateral* perusahaan untuk memperoleh utang. Hal ini juga sesuai dengan prediksi dari *pecking order*

theory yang menyatakan ketika perusahaan mempunyai proporsi *fixed assets* memprediksikan *tangibility* berpengaruh negatif terhadap *debt*.

H₃: *Asset tangibility* berpengaruh negatif terhadap *debt*

Pengaruh Firm Size terhadap Debt

Al-Najjar (2011), Sheikh & Wang (2011), dan Seftianne & Handayani (2011) menyatakan *size* memiliki hubungan positif terhadap *debt*. Al-Najjar menyatakan arah hubungan positif ini karena badan usaha yang memiliki *size* besar cenderung mendiversifikasi pendanaan pada struktur modalnya, sehingga probabilitas *bankruptcy* menurun dan penggunaan *debt* meningkat. Badan usaha yang berskala besar lebih mudah mendapatkan pinjaman ke bank dibandingkan badan usaha yang skalanya kecil, karena badan usaha dengan skala besar lebih dipercaya dalam kemampuan melunasi utang. Hal ini sesuai dengan *trade-off theory* yang memprediksi adanya hubungan positif antara *size* dengan *debt*. Seftianne & Handayani (2011) menyatakan hubungan positif ini dikarenakan perusahaan dengan *size* besar cenderung memiliki risiko bisnis yang lebih kecil dibandingkan perusahaan dengan *size* kecil. H

H₄: *Size* berpengaruh positif terhadap *debt*.

Pengaruh Non-Debt Tax Shield terhadap Debt

Menurut *trade-off theory* dalam penelitian Danso & Adomako (2014) menyatakan *non-debt tax shield* memiliki hubungan negatif dengan *debt*. Hal ini sesuai dengan *trade-off theory*, dimana dengan menggunakan utang maka akan mengurangi pajak perusahaan. Perusahaan dengan *non-debt tax shield* yang tinggi menunjukkan ada komponen selain utang yang dapat mengurangi pajak. Sehingga dalam melakukan efisiensi perhitungan pajak dapat dilakukan dengan menggunakan komponen selain utang untuk mendapatkan *tax shield benefit*. Semakin besar *non-debt tax shield* maka semakin kecil jumlah proporsi utang yang digunakan perusahaan. Sesuai dengan *pecking order theory*, dimana perusahaan cenderung menurunkan pemakaian utang dan lebih memilih memakai dana internal untuk menghindari beban bunga yang tinggi.

H₅: *Non-Debt Tax Shield* berpengaruh negatif terhadap *debt*.

Pengaruh *Liquidity* terhadap *Debt*

Danso & Adomako (2014), Alom (2013), dan Sheikh & Wang (2011) menyatakan terdapat hubungan negatif antara *liquidity* terhadap *debt*. Dalam penelitian Danso & Adomako (2014), perusahaan dengan likuiditas yang besar memiliki kemampuan untuk membayar utang jangka pendek yang akan segera jatuh tempo. Selain itu menurut *pecking order theory* menganggap dengan ketersediaan kas dan *current asset* mampu untuk menutupi utang jangka pendek perusahaan. Dengan tertutupnya utang jangka pendek maka akan menurunkan proporsi tingkat utang dalam struktur modal perusahaan. Alom (2013) dan Sheikh & Wang (2011) menyatakan terdapat hubungan negatif antara *liquidity* terhadap *debt* dikarenakan hal ini sesuai prediksi *pecking order theory*, dimana perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi menyukai pendanaan internal daripada melakukan investasi baru untuk menghindari adanya *agency cost* yang disebabkan karena dana eksternal.

H₆: *Liquidity* berpengaruh negatif terhadap *debt*.

