

ANALISIS PENGARUH RETURN ON ASSETS, SALES GROWTH, STRUCTURE ASSETS, FIRM SIZE, DAN INVESTMENT OPPORTUNITY TERHADAP FINANCIAL LEVERAGE
(studi perbandingan pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri dan barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2008-2011)

Suci Pujiani, Prasetyono¹

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

ABSTRACT

This research was conducted to test influence of the Return on Assets, Sales Growth, Structure Assets, Firm Size, and Investment Opportunity measure of firm to financial leverage. This research was compared two sectors of the manufacturing company which had gone public in Indonesian Stock Exchange periode 2008-2011.

The intake technique was purposive sampling method and the obtained data were 15 manufacturing companies of miscellaneous industry sector and 25 of consumer goods sector. Data analysis using are the classic assumption test, multiple linear regression analysis, T test, F test, coefficient of determination, and the last is use of different test (chow test).

Result of analysis in this research indicated that in miscellaneous industry companies, return on assets, structure assets, and investment opportunity were significant. While in consumer goods companies, return on assets and investment opportunity were accepted. To test for equality of coefficients from miscellaneous industry and consumer goods companies, this research used the different test chow test. Result of chow test showed the value of F calculate more than F table ($2.26 > 1.53$) and this indicated there is difference between the determination of funding decision miscellaneous Industry sector companies and consumer goods sectors.

Keywords: miscellaneous industry sector, consumer goods sector, financial leverage, return on assets, structure assets, investment opportunity.

PENDAHULUAN

Financial leverage adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya sehingga akan meningkat keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham (R. Agus Sartono:2001). Dalam hal ini, *financial leverage* diartikan sebagai penggunaan hutang, sedangkan beban tetap yang dimaksud adalah berupa bunga. Pada analisis rasio keuangan, *financial leverage* dihitung melalui perbandingan total hutang dan total aset perusahaan, dimana dalam laporan keuangan perusahaan disebut *leverage ratio*. *Leverage ratio* adalah salah satu rasio hutang, yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Dengan kata lain, nilai dari *leverage ratio* ini akan mengindikasikan eksistensi perusahaan di masa datang.

Perusahaan dengan tingkat financial leverage yang lebih kecil dari nilai asetnya adalah perusahaan yang *solvable*. Sebaliknya, perusahaan dengan sebagian besar pendanaannya berasal dari utang, akan meningkatkan risiko kebangkrutan. Keadaan tersebut tentu tidak baik bagi kelangsungan hidup sebuah perusahaan. Inilah tantangan terbesar seorang manajer keuangan, yaitu menentukan proporsi yang tepat antara penggunaan modal dan hutang dalam mendanai operasional perusahaan. Hal inilah yang disebut dengan struktur modal perusahaan. Bambang Riyanto (1990) mengartikan struktur modal sebagai perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Keputusan mengenai struktur modal diharapkan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, karena akan menjadi tidak relevan apabila penggunaan sumber dana

¹ Penulis penanggung jawab

tidak mempengaruhi nilai perusahaan (Modigliani dan Miller: 1958). Dengan kata lain, perumusan mengenai proporsi struktur modal adalah bertujuan untuk meningkatkan harga saham yang secara langsung akan berpengaruh terhadap pendapatan perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham. Ini bukanlah hal yang mudah, meskipun banyak teori struktur modal yang telah dirumuskan, namun belum ada penjelasan yang memuaskan mengenai besar hutang yang ideal.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya, perusahaan dapat dikatakan menggunakan *financial leverage* apabila perusahaan tersebut menggunakan sebagian dari aktivasinya dengan sekuritas pembayaran bunga, misalnya hutang pada Bank dan LKBB atau penerbitan obligasi. Walaupun penggunaan hutang selalu seiring dengan beban bunga, tetapi Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa dalam keadaan ada pajak, pendanaan dengan hutang menjadi relevan karena bunga yang dibayarkan dari penggunaan hutang dapat dimanfaatkan untuk mengurangi penghasilan kena pajak (Suad Husnan:2000). Pada kenyataannya, ada beberapa hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan *extreme leverage*. Satu hal yang terpenting adalah dengan tingkat *financial leverage* yang terlalu tinggi, akan semakin tinggi probabilitas kebangkrutan karena semakin tinggi hutang akan semakin besar bunga yang harus dibayarkan dan kemungkinan tak terbayarnya bunga dan pinjaman pokok akan semakin besar. Hal ini dapat berujung pada penyitaan aset-aset perusahaan oleh pemberi pinjaman. Namun di sisi lain, penggunaan *financial leverage* yang terlalu rendah juga akan menghambat laju kembang perusahaan karena untuk menunjang kegiatan operasional dan melakukan ekspansi, perusahaan memerlukan dana yang cukup besar. Selain itu, penggunaan hutang juga dapat meningkatkan daya saing perusahaan, hal ini berkaitan dengan kapasitas perusahaan dalam memenuhi permintaan pasar, memperoleh *Net Sales* dan *EBIT*.

