

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI HUTANG JANGKA PENDEK, HUTANG JANGKA PANJANG DAN TOTAL HUTANG (Studi Kasus pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Selama Tahun 2007-2011)

Indra Wahyu Pradana, Tarmizi Achmad ¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to analyze the impact of firm's characteristics such as profitability, fixed asset, firm size, growth, earning volatility, and firm's financial distress to short term debt, long term debt and total debt, simultaneously and partially. This study uses pecking order theory as the basic theory. The short term debt and long term debt are chosen as the dependent variable as it's being a development of the former research which has much focused on the total debt only.

By using the purposive sampling method, samples of 745 firms are selected due to its consistency of publishing financial reporting on the BEI. The data is analyzed using classical assumption test and hypotheses are analyzed using the multiple linear regression model.

The result of this study shows that profitability, fixed asset and financial distress variables have a significant impact to short term debt, long term debt, and firm's total debt, but for the fixed asset variable, the significant effect affect on the different directionality as predicted. On the other side, firm's size and earning volatility have a significant impact to long term debt and total debt but insignificant to short term debt. The last variable, growth, is found that it has significant impact to short term debt and total debt but insignificant to long term debt.

Key words: firm characteristics, pecking order theory, earning volatility, financial distress

PENDAHULUAN

Tujuan awal pendirian sebuah perusahaan adalah untuk mencari laba. Laba yang diperoleh perusahaan kemudian akan didistribusikan kepada berbagai pihak yang berkontribusi dalam perolehan laba tersebut antara lain manajer, pemasok, pemberi pinjaman maupun pemilik modal. Dalam usaha menghasilkan laba, perusahaan membutuhkan sumber pendanaan. Pendanaan ini dapat berasal dari pendanaan sendiri oleh pemilik ataupun dapat pula berasal dari pihak eksternal yang berupa hutang. Perbandingan pendanaan sendiri dan pendanaan hutang dalam struktur finansial perusahaan disebut struktur modal (Husnan, 2000).

Selama 40 tahun terakhir, model teoritis struktur modal yang juga dikenal dengan istilah struktur hutang dan ekuitas, telah banyak dikembangkan melalui berbagai penelitian. Seiring dengan perkembangan penelitian tersebut, muncul teori-teori struktur modal yang mencoba menjelaskan fenomena yang terjadi pada bisnis riil. Teori-teori ini mencoba menjelaskan bagaimana pihak manajemen mengelola sumber pendanaan perusahaan sehingga dapat menghasilkan laba maksimal bagi perusahaan tersebut. Namun demikian, beberapa teori memberikan penjelasan yang bertolak belakang antara satu teori dengan teori lainnya. Sebagai ilustrasi, dua teori yang memiliki penjelasan yang saling bertolak belakang adalah teori *pecking order* dan teori *trade off*.

Telah banyak penelitian struktur modal yang hasilnya diperoleh dari kondisi di negara-negara maju yang memiliki banyak kemiripan dalam hal intitusionalnya (Rajan dan Zingales, 1995; Bevan and Danbolt, 2002). Namun menurut Mouamer (2011), penelitian serupa yang lebih mendalam di negara-negara berkembang, salah satunya Indonesia, masih sangat terbatas.

Penelitian-penelitian terdahulu hanya berfokus pada rasio total hutang terhadap total aset. Dalam studi ini, penelitian akan dikembangkan lebih luas dengan meneliti pula variabel-variabel

¹Corresponding Author

yang mempengaruhi hutang secara keseluruhan ke hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang. Hal ini dilakukan karena kondisi struktur modal perusahaan-perusahaan di Indonesia khususnya perusahaan manufaktur cukup unik. Keunikan ini terlihat pada proporsi hutang jangka pendek atau *short term debt* (STD) perusahaan yang dua kali lipat lebih besar dibandingkan dengan proporsi hutang jangka panjangnya atau *long term debt* (LTD) seperti tampak pada tabel 1.

Tabel 1
Proporsi Perbandingan Hutang Jangka Pendek dan Hutang Jangka Panjang
Perusahaan Manufaktur di Indonesia Tahun 2007-2011

Proporsi	2007	2008	2009	2010	2011
Hutang Jangka Pendek	68.40%	68.06%	66.67%	67.74%	68.24%
Hutang Jangka Panjang	31.60%	31.94%	33.33%	32.26%	31.76%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Sumber: ICMD, diolah

Kondisi proporsi hutang di Indonesia seperti tampak pada tabel di atas berbeda dengan proporsi hutang di negara lain, sebagai contoh adalah proporsi hutang pada perusahaan-perusahaan di negara Cina. Perusahaan-perusahaan di negara Cina memiliki proporsi hutang jangka pendek sebesar 45,32% dan hutang jangka panjang sebesar 54,68% dari total hutangnya (Yue, 2011).