Pengaruh *Growth* terhadap *Debt*

Alom (2013) dan Al-Najjar (2011) menyatakan ada hubungan positif antara *growth* dengan *debt*. Hal ini dikarenakan dalam *signaling theory*, perusahaan akan memberikan sinyal kepada para investor untuk menunjukkan bahwa perusahaan yang sedang dikelola memiliki prospek *growth* yang bagus. Akan tetapi perusahaan dengan tingkat *growth* yang tinggi mempunyai *asymmetric information* yang tinggi juga, sehingga mempunyai konsekuensi menggunakan utang yang besar. Berdasarkan *pecking order theory* menyatakan perusahaan dengan *growth* yang tinggi akan membutuhkan dana eksternal (dalam bentuk utang) lebih besar dibandingkan dana internal. Untuk itu tingkat utang perusahaan akan meningkat seiring dengan tingkat *growth* perusahaan. Dengan demikian, sesuai dengan fakta dan teori yang ada penulis memprediksikan *growth* berpengaruh positif terhadap *debt*.

H₇: *Growth* berpengaruh positif terhadap *debt*.

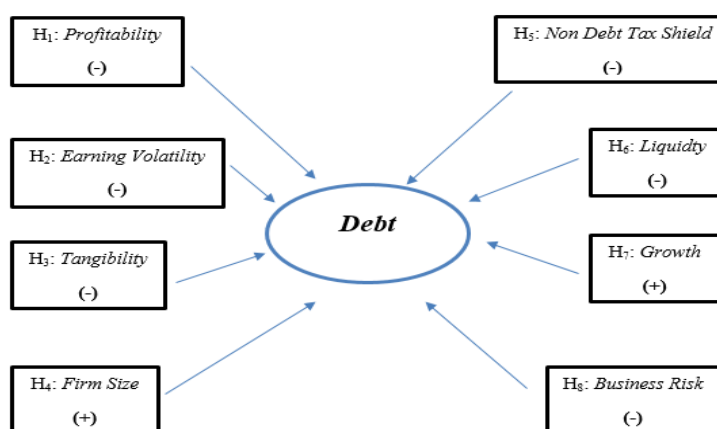
Pengaruh *Business Risk* terhadap *Debt*

Al-Najjar (2011) menyatakan *business risk* memiliki pengaruh negatif terhadap *debt*. Hal ini dikarenakan semakin tinggi risiko perusahaan, kreditor cenderung tidak bersedia memberikan pinjaman pada perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang sangat *leveraged* pada kondisi keuangan internalnya, kurang mampu untuk mendapatkan pembiayaan utang. Dengan demikian perusahaan dengan pendapatan kurang stabil diharapkan menggunakan lebih sedikit utang dalam struktur modalnya dibandingkan perusahaan dengan pendapatan yang stabil. Menurut Gitman (2009) risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan saat tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan utang dibandingkan dengan perusahaan dengan risiko bisnis yang lebih rendah.

H₈: *Business Risk* memiliki pengaruh negatif terhadap *debt*.

Gambar 1

Model Konseptual Penelitian



METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder, dengan objek perusahaan yang berada di sektor *consumer goods industry* dengan rata-rata kapitalisasi terbesar

pada tahun 2009-2015 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang memiliki laporan keuangan yang lengkap. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *debt*. Sedangkan variabel independen penelitian ini adalah *profitability*, *earning volatility*, *asset tangibility*, *firm size*, *non-debt tax shield*, *liquidity*, *growth*, dan *business risk*. Penelitian ini menggunakan model regresi linier berganda. Selanjutnya dalam penelitian ini juga mengidentifikasi gejala asumsi klasik agar model regresi dapat menghasilkan dugaan yang tidak bias. Uji asumsi klasik dilakukan dengan melakukan uji normalitas, uji multikolinearitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan heteroskedastisitas. Sebelum melakukan analisis regresi, terlebih dulu memilih model yang digunakan dalam melakukan analisis regresi terhadap data panel dengan melakukan Uji Chow dan Uji Hausman untuk memilih apakah penelitian ini menggunakan *common effect*, *fixed effect* atau *random effect*. Model regresi untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan model:

$$DEBT_t = \alpha - \beta_1 \cdot ROA_1 + \beta_2 \cdot VOL_2 + \beta_3 \cdot TAN_3 + \beta_4 \cdot SIZE_4 - \beta_5 \cdot NDTS_5 - \beta_6 \cdot LIQ_6 - \beta_7 \cdot GROWTH_7 - \beta_8 \cdot BR_8 + e$$

keterangan:

$DEBT_t$	= <i>debt ratio</i> badan usaha pada periode t
ROA_t	= <i>profitability</i> badan usaha pada periode t
VOL_t	= <i>earning volatility</i> badan usaha pada periode t
TAN_t	= <i>asset tangibility</i> badan usaha pada periode t
$SIZE_t$	= ukuran badan usaha pada periode t
$NDTS_t$	= <i>non-debt tax shield</i> badan usaha pada periode t
LIQ_t	= <i>liquidity</i> badan usaha pada periode t
$GROWTH_t$	= tingkat pertumbuhan badan usaha pada periode t
BR	= <i>business risk</i> badan usaha pada periode t
α	= koefisien konstanta
β	= koefisien regresi
e	= <i>error</i>

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Dalam penelitian ini objek yang digunakan adalah perusahaan pada sektor *consumer goods industry* pada periode 2009-2015. Penelitian ini menggunakan 28 perusahaan yang telah memenuhi syarat minimal menerbitkan laporan keuangan secara lengkap pada periode tersebut.

Tabel 3
Statistik Deskriptif

	Obs	Mean	Min	Max	Stdev
DER	196	0,424621	0,094303	1,248573	0,210979
ROA	196	0,170032	-0,094025	0,855666	0,170355
VOL	196	0,059877	0,006836	0,367328	0,054091
TAN	196	0,383359	0,131284	0,714462	0,144408
SIZE	196	14,32740	11,34186	18,33547	1,659866
NDTS	196	0,224846	-0,040207	1,819886	0,171502
LIQ	196	2,818137	0,128500	11,742820	1,978137
GROWTH	196	0,143066	-0,244890	0,853589	0,163277
BR	196	0,115726	0,000000	0,972724	0,093232

Berikut ini adalah hasil uji asumsi klasik:

Uji Normalitas

Tabel 4
Hasil Uji Normalitas

Jarque-Bera (Probability)	0.253967
---------------------------	----------

Berdasarkan Tabel 4, nilai probabilitas dari hasil uji *Jarque-Bera* menunjukkan angka > 5%, yaitu 0,253967, sehingga data penelitian ini berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Tabel 5
Hasil Uji Multikolinearitas

<i>Correlation</i>								
	ROA	VOL	TAN	SIZE	NDTS	LIQ	GROWTH	BR
ROA	1,000000	0,609510	-0,123990	0,230729	-0,161596	0,059903	-0,049174	-0,113055
VOL	0,609510	1,000000	0,072198	-0,085879	0,119399	-0,001966	-0,016820	0,170854
TAN	-0,123990	0,072198	1,000000	0,031830	0,265822	-0,469992	0,088189	0,107737
SIZE	0,230729	-0,085879	0,031830	1,000000	-0,428110	-0,291342	0,133852	-0,145677
NDTS	-0,161596	0,119399	0,265822	-0,428110	1,000000	0,176369	-0,167209	0,053606
LIQ	0,059903	-0,001966	-0,469992	-0,291342	0,176369	1,000000	-0,154701	-0,145757
GROWTH	-0,049174	-0,016820	0,088189	0,133852	-0,167209	-0,154701	1,000000	0,158073
BR	-0,113055	0,170854	0,107737	-0,145677	0,053606	-0,145757	0,158073	1,000000

Berdasarkan Tabel 5 dapat dilihat variabel-variabel independen pada penelitian ini bebas dari masalah multikorelasi. Variabel-variabel yang digunakan bebas dari masalah multikorelasi dikarenakan tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 0,8.