Selain penelitian yang lebih mendalam pada kedua jenis hutang dalam penelitian ini akan diuji pula variabel tingkat kesulitan finansial yang masih jarang diteliti terutama di Indonesia. Tingkat kesulitan finansial berhubungan erat dengan biaya kebangkrutan dan risiko kebangkrutan. Sehingga tingkat kesulitan finansial diperkirakan memiliki pengaruh terhadap tingkat leverage, karena semakin tinggi risiko kebangkrutan perusahaan, maka kesediaan investor dalam memberi pinjaman akan menurun. Namun di sisi lain, ketika perusahaan memiliki tingkat risiko kebangkrutan yang tinggi, perusahaan cenderung tidak memiliki kecukupan dana internal dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya. Hal ini mendorong manajer untuk melakukan pendanaan secara eksternal, sehingga tingkat hutang perusahaan akan meningkat.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh profitabilitas, aset tetap, ukuran perusahaan, pertumbuhan, volatilitas laba dan kesulitan finansial perusahaan terhadap hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori *pecking order*. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan memiliki urutan-urutan dalam memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan. Lebih jauh lagi, perusahaan lebih cenderung untuk menambah modalnya melalui pembiayaan internal yang biasanya berupa pembentukan cadangan (misal cadangan pensiun), pertukaran akun-akun aset (penjualan aset), atau dari saldo laba (laba ditahan) yaitu laba yang tidak dibagikan kepada investor.

Menurut teori ini, apabila ketersediaan dana internal tidak mencukupi keterbutuhan dana, perusahaan baru kemudian mencari sumber pendanaan eksternal yang berupa hutang dan saham. Pembiayaan internal ini lebih disukai oleh perusahaan dibandingkan dengan memperoleh pembiayaan melalui penerbitan surat hutang maupun pembiayaan dari ekuitas (penjualan saham). Pernyataan ini sejalan dengan prinsip usaha minimal (*principal of least effort*) yang menjelaskan bahwa manusia cenderung untuk mengambil langkah paling mudah dalam mencapai suatu tujuan.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Hutang

Profitabilitas merupakan kemampuan sebuah perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan aset yang dimilikinya. Terdapat beberapa argumen yang mencoba menjelaskan pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal. Salah satu argumen yang mendukung pengaruh negatif antara hutang dan profitabilitas berasal dari teori *pecking order*. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan akan cenderung menyukai pembiayaan yang berasal dari internal perusahaan dari pada pembiayaan eksternal. Terlebih apabila perusahaan memiliki profitabilitas tinggi. Dalam keadaan profitabilitas tinggi, akan lebih mudah bagi perusahaan untuk menghasilkan kas dari

sumber-sumber internal. Hal ini berdampak pada rendahnya keterbutuhan dana dari sumber eksternal. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan:

H₁: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap hutang jangka pendek.

H₂: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap hutang jangka panjang.

H₃: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap total hutang.

Pengaruh Aset Tetap terhadap Struktur Hutang

Perusahaan yang memiliki jumlah aset tetap yang lebih tinggi, memiliki kemampuan lebih dalam menghasilkan dana dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki aset tetap yang sedikit. Hal ini disebabkan, dalam keadaan *ceteris paribus*, biaya yang dikeluarkan untuk membeli sebuah bahan baku atau barang setengah jadi akan cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan apabila perusahaan tersebut mampu menghasilkan sendiri barang tersebut untuk proses pengolahan selanjutnya. Selain itu, perusahaan yang memiliki tingkat aset tetap yang tinggi akan memiliki beban depresiasi yang tinggi pula, yang dapat digunakan sebagai pengurang pajak dan sebagai cadangan kas. Sejalan dengan teori pecking order, proporsi kepemilikan aset tetap akan memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *leverage*. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan tingkat aset tetap yang tinggi akan lebih memiliki ketersediaan dana internal sesuai dengan penjelasan sebelumnya. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan:

H₄: Aset tetap berpengaruh negatif terhadap hutang jangka pendek.

H₅: Aset tetap berpengaruh negatif terhadap hutang jangka panjang.

H₆: Aset tetap berpengaruh negatif terhadap total hutang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Hutang

Perusahaan dengan ukuran lebih besar cenderung memiliki aliran kas yang lebih stabil dibanding dengan perusahaan dengan ukuran kecil. Hal ini disebabkan karena adanya omzet penjualan yang besar ataupun disebabkan adanya diversifikasi produk yang beragam dengan beragam divisi. Lebih jauh lagi, perusahaan yang memiliki ukuran yang besar akan lebih mampu bertahan dari perubahan iklim ekonomi yang tiba-tiba sehingga cenderung akan selalu memiliki ketersediaan dana internal. Sesuai dengan teori pecking order yang menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki cukup dana internal untuk mendanai kebutuhannya, akan menggunakan dana internal tersebut terlebih dahulu, diikuti sumber lainnya. Sehingga ketika perusahaan besar memiliki dana internal yang cukup, perusahaan ini akan memiliki tingkat hutang yang rendah. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan:

H₇: Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif terhadap hutang jangka pendek.

H₈: Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif terhadap hutang jangka panjang.