Uji Heterokedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas tidak dapat dilakukan pada data panel, hanya saja masalah heterokedastisitas ini dapat diatasi dengan memberikan pembobotan (*GLS weight cross-section*) dan menggunakan *White cross-section* pada metode koefisien kovarian ketika akan melakukan estimasi regresi dapat menunjukkan adanya gejala heteroskedastisitas pada sampel penelitian

Uji Autokorelasi

Tabel 6

K	N	dW	dL	dU	4-dU	4-dL
8	196	1,455525	1,6820	1,8516	2,1484	2,3180

Berdasarkan Tabel 6 hasil uji statistik Durbin Watson ditemukan bahwa nilai statistik Durbin Watson (dW) adalah sebesar 1,455525 yang artinya berada di antara nilai 1 dan 3.

Pembahasan Hasil Regresi

Variable Independen	Common Effect		Fixed Effect		Random Effect	
	t-Statistic	Prob.	t-Statistic	Prob.	t-Statistic	Prob.
C	5,261404	0,0000***	-0,693176	0,4892	1,262337	0,2084
ROA	-6,289586	0,0000***	-5,335254	0,0000***	-6,487544	0,0000***
VOL	6,202588	0,0000***	3,498276	0,0006***	4,547503	0,0000***
TAN	-1,970812	0,0502*	-2,202424	0,0291**	-2,102421	0,0369**
SIZE	0,569483	0,5697	3,188500	0,0017***	2,935472	0,0037***
NDTS	-1,512689	0,1320	0,677245	0,4992	0,136447	0,8916
LIQ	-10,786500	0,0000***	-6,269469	0,0000***	-8,408827	0,0000***
GROWTH	4,209080	0,0000***	1,576125	0,1170	2,615592	0,0096***
BR	-2,463400	0,0147**	0,804979	0,4220	-0,033216	0,9735
R-squared	0,581377		0,902938		0,372087	
Adjusted R-squared	0,563468		0,881705		0,345224	

Sebelum menentukan model uji regresi yang akan digunakan, terlebih dahulu mengetahui model yang terbaik untuk data panel. Untuk memilih model regresi yang akan digunakan, terlebih dulu dilakukan Uji Chow dan Uji Hausman.

Tabel 7
Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: EGLS_FE_ORDINARY			
Test Cross-Section Fixed Effects			
Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-Section F	19,632212	(27,160)	0,0000
Cross Section Chi-Square	286,477294	27	0,0000

Hasil uji Cho menunjukkan probabilitas *cross-section* $F < 5\%$, yaitu 0,0000. Hal ini menunjukkan bahwa H_1 diterima, yaitu model *Fixed Effect* lebih baik dari model *Common Effect*.

Tabel 8
Hasil Uji Hausman

Correlation Random Effects - Hausman Test			
Equation: RE			
Test Cross-Section Random Effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-Section Random	41,353711	8	0,0000

Hasil uji Hausman menunjukkan probabilitas *cross-section random* dibawah 5%, yaitu 0,0000. Hal ini menunjukkan bahwa H_1 diterima yaitu model *Fixed Effect*.

Tabel 9
Hasil Uji Regresi dengan *Fixed Effect Model*, *Cross-Section Weight*, dan *White Cross Section*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0,002012	0,132781	-0,015151	0,9879
ROA	-0,336691	0,050596	-6,654529	0,0000***
VOL	0,491793	0,122747	4,006548	0,0001***
TAN	-0,169535	0,073638	-2,302273	0,0226**
SIZE	0,040508	0,008611	4,704309	0,0000***
NDTS	-0,031603	0,040741	0,775704	0,4391
LIQ	-0,031467	0,003081	-10,21273	0,0000***
GROWTH	0,096675	0,026723	3,617660	0,0004***
BR	0,058727	0,046935	1,251243	0,2127
<i>R-squared</i>	0,968028			
Adjusted R-squared	0,961034			
<i>Prob (F-stat)</i>	0,000000			

<i>F-Statistic</i>	138,4116
--------------------	----------

(Keterangan: *signifikan 10%, **signifikan 5%, ***signifikan 1%)