H₉: Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif terhadap total hutang.

Pengaruh Pertumbuhan terhadap Struktur Hutang

Peningkatan aset perusahaan terutama diperoleh melalui peningkatan penjualan dan peningkatan perolehan laba yang kemudian disisihkan sebagai laba ditahan. Penambahan aset dapat pula berasal dari hutang. Namun demikian, secara logika penambahan dari sisi hutang tidak akan dilakukan melebihi penambahan aset dari laba perusahaan sendiri disebabkan oleh adanya biaya kebangkrutan. Sehingga dapat disimpulkan, perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi cenderung mampu menghasilkan dana dengan lebih baik dari waktu ke waktu. Sesuai dengan teori *pecking order*, apabila terdapat ketersediaan dana internal, maka perusahaan cenderung tidak melakukan pembiayaan eksternal. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan:

H₁₀: Pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap hutang jangka pendek.

H₁₁: Pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap hutang jangka panjang.

H₁₂: Pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap total hutang.

Pengaruh Volatilitas Laba terhadap Struktur Hutang

Volatilitas laba dapat diartikan sebagai tingkat kenaikan dan penurunan laba atau persentase naik turunnya laba perusahaan. Perusahaan yang memiliki volatilitas laba yang tinggi akan mengalami masa-masa dimana pendanaan internal tidak mencukupi. Sesuai dengan teori pecking order, hal ini berimbas pada tindakan perusahaan yang kedua dalam

mencukupi kebutuhan pendanaan perusahaan yaitu dengan menerbitkan surat hutang. Di sisi lain, perusahaan yang memiliki laba yang merata cenderung mampu menggunakan ketersediaan dananya dengan tepat sehingga meminimalisir keterbutuhan dana eksternal. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan:

H₁₃: Volatilitas Laba berpengaruh positif terhadap hutang jangka pendek.

H₁₄: Volatilitas Laba berpengaruh positif terhadap hutang jangka panjang.

H₁₅: Volatilitas Laba berpengaruh positif terhadap total hutang.

Pengaruh Tingkat Kesulitan Finansial (*Financial Distress*) terhadap Struktur Hutang

Perusahaan yang mengalami kerugian, belum tentu mengalami kesulitan finansial. Hal ini disebabkan karena terdapat banyak faktor yang perlu diperhitungkan dalam menentukan tingkat kesulitan finansial suatu perusahaan. Faktor-faktor tersebut antara lain penjualan, *working capital*, harga saham dan laba ditahan (Altman, 1968). Proksi yang digunakan dalam mengukur tingkat kesulitan finansial adalah dengan menggunakan Altman *Z Score*.

Index yang dirumuskan oleh Altman memiliki tingkat akurasi yang tinggi yaitu sebesar 82-94% pada satu tahun sebelumnya dan 68-75% pada dua tahun sebelumnya. Menurut Yunita (2010), model Altman tidak memiliki kemampuan prediksi yang cukup baik apabila diterapkan diluar Amerika Serikat. Yunita menemukan bahwa ketika diterapkan di Indonesia, tingkat akurasi Altman pada dua tahun sebelum kebangkrutan hanya berkisar 47,5% dan sebesar 54% pada satu tahun sebelum kebangkrutan. Meskipun memiliki akurasi yang rendah dalam memprediksi kebangkrutan di Indonesia, menurut Yunita, index Altman dapat digunakan untuk mendeteksi masalah finansial yang sedang dialami perusahaan. Dalam menerangkan hubungan antara tingkat kesulitan finansial dengan tingkat hutang perusahaan, dapat digunakan teori pecking order. Ketika perusahaan mengalami kesulitan finansial, maka ketersediaan dana secara internal akan menurun. Hal ini akan memicu perusahaan untuk menerbitkan surat hutang dalam rangka mengatasi keterbutuhan dana karena menurut teori pecking order, apabila perusahaan membutuhkan pendanaan secara eksternal, maka perusahaan akan cenderung menerbitkan surat berharga dari urutan yang paling aman, yaitu obligasi atau surat hutang. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan:

H₁₆: Tingkat Kesulitan Finansial berpengaruh positif terhadap hutang jangka pendek.

H₁₇: Tingkat Kesulitan Finansial berpengaruh positif terhadap hutang jangka panjang.