Pada tabel 9 menunjukkan model regresi yang dipilih adalah *fixed effect model* dengan *cross section weight* dan *white cross section* dan persamaan dari hasil uji regresinya adalah

$$DEBT_t = -0,002 - 0,337 \cdot ROA_1 + 0,492 \cdot VOL_2 - 0,170 \cdot TAN_3 + 0,041 \cdot SIZE_4 + 0,032 \cdot NDTs_5 - 0,031 \cdot LIQ_6 + 0,097 \cdot GROWTH_7 + 0,059 \cdot BR_8 + e$$

Nilai *F-statistic* menunjukkan 138,4116 dan probabilitas *F-statistic* 0,0000 (kurang dari 5%). Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen (ROA, VOL, TAN, SIZE, NDTs, LIQ, GROWTH, dan BR) secara simultan berpengaruh signifikan pada variabel dependen *debt* (DER). Koefisien Determinasi (R^2) penelitian ini adalah sebesar 96,8028%. Hal ini berarti perubahan variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen sebesar 96,8028% dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel independen

Hasil Pengaruh Penggunaan *Profitability* terhadap *Debt*

Profitability berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt* perusahaan, sehingga H1 dapat diterima. Hal tersebut sesuai dengan hasil penelitian Danso & Adomako (2014), dimana perusahaan akan lebih menguntungkan memilih menggunakan sumber dana internal daripada utang, dimana hal ini sesuai dengan *pecking order theory*. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi kemungkinan akan melakukan penahanan laba sebagai reinvestasi perusahaan, sehingga dapat meningkatkan *retained earning* dan mengurangi risiko apabila badan usaha memilih pembiayaan dari internal daripada eksternal. Semakin besar dana internal perusahaan, semakin kecil utang yang akan digunakan.

Hasil Pengaruh Penggunaan *Earning Volatility* terhadap *Debt*

Earning Volatility berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt* perusahaan, sehingga H1 tidak dapat diterima. Hubungan positif ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tingkat perubahan *earnings* yang tinggi akan mempunyai kecenderungan yang lebih tinggi untuk melakukan kebijakan utang. Kebijakan utang yang diambil perusahaan dilakukan untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan sehingga dapat menciptakan kegiatan

operasional yang lebih lancar dan tingkat laba yang lebih stabil. Dengan tingkat laba yang stabil tersebut akan menurunkan tingginya fluktuasi *earnings* perusahaan. Utang yang dilakukan oleh perusahaan merupakan sumber dana dari pihak eksternal yang dapat digunakan oleh manajemen untuk mendanai kegiatan operasional sehingga kegiatan operasional dapat berjalan dan diharapkan dapat meningkatkan *earnings* bagi perusahaan. Jika *earnings* perusahaan dapat ditingkatkan, maka *earnings volatility* yang tinggi diharapkan akan dapat diturunkan. Oleh karena itu perusahaan dengan tingkat *earnings volatility* yang tinggi mempunyai kecenderungan besar untuk melakukan kebijakan utang dalam rangka untuk menurunkan fluktuasi *earnings* yang tinggi tersebut. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Danso & Adomako (2014) pada periode sebelum krisis yang menyatakan adanya pengaruh positif antara *earning volatility* terhadap *debt*. Chen dan Steiner (1999) dan Wiberforce (2000) dalam Nuringsing (2002) juga menemukan hubungan positif antara risiko dengan penggunaan utang. Dalam menghadapi risiko saham tinggi, manajer memilih proyek yang berisiko tinggi dengan harapan mendapatkan *return* tinggi. Untuk mengurangi risiko yang ditanggung, manajer bekerjasama dengan pihak kreditur. Penggunaan utang dalam struktur modal bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan, tetapi konsekuensinya perusahaan akan menghadapi risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Penggunaan utang pada tingkat risiko tinggi dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas tetapi dapat memicu biaya keagenan utang.