H₁₈: Tingkat Kesulitan Finansial berpengaruh positif terhadap total hutang.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Profitabilitas diukur dengan Return of Asset (ROA) perusahaan, yang merupakan rasio dari laba operasional sebelum bunga dan pajak (earnings before interest and tax, EBIT) terhadap total asset (TA). Pertumbuhan perusahaan diukur dengan rata-rata persentase pertumbuhan total asset perusahaan pada tiga tahun terakhir (Mouamer, 2011). Pertumbuhan aset digunakan karena lebih stabil dibandingkan dengan pertumbuhan penjualan. Pengukuran terhadap variabel size adalah dengan menggunakan logaritma natural (Ln) dari total asset perusahaan. Nilai yang digunakan dalam mengukur variabel aset tetap adalah rasio dari aset tetap terhadap total aset perusahaan. Volatilitas laba diukur dengan Standar Deviasi dari Laba Setelah Pajak dalam jangka waktu tiga tahun terakhir dibagi dengan rata-rata total asset perusahaan pada tahun tersebut (Bradley et al. 1984). Tingkat kesulitan finansial merupakan variabel dummy yang diukur dengan formula tingkat kesulitan finansial. Formula atau index ini dirumuskan oleh Altman (1968) yang disebut Altman *Z Score*. Satu tahun setelah formula *Z score* dipublikasikan, terdapat sedikit perubahan pada koefisien variabel dalam formula *Z score*. Heine (2000) telah memodifikasi formula *Z Score* Altman dan membandingkan hasilnya dengan ketepatan formula sebelumnya. Heine menyatakan bahwa formulasi yang dia susun memiliki tingkat keandalan yang sedikit lebih rendah dibanding formulasi awal yaitu yang dirumuskan oleh Altman. Oleh karena itu, dalam penelitian ini akan digunakan formulasi *Z Score* yang dirumuskan Altman pada tahun 1968. Dalam formula yang dirumuskan Altman, perusahaan yang tidak mengalami kesulitan finansial berada pada nilai *Z* di atas 1,80. Perusahaan yang tidak mengalami kesulitan finansial (nilai $Z > 1,80$) diberi kode 0, dan kode 1

untuk perusahaan yang mengalami kesulitan finansial (nilai $Z \leq 1,80$). Variabel hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang diukur berturut-turut dengan rasio dari hutang jangka pendek, jangka panjang dan total hutang, terhadap total aset (Prahalthan, 2010). Dalam penelitian ini juga digunakan variabel *dummy* tahun, karena pada tahun 2008 terjadi krisis ekonomi. Variabel *dummy* tahun dapat digunakan untuk mendeteksi apakah terdapat pengaruh waktu pada model analisis.

Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI selama tahun 2007-2011. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu yaitu:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI dan mengeluarkan laporan keuangan selama periode lima tahun terakhir, yaitu tahun 2007 hingga 2011.
2. Perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur. Hal ini disebabkan jumlah perusahaan yang bergerak di bidang ini merupakan jumlah terbesar yang terdaftar di BEI sehingga semakin banyak sampel, akan semakin meningkatkan keakuratan penelitian. Di sisi lain, dengan hanya menggunakan satu jenis bidang perusahaan, akan menghilangkan bias penelitian yang dapat terjadi akibat perbedaan bidang usaha.

Metode Analisis

Pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi linier berganda dengan model penelitian sebagai berikut

- a) $TD = a + B1Prof + B2Gro + B3Size + B4Fix + B5Vol + B6FD + B7Tahun08 + B8Tahun09 + B9Tahun10 + B10Tahun11$
- b) $STD = a + B1Prof + B2Gro + B3Size + B4Fix + B5Vol + B6FD + B7Tahun08 + B8Tahun09 + B9Tahun10 + B10Tahun11$
- c) $LTD = a + B1Prof + B2Gro + B3Size + B4Fix + B5Vol + B6FD + B7Tahun08 + B8Tahun09 + B9Tahun10 + B10Tahun11$

Keterangan:

1. TD adalah rasio total hutang (total debt, TD) terhadap total aset (TA).
2. STD adalah rasio total hutang jangka pendek (hutang dengan waktu jatuh tempo dibawah satu tahun), short-term debt (STD) terhadap TA.
3. LTD adalah rasio total hutang jangka panjang (hutang dengan waktu jatuh tempo lebih dari satu tahun), long-term debt (LTD) terhadap TA.
4. a merupakan nilai konstanta.
5. Prof (profitabilitas) adalah tingkat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Dalam penelitian ini, dalam mengukur profitabilitas digunakan rumus ROA, yaitu pengembalian atas TA yang didefinisikan sebagai rasio dari laba operasional sebelum bunga dan pajak (earnings before interest and tax, EBIT) terhadap TA.

$$Prof = EBIT / TA$$

6. Gro merupakan singkatan dari growth yang diukur dengan persentase perubahan TA selama tiga tahun terakhir, dengan rumus perhitungan:

$$Gro = (TA_t - TA_{t-3}) / TA_{t-3}$$

7. Size menjelaskan ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma natural dari TA,

$$size = \ln. TA.$$

8. Fix merupakan aset perusahaan yang berupa aset tetap (fixed asset). Fix diukur dengan menghitung rasio aset tetap terhadap TA.

$$Fix = Aset\ tetap / TA$$

9. Vol merupakan tingkat volatilitas laba yang diukur dengan standar deviasi laba tiga tahun dibagi dengan rata-rata total aset tahun-tahun tersebut. (Bradley et al. 1984)

$$\frac{Stdev(X_t, X_{t-1}, X_{t-2})}{(TA_t + TA_{t-1} + TA_{t-2}) / 3}$$

10. FD merupakan tingkat kesulitan finansial yang diukur dengan index Altman Z Score Sebagai berikut:

$$Z = 1.2X1 + 1.4X2 + 3.3X3 + 0.6X4 + 0.999X5$$

Keterangan:

X1 = Working capital / total assets,

= (Aset lancar – hutang lancar) / total aset

X2 = Laba ditahan / total aset

X3 = Laba sebelum beban bunga dan pajak / total assets

X4 = Market value of equity / total liabilities

= (Harga saham*saham beredar) / total liabilities

X5 = Penjualan / total aset

Z = index keseluruhan

Dalam formula yang dirumuskan Altman, perusahaan yang tidak mengalami kesulitan finansial berada pada nilai di atas 1,80. Perusahaan yang tidak mengalami kesulitan finansial ($Z > 1,80$) diberi kode 0, dan kode 1 untuk perusahaan yang mengalami kesulitan finansial ($Z \leq 1,80$).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Berdasarkan hasil seleksi sampel dengan *purposive sampling*, diperoleh jumlah sampel sebanyak 745 seperti tampak pada tabel 2. Sementara itu, gambaran umum keadaan sampel dapat dilihat pada tabel 3.

Tabel 2
Proses Pemilihan Sampel
Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI selama tahun 2007-2011

No.	Kriteria	Jumlah
	Perusahaan yang melaporkan Laporan Keuangan di BEI tahun 2007	392
	Bukan perusahaan manufaktur	(232)
1	Perusahaan manufaktur	160
	Selama tahun penelitian, pernah tidak melaporkan laporan keuangan	(11)
2	Melaporkan laporan keuangan lima tahun berturut-turut (2007-2011)	149
3	Data menggunakan <i>time series</i> selama tahun 2007-2011 (5 tahun)	149 * 5 = 745
Jumlah sampel perusahaan yang digunakan		745

Sumber: Olah data yang dikembangkan untuk penelitian

Tabel 3
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N.Terendah	N. Tertinggi	N. Rerata	Std. Deviasi	N. Tengah
Prof	-0.32	0.57	0.08	0.13	0.07
Fix	0.06	0.97	0.48	0.21	0.46
Size	9.43	18.85	13.86	1.6	13.71
Gro	-0.39	0.62	0.1	0.17	0.09
Vol	0	0.22	0.05	0.04	0.04
STD	0.01	0.87	0.33	0.18	0.31
LTD	0.00	0.84	0.17	0.17	0.11
TD	0.01	1.11	0.5	0.22	0.51

Sumber: Olah data yang dikembangkan untuk penelitian

Pembahasan Hasil Penelitian

Sampel yang telah dipilih kemudian di analisis menggunakan model regresi linier berganda dengan hasil seperti pada tabel 4. Variabel *dummy* tahun tidak dimunculkan karena tidak

memberikan hasil yang signifikan. Hasil yang tidak signifikan pada variabel *dummy* tahun menunjukkan tidak adanya efek tahun pada model analisis.

Tabel 4
Koefisien dan (nilai t) dari Regresi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi
Struktur Hutang terhadap Hutang Jangka Pendek, Hutang Jangka Panjang dan
Total Hutang dengan Sampel Perusahaan Manufaktur Tahun 2007-2011

Variabel Independen	Variabel Dependen		
	STD Koefisien (nilai t)	LTD Koefisien (nilai t)	TD Koefisien (nilai t)
Profitabilitas	-0.26 (-5.35)***	-0.09 (-1.84)*	-0.44 (-10.09)***
Fixed Asset	-0.41 (-9.71)***	0.32 (8.02)***	-0.2 (-5.29)***
Size	-0.03 (-0.64)	0.19 (5.00)***	0.22 (6.02)***
Growth	0.11 (2.51)***	0.02 (0.5)	0.13 (3.48)***
Earning Volatility	0.003 (0.07)	0.08 (2.43)**	0.12 (3.52)***
Financial Distress	0.19 (4.21)***	0.22 (5.17)***	0.33 (8.01)***
F	15.4***	27.26***	34.95***
R ²	19.3%	29.4%	35.7%

Sumber: Olah data yang dikembangkan untuk penelitian

Keterangan:

- STD : *Short Term Debt* (Hutang Jangka Pendek)
- LTD : *Long Term Debt* (Hutang Jangka Panjang)
- TD : *Total Debt* (Total Hutang)
-)*, **, *** : Berturut-turut, signifikan pada tingkat alfa 10%, 5% dan 1%