Hasil Pengaruh Penggunaan *Asset Tangibility* terhadap *Debt*

Asset tangibility berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt* perusahaan, sehingga H1 dapat diterima. Arah negatif pada variabel *asset tangibility* sesuai dengan *agency theory*, dimana manajer perusahaan akan berusaha memanfaatkan *fixed assets* perusahaan untuk mendapatkan tunjangan lebih dari tingkat optimalnya daripada dipakai sebagai *collateral* perusahaan untuk memperoleh utang. Hal ini didukung oleh penelitian Alom (2013) yang menyatakan terdapat hubungan negatif antara *asset tangibility* dengan *debt*. Dalam *pecking order theory* menyatakan, perusahaan yang mempunyai proporsi *fixed assets* lebih besar, maka penilaian asetnya akan lebih mudah, sehingga

masalah *asymmetric information* menjadi semakin rendah (Myers & Majluf, 1984). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Sheikh & Wang (2011) bahwa *asset tangibility* berpengaruh terhadap *debt*.

Hasil Pengaruh Penggunaan *Firm Size* terhadap *Debt*

Firm size berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt* perusahaan, sehingga H1 dapat diterima. Hasil ini sesuai dengan penelitian Al-Najjar (2011), Sheikh & Wang (2011), dan Seftianne & Handayani (2011) yang menyatakan *size* memiliki hubungan positif terhadap *debt*. Al-Najjar menyatakan arah hubungan positif ini karena badan usaha yang memiliki *size* besar cenderung mendiversifikasi pendanaan pada struktur modalnya, sehingga probabilitas *bankruptcy* menurun dan penggunaan *debt* meningkat. Badan usaha yang berskala besar lebih mudah mendapatkan pinjaman ke bank dibandingkan badan usaha yang skalanya kecil, karena badan usaha dengan skala besar lebih dipercaya dalam kemampuan melunasi utang. Hal ini sesuai dengan *trade-off theory* yang memprediksi adanya hubungan positif antara *size* dengan *debt*. Seftianne & Handayani (2011) menyatakan hubungan positif ini dikarenakan perusahaan dengan *size* besar cenderung memiliki risiko bisnis yang lebih kecil dibandingkan perusahaan dengan *size* kecil. Hal ini dapat ditunjukkan dengan arus kas dan pendapatan yang stabil, sehingga perusahaan dengan *size* besar menggunakan utang yang tinggi dan risiko keuangannya akan tinggi juga.

Hasil Pengaruh Penggunaan *Non-Debt Tax Shield* terhadap *Debt*

Non-Debt Tax Shield berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *debt* perusahaan, sehingga H1 tidak dapat diterima. Arah hubungan negatif variabel *non-debt tax shield* sesuai dengan *trade-off theory*, dimana dengan menggunakan utang maka akan mengurangi pajak perusahaan. Perusahaan dengan *non-debt tax shield* yang tinggi menunjukkan ada komponen selain utang yang dapat mengurangi pajak. Sehingga dalam melakukan efisiensi perhitungan pajak dapat dilakukan dengan menggunakan komponen selain utang untuk mendapatkan *tax shield benefit*. Semakin besar *non-debt tax shield* maka semakin kecil jumlah proporsi utang yang digunakan perusahaan. Dalam *pecking order theory* juga menyatakan perusahaan cenderung menurunkan pemakaian utang dan lebih

memilih memakai dana internal untuk menghindari beban bunga yang tinggi. Namun, hasil penelitian variabel *non-debt tax shield* tidak signifikan terhadap *debt*. Hal ini sesuai dengan penelitian Danso & Adomako (2014) pada periode setelah krisis.

Hasil Pengaruh Penggunaan *Liquidity* terhadap *Debt*

Liquidity berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt* perusahaan, sehingga H1 dapat diterima. Penelitian Danso & Adomako (2014), perusahaan dengan likuiditas yang besar memiliki kemampuan untuk membayar utang jangka pendek yang akan segera jatuh tempo. Selain itu menurut *pecking order theory* menganggap dengan ketersediaan kas dan *current asset* mampu untuk menutupi utang jangka pendek perusahaan. Dengan tertutupnya utang jangka pendek maka akan menurunkan proporsi tingkat utang dalam struktur modal perusahaan. Alom (2013) dan Sheikh & Wang (2011) menyatakan hal ini sesuai *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi menyukai pendanaan internal daripada melakukan investasi baru untuk menghindari adanya *agency cost* yang disebabkan karena dana eksternal. Penelitian tersebut didukung Friend & Lang (1988), Deesomsak *et. Al.*, (2004), Sbeiti (2010), dan Icke & Ivgen (2011).