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik, diketahui bahwa model regresi dapat digunakan untuk menguji hipotesis. Uji asumsi klasik terdiri dari 4 (macam), yaitu uji normalitas menggunakan uji *kolmogorov smirnov*, uji multikolinieritas dengan melihat nilai VIF, uji heteroskedastisitas dengan uji *glejser*, dan uji autokorelasi dengan *runs test*. Uji koefisien determinasi menunjukkan bahwa variabilitas variabel dependen STD, LTD dan TD secara berturut-turut dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 19,3%, 29,4% dan 35,7%. Sedangkan uji statistik F memiliki nilai F test sebesar 15,4 untuk model STD, 27,26 untuk model LTD dan 34,95 untuk model TD dengan probabilitas signifikansi 0,00 (tidak ditampilkan pada tabel) sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen, memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependennya.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan pada semua jenis hutang. Hal ini sejalan dengan teori *pecking order* yang menjelaskan bahwa perusahaan akan melakukan pendanaan secara internal terlebih dahulu, diikuti dengan pendanaan secara eksternal setelahnya. Hasil penelitian juga menjelaskan bahwa baik hutang jangka pendek, jangka panjang maupun secara keseluruhan, akan menurun ketika perusahaan memiliki dana

internal yang cukup. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Yue (2011) yang dilakukan di Cina dan Abor (2008) yang dilakukan di Ghana. Kedua hasil penelitian itu menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang. Sedangkan penelitian Siddiqui (2012) yang dilakukan di Bangladesh memberikan hasil yang berbeda, yaitu profitabilitas tidak berpengaruh terhadap hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, maupun hutang perusahaan secara keseluruhan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa aset tetap berpengaruh negatif terhadap hutang jangka pendek, positif terhadap hutang jangka panjang dan negatif terhadap hutang secara keseluruhan. Pengaruh negatif terhadap hutang jangka pendek dan total hutang sejalan dengan dasar teori yang digunakan bahwa perusahaan yang memiliki aset tetap yang banyak, cenderung memiliki efektivitas produksi yang lebih baik, sehingga mampu menekan biaya dan menghasilkan lebih banyak laba. Di sisi lain, dari penelitian ini juga diperoleh hasil bahwa aset tetap berpengaruh positif terhadap hutang jangka panjang. Hal ini disebabkan karena laba yang diperoleh perusahaan dalam sampel, cenderung tidak mencukupi kebutuhan investasi perusahaan, dengan asumsi, laba perusahaan digunakan untuk memenuhi kebutuhan jangka pendeknya terlebih dahulu yaitu sebesar 59%, sementara itu rata-rata peningkatan aset tetap perusahaan sampel lebih tinggi dari peningkatan aset lancarnya yaitu berturut-turut sebesar 74% dan 42%. Dengan demikian, sesuai dengan teori pecking order, apabila dana internal perusahaan tidak mencukupi dalam memenuhi keterbutuhan pendanaan perusahaan, maka perusahaan akan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaannya. Lebih jauh lagi, aset tetap dimiliki perusahaan dalam jangka yang panjang sehingga jenis hutang yang tepat untuk peningkatan aset tetap adalah hutang jangka panjang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Prahalathan (2010) di Srilanka yang menyatakan bahwa aset tetap berpengaruh positif terhadap hutang jangka panjang dan dengan penelitian Christianti (2006) yang menyatakan bahwa aset tetap berpengaruh negatif terhadap total hutang.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap hutang jangka pendek. Di sisi lain, ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang jangka panjang, dan hutang secara keseluruhan. Fenomena ini dapat terjadi karena keadaan sampel, secara umum peningkatan jumlah aset, dalam hal ini ukuran perusahaan, tidak diikuti dengan peningkatan cadangan kas yang proporsional dengan peningkatan aset perusahaan tersebut. perusahaan dalam sampel memiliki perubahan kas yang cenderung lebih rendah dari perubahan aset secara keseluruhan. Hal ini berdampak pada semakin kurangnya ketersediaan dana internal seiring dengan semakin bertambahnya ukuran perusahaan. Sesuai dengan teori pecking order, apabila dana internal perusahaan tidak mencukupi, maka perusahaan akan menerbitkan surat hutang dalam memenuhi kebutuhan dananya. Perusahaan yang besar cenderung menggunakan hutang jangka panjang sebagai sarana pemenuhan kebutuhan, karena dengan basis hutang jangka panjang, manajer lebih memiliki keleluasaan dalam mengatur aliran kas perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bevan dan Danbolt (2002) dan Kader (2005) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap hutang jangka panjang, serta sejalan dengan Yue (2011) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang jangka panjang dan total hutang namun tidak signifikan terhadap hutang jangka pendek

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan berpengaruh positif terhadap hutang jangka pendek dan total hutang secara keseluruhan. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi, akan memerlukan pendanaan eksternal dalam mendanai proyek-proyek di masa depan karena perusahaan tidak memiliki cukup dana jika hanya berasal dari pendanaan internal (Mouamer, 2011). Pengaruh pertumbuhan yang positif terhadap hutang jangka pendek dan total hutang, disebabkan karena perusahaan dalam sampel memiliki pertumbuhan aset yang melebihi profit yang dapat dihasilkan. Hal ini berujung pada kurangnya ketersediaan dana, sehingga sesuai dengan teori pecking order, perusahaan akan menggunakan dana eksternal yaitu hutang sebagai sumber pendanaan. Dalam hubungannya dengan preferensi antara hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang, sesuai dengan keadaan sampel yang lebih banyak bergantung pada hutang jangka pendek, maka pembiayaan dan pemenuhan kebutuhan operasi akan lebih dipenuhi dengan hutang dengan basis jangka pendek dibandingkan dengan jangka panjang. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Abor (2009) yang menemukan bahwa pertumbuhan berpengaruh positif terhadap hutang jangka pendek. Selain dengan penelitian Abor, hasil penelitian ini juga

sejalan dengan penelitian Siddiqui (2012) yang menyatakan bahwa pertumbuhan berpengaruh positif terhadap hutang jangka pendek dan dengan hasil penelitian Mouamer (2011) di Palestina yang menyatakan bahwa hutang jangka panjang tidak berpengaruh terhadap hutang jangka panjang.

Hasil penelitian menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat volatilitas laba yang tinggi akan memiliki tingkat hutang yang tinggi yaitu pada hutang jangka panjang dan total hutangnya. Hal ini sesuai dengan teori pecking order, yaitu perusahaan yang tingkat volatilitas labanya rendah atau memiliki laba yang rata (*smooth*) akan memiliki cukup dana untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya. Bagi perusahaan dengan tingkat volatilitas laba yang tinggi, keterbutuhan terhadap dana eksternal akan ditemui pada saat laba perusahaan menurun. Menurut Graham (2001), perusahaan dengan volatilitas laba yang tinggi, akan mengalami kesulitan dalam pertimbangan memperoleh pinjaman. Hal ini disebabkan karena investor akan meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi pada risiko yang lebih tinggi. Namun demikian, argumen tentang volatilitas laba ini menjadi bias ketika dikaitkan dengan hutang jangka panjang. Volatilitas akan menurun ketika dilihat dari sudut pandang jangka panjang. Dengan demikian, keterbutuhan dana pada perusahaan dengan volatilitas tinggi akan lebih terpenuhi melalui hutang jangka panjang, bukan hutang jangka pendek. Argumen ini menjadi penjabar hasil penelitian yang menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan dari volatilitas laba terhadap hutang jangka pendek, namun signifikan terhadap hutang jangka panjang dan total hutang.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat kesulitan finansial berpengaruh positif terhadap hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan hutang secara keseluruhan. Hal ini sejalan dengan teori pecking order yang menyatakan bahwa perusahaan akan menggunakan dana internal terlebih dahulu apabila dana internal perusahaan tersedia, dengan kata lain, ketika tingkat kesulitan finansial perusahaan rendah, perusahaan akan memilih menggunakan dana internal sehingga tingkat hutang (*leverage*) perusahaan akan rendah pula. Di sisi lain, ketika perusahaan mengalami masa-masa kesulitan finansial, pendanaan internal tidak akan tersedia untuk memenuhi kebutuhan operasional. Oleh sebab itu, dalam keadaan kesulitan finansial tinggi, perusahaan akan memiliki banyak hutang. Belum ada penelitian yang menguji pengaruh antara tingkat kesulitan finansial terhadap tingkat hutang. Namun demikian, tingkat kesulitan finansial sebuah perusahaan secara sederhana dapat dilihat dari tingkat profitabilitasnya, yaitu apabila perusahaan memiliki profitabilitas tinggi, cenderung memiliki tingkat kesulitan finansial yang rendah. Oleh karena itu, hasil penelitian ini akan dibandingkan dengan penelitian terdahulu yang menggunakan profitabilitas sebagai variabel independennya. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Yue (2011) yang dilakukan di Cina dan Abor (2008) yang dilakukan di Ghana. Kedua hasil penelitian itu menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang sehingga dapat dikatakan tingkat kesulitan finansial memiliki pengaruh positif terhadap ketiga jenis hutang.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian ini, dapat ditarik beberapa kesimpulan, yaitu profitabilitas dan aset tetap berpengaruh negatif sedangkan pertumbuhan dan tingkat kesulitan finansial berpengaruh positif terhadap hutang jangka pendek. Sementara itu, profitabilitas berpengaruh negatif sedangkan aset tetap, ukuran perusahaan, volatilitas laba dan tingkat kesulitan finansial berpengaruh positif terhadap hutang jangka panjang. Di sisi lain, profitabilitas dan aset tetap berpengaruh negatif sedangkan ukuran perusahaan, pertumbuhan, volatilitas laba dan tingkat kesulitan finansial berpengaruh positif terhadap total hutang perusahaan.