Hasil Pengaruh Penggunaan *Growth* terhadap *Debt*

Growth berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt* perusahaan, sehingga H1 dapat diterima. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* yang menyatakan perusahaan akan memberikan sinyal kepada para investor untuk menunjukkan bahwa perusahaan yang sedang dikelola memiliki prospek *growth* yang bagus (Megginson, 1997 : 315). Dengan adanya sinyal tersebut pasti akan menimbulkan efek biaya yang tinggi dan hal tersebut tidak mudah dilakukan oleh kompetitor. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Alom (2013) yang menyatakan semakin meningkatnya total aset perusahaan maka utangnya juga akan semakin meningkat. Perusahaan dengan tingkat *growth* yang tinggi mempunyai *cashflow* yang besar dan relatif stabil, sehingga mampu untuk membayar tingkat bunga utang yang tinggi dan perusahaan bisa menggunakan utang tinggi. Hasil penelitian ini didukung Al-Najjar (2011) yang menyatakan *growth* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *debt*.

Hasil Pengaruh Penggunaan *Business Risk* terhadap *Debt*

Business risk berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *debt* perusahaan, sehingga H1 tidak dapat diterima. Arah hubungan positif untuk variabel *business risk* menunjukkan bahwa semakin kecil risiko bisnis maka semakin kecil struktur modal. Bagi investor yang tipe risikonya *risk seeker* tidak akan tertarik pada perusahaan yang risiko bisnisnya rendah. Investor tersebut lebih tertarik pada perusahaan yang risiko bisnisnya tinggi dikarenakan dengan *high risk* akan menghasilkan *high return* bagi investor. Namun hasil variabel *business risk* menunjukkan tidak signifikan, yang artinya *business risk* tidak berpengaruh terhadap *debt*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Seftianne & Handayani (2011) yang menyatakan *business risk* memiliki arah hubungan positif tetapi tidak memiliki pengaruh terhadap *debt* perusahaan.

RINGKASAN DAN REKOMENDASI

Berdasarkan hasil pengujian regresi dengan menggunakan uji t dengan *Eviews 8.0*, diketahui bahwa variabel independen *profitability*, *earning volatility*, *firm size*, *liquidity*, dan *growth* berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen *debt* pada tingkat $\alpha = 1\%$ dan 5% . *Profitability* dan *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt*, sedangkan *earning volatility*, *firm size*, dan *growth* berpengaruh positif signifikan terhadap *debt*.

Penelitian ini dapat menjadi referensi bagi investor dan kreditur untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang berkaitan dengan *debt* perusahaan seperti *profitability*, *earning volatility*, *firm size*, *liquidity*, dan *growth*. Bagi investor yang akan berinvestasi pada sektor *consumer goods*, maka sebaiknya berinvestasi pada perusahaan yang memiliki *profitability*, *firm size*, *liquidity*, dan *growth* besar. Variabel *profitability*, *growth*, dan *size* memungkinkan investor untuk memilih proyek dengan *return* yang lebih tinggi. Variabel *Liquidity* dan *growth* yang semakin meningkat, maka keamanan untuk berinvestasi akan terjamin karena perusahaan dapat melunasi bunga atas pokok pinjaman (jangka pendek dan jangka panjang) dengan baik. Hal ini menyebabkan investor mempunyai keyakinan