Setelah melakukan pengujian, interpretasi hasil dan pembahasan, terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini. Penelitian ini hanya menggunakan sampel selama lima tahun, sehingga perubahan ekonomi yang bersifat jangka panjang kurang dapat dideteksi. Selain itu, pengujian hubungan antar variabel menggunakan regresi linear. Sementara itu, dalam teori trade-off, manajer akan mencari titik tertentu sebagai batas proporsi hutang dan ekuitas, sehingga setelah mencapai titik tersebut, tingkat hutang perusahaan akan mengalami salah satu dari dua alternatif berikut, yaitu tetap atau akan menurun. Dengan demikian, pengujian dengan model parabola (kuadrat) atau model kurva kubik (pangkat tiga) lebih mampu memberikan hasil yang akurat (Budiman, 2009). Keterbatasan lainnya yaitu dalam membangun hipotesis berbasis teori pecking order, sebagian besar variabel independen dihubungkan dengan laba perusahaan terlebih dahulu

untuk dapat mengestimasi pengaruhnya terhadap hutang perusahaan. Sementara itu, dalam kerangka pemikiran, semua variabel independen diduga secara langsung mempengaruhi variabel dependen. Keterbatasan yang terakhir ialah kekuatan model regresi pada model dengan hutang jangka pendek sebagai variabel dependennya cenderung rendah yaitu sebesar 19.3%.

Atas dasar keterbatasan tersebut, untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk dapat memasukkan variabel perantara seperti profitabilitas atau *free cash flow* karena dalam pengembangan hipotesis dengan dasar teori pecking order pada penelitian ini, variabel independen selalu dihubungkan dengan ketersediaan dana internal perusahaan. Selanjutnya, bagi penelitian yang akan dilakukan di Indonesia, disarankan untuk meneliti variabel hutang jangka pendek lebih jauh lagi. Hal ini disebabkan karena variabel independen pada penelitian ini hanya mampu menjelaskan variabel hutang jangka pendek tidak lebih dari 20%. Selain itu, penelitian mendalam terhadap hutang jangka pendek di Indonesia perlu dilakukan karena sebagian besar pendanaan berbasis hutang di Indonesia berasal dari hutang jangka pendek

REFERENSI

- Abor, Joshua. 2008. "Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms". *AERC Research Paper* 176, African Economic Research Consortium, Nairobi.
- Altman, E. I. 1968, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy". *The Journal of Finance*, vol 23.No. 4, h 589-609.
- Bradley et.al. 1984. "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, h. 857-878.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. and Allen, F. 2008, "Brealey, Myers, and Allen on Valuation, Capital Structure, and Agency Issues". *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 20. No. 4, h. 49-57.
- Bevan, A.A. dan Danbolt, J. 2002. "Capital Structure and Its Determinants in the UK, a Decompositional Analysis". *Applied Financial Economics*, Vol. 12 No. 3, h. 159-170.
- Budiman. 2009. "The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: a Case Study in Indonesian Manufacturing Industry 2002-2007". *Thesis Tidak Dipublikasikan*, Magister Manajemen, Universitas Gadjah Mada.
- Christianti, Ari. 2006. "Penentuan perilaku kebijakan struktur modal pada Perusahaan manufaktur di bursa efek jakarta: Hipotesis static trade off atau pecking order theory". *Symposium nasional akuntansi 9*, Padang, K-AKPM 25.
- Graham, John R. dan Harvey, Campbell R. 2001. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field". *Journal of Financial Economics* 61. <http://www.duke.edu/~charvey/Research/indexr.htm>. Diakses tanggal 12 Juni 2012.
- Heine, Max L. 2000. "Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta Models". <http://citeseerx.ist.psu.edu>. Diakses tanggal 16 Mei 2012.
- Husnan, Suad. 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Buku 1. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- Jung, Boochun dan Song, Minsup. 2011. "Earnings Volatility and Leverage Adjustment". Shidler College of Business, University of Hawaii and Sogang Business School, Sogang University.
- Kader, Abdullah Abdul M. A. 2005. "Capital structure and debt maturity: Evidence from listed companies in Saudi arabia", *Journal of Business and Economics*, Vol. 11, No. 2, h. 15-33.
- Modigliani, F. dan Miller, M. 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, h. 261-275.
- Mouamer, Faris M. Abu. 2011. "The Determinants of Capital Structure of Palestine-listed Companies". *The Journal of Risk Finance*, Vol. 12, No. 3, h. 226-241.
- Prahalathan, B. 2010. "The Determinants of Capital Structure: An empirical Analysis of Listed Manufacturing Companies in Colombo Stock Exchange Market in Sri Lanka". University of Kelaniya: ICBI.
- Rajan, G.R. dan Zingales, L. 1995. "What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, h. 1421-1460.
- Siddiqui, Sayla Sowat. 2012. "Capital Structure Determinants of Non-Bank Financial Institutions (NBFIs) in Bangladesh". *World Review of Business Research* Vol. 2, No. 1, h. 60 – 78.



Yue, Ho Yin. 2011. "Determinants of Corporate Capital Structure Under Different Debt Maturities". *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 66, No. 7, h. 99-106.

Yunita, Felicia. 2010. "The Impact of Capital Structure Change On Firm Value: A Case Study In Indonesian Manufacturing Industry 2002-2007". eprints.binus.ac.id/6601/1/Abstrak__10-79.pdf. Diakses pada 23 Juli 2013.