bahwa akan mendapatkan *return* yang diharapkan investor. Sedangkan khusus bagi investor yang bertipe *risk seeker*, juga perlu mempertimbangkan variabel *earning volatility*. Tingginya *earning volatility* perusahaan akan menghasilkan *return* yang tinggi juga dan hal ini akan menjadi daya tarik investor untuk memiliki saham di perusahaan tersebut. Berdasarkan implikasi, penambahan proporsi utang memberikan sinyal yang positif untuk investor yang akan menanamkan modalnya pada badan usaha. Pihak manajemen sebaiknya meningkatkan penggunaan utang untuk mengurangi terjadinya asimetri informasi melalui *financial intermediaries*. Selain itu dengan penggunaan utang, badan usaha akan mendapatkan penghematan pajak yang lebih besar yang menyebabkan meningkatnya *net income* perusahaan. Penelitian ini dapat dijadikan untuk rekomendasi bagi penelitian selanjutnya. Penelitian ini juga memiliki keterbatasan, yaitu jumlah observasi yang sedikit dan hanya pada sektor *consumer goods industry* saja. Untuk penelitian selanjutnya, diharapkan dapat meneliti sektor lain dengan jumlah observasi yang lebih banyak. Variabel lain yang ditambahkan untuk penelitian selanjutnya adalah variabel pajak dan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Najjar, Basil, 2011, Empirical Modelling of Capital Structure: Jordanian Evidence, *Journal of Emerging Market Finance* 10:1
- Alom, Khairul., 2013, Capital Structure Choice of Bangladesh Firms: An Empirical Investigation, *Asian Journal of Finance & Accounting, School of Business Studies, Southeast University, Bangladesh*
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, 2001, *Manajemen Keuangan, Edisi 8*, Erlangga, Jakarta.
- Danso, Albert dan Adomako, Samuel., 2014, *Financial Behaviour of Firms and Financial Crisis, Managerial Finance, Volume 40*
- Ghozali, Imam., 2009, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS, Edisi Keempat*, Universitas Diponegoro
- Gitman, L.J., 2006, *Principles of Managerial Finance 7th Edition*, Addison Wesley, Pearson Education Inc.
- Gitman, L.J., 2008, *Principles of Managerial Finance, 13th Edition*, Pearson Education, Inc.

- Gujarati, D.N., 2008, *Ekonometrika Dasar*, Jakarta : Erlangga
- Indrawati, Titik., Suhendro., 2005, *Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di BEJ 2000-2004*, Jurnal Akuntansi & Keuangan Indonesia, Vol. 3 No. 1, hlm. 77-105
- Kurniasari, Indira., 2014, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Badan Usaha Manufaktur di BEI Periode 2009-2013. Skripsi, Program Studi Manajemen Universitas Surabaya.
- Mayo, H. B., 2006, *Investment: An Introduction, 8th Edition*, South Western, Thomson Inc.
- Mahadwartha, P.A. 2002. Interdependensi antara Kebijakan Pembiayaan dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan, *Simposium 6 April 2002 Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*, STIE – Yogyakarta.
- Megginson, W.L., 1997, *Corporate Finance Theory, United States : Addison-Wesley Educational Publishers Inc.*
- Megginson, W. L., Smart, B. S., Graham, J., 2010, *Financial Management*, Cengage Learning.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. 1984, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Riyanto, Bambang., 2001, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan, Edisi Keempat*, Yogyakarta:BPFE
- Ross, Westerfield, dan Jordan, 2003, *Fundamentals of Corporate Finance, 6th Edition*, Mc Graw Hill Education.
- Rietveld dan Sunaryanto, 1994, *Masalah Pokok dalam Regresi Berganda*, Andi Offset, Yogyakarta.
- Sawir, Agnes., 2009, *Analisa Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*, PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Sheikh, N.A., dan Wang, Z., 2011, Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan, *Managerial Finance* Vol. 37 No. 2: 117-133, Emerald Group Publishing Limited.
- Widarjono, Agus., 2007, *Ekonometrika Teori dan Aplikasi*, Yogyakarta: Ekonisia FE UII
- Widiarto, Ardian., 2009, Pengaruh *Insider Ownership, Outsider Ownership, Dividen Payout Ratio*, dan *Earnings Volatility* Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Skripsi, Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret, Surakarta.
- World Trade Organization, Oktober 2014, World Region Export, WTO, p.1.