Keputusan *financial leverage* menjadi seperti pisau bermata dua, dimana nilainya tidak boleh terlalu rendah maupun terlalu tinggi. Menurut (Houston dan Bringham,;2009) ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam keputusan struktur modal, antara lain (1) *Profitabilitas*, perusahaan dengan tingkat pengembalian atas investasi yang tinggi, akan menggunakan hutang yang relatif sedikit. (2) *Stabilitas penjualan*, perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat dengan aman menggunakan lebih banyak hutang dan dapat lebih mampu untuk menanggung beban tetap yang lebih tinggi daripada perusahaan dengan penjualan yang labil. Pertumbuhan penjualan dari tahun ke tahun dapat mewakili stabilitas penjualan perusahaan. (3) *Structure assets*, perusahaan yang mempunyai aktiva tetap yang banyak dan dapat digunakan sebagai jaminan atas pinjaman cenderung lebih banyak menggunakan hutang. Hal ini dikarenakan struktur aktiva dapat menjadi hal yang dipertimbangkan kreditor dalam pemberian pinjaman. (4) *Tingkat pertumbuhan*, perusahaan yang tumbuh dengan cepat lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Tingkat pertumbuhan dalam penelitian ini diproksikan dengan pertumbuhan investasi, dimana kesempatan investasi yang besar akan membuat perusahaan memerlukan dana yang besar pula. (5) *Pajak*, semakin tinggi tarif pajak sebuah perusahaan, semakin besar manfaat yang diperoleh dari hutang. Konsep *leverage* adalah dengan tingkat *leverage* yang tinggi akan berpengaruh besar terhadap *EAT* dan dapat meningkatkan *EPS* secara signifikan. Inilai yang dimanfaatkan perusahaan atas nilai pajak. (6) *Sikap manajemen*, beberapa manajemen cenderung lebih konservatif daripada yang lainnya atau menggunakan lebih sedikit hutang daripada rata-rata perusahaanlainnya, sedangkan manajemen agresif menggunakan lebih banyak hutang dalam menghasilkan laba yang lebih tinggi.

Penjelasan diatas mengantarkan pada kenyataan bahwa dalam menemukan komposisi hutang yang tepat dapat dilakukan dengan mengamati angka-angka atau rasio-rasio pada laporan keuangan tahunan perusahaan. Dengan kata lain, ada faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya hutang perusahaan. Penelitian ini dibatasi hanya beberapa faktor yang mempengaruhi *financial leverage*, yaitu *return on assets*, *sales growth*, *structure assets*, *firm size*, dan *investment opportunity*. Walaupun telah banyak penelitian tentang *financial leverage* dan struktur modal, perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah diperluasnya sample perusahaan. Penelitian ini menguji perbandingan kebijakan hutang pada dua sektor perusahaan manufaktur yang listing di BEI, yaitu sektor aneka industri dan sektor barang konsumsi. Perbandingan dua sektor ini dilakukan dengan alasan bahwa perusahaan aneka industri mempunyai volume perdagangan yang besar daripada sektor barang konsumsi. Hal ini dikarenakan produk yang dihasilkan adalah produk dengan harga jual yang relatif tinggi. Sedangkan sektor barang konsumsi berkisar pada kebutuhan pokok sehari-hari dengan harga jual yang jauh lebih rendah namun frekuensi pembelian pelanggan tinggi.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Financial leverage sangat erat kaitannya dengan struktur modal. Perusahaan merumuskan struktur modal yang tepat dengan porsi pendanaan internal (laba ditahan) dan eksternal (hutang) yang dapat menambah nilai perusahaan. Sebagaimana yang dikemukakan Mayangsari (2001), keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari dalam maupun dari luar, sangat mempengaruhi nilai perusahaan.

Ada beberapa teori yang dikemukakan oleh para ahli guna mencapai struktur modal yang optimal. Struktur modal optimal adalah gabungan dari hutang dan ekuitas yang memaksimalkan harga saham perusahaan (Weston dan Copeland 1997). Sedangkan Husnan (2000) menyatakan bahwa semua struktur modal adalah baik, tetapi apabila mengubah struktur modal ternyata nilai perusahaan berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang terbaik. Sedangkan menurut Bambang Riyanto (1995), dengan mendasarkan pada konsep biaya modal, maka struktur modal yang optimum adalah struktur modal yang dapat meminimumkan *average cost of capital*.

Teori struktur modal diawali dengan pendekatan tradisional dimana teori ini berpendapat bahwa dalam pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak, nilai perusahaan bisa dirubah dengan cara merubah struktur modalnya. Namun, pada tahun 1950-an Modigliani dan Miller menentang pendapat tersebut dan mengemukakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi struktur modal karena adanya kemungkinan proses arbitrase. Secara sederhana, MM menunjukkan bahwa dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, maka keputusan pendanaan menjadi tidak relevan. Namun, pada saat berada dalam pasar sempurna dan ada pajak, MM menambahkan bahwa penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pendekatan ini akan membawa pada kesimpulan semakin banyak penggunaan hutang pada struktur modal maka semakin besar penghematan yang diraih sehingga semakin besar nilai perusahaan (Mamduh:2004).

Pada kenyataannya, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan *extreme leverage*. Biaya kebangkrutan adalah hal penting yang harus diperhatikan. Konsep *trade off* dalam *balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan dalam struktur modal. Teori ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan dengan hutang akan semakin meningkat dengan meningkatnya hutang tetapi akan mulai menurun pada titik tertentu. Ditambahkan pula bahwa titik tersebut merupakan ada titik maksimal penggunaan hutang yang optimal. Perkembangan teori struktur modal sampai pada *pecking order theory*, dimana Myer dan Majluf tidak mengindikasikan target struktur modal melainkan menjelaskan urutan pendanaan.

Pengaruh *Return on Assets* Terhadap *Financial Leverage*

Implikasi dari *Pecking Order Theory* menyebutkan bahwa perusahaan yang *profitable* menggunakan hutang dalam jumlah kecil, hal ini bukan karena perusahaan tersebut punya target *debt ratio* rendah tetapi karena mereka perlu *external financing* yang relatif sedikit. *Pecking Order Theory* menyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan yang pertama yaitu laba ditahan, lalu hutang dan yang terakhir penjualan saham baru. Dengan demikian *return on assets* diprediksikan berpengaruh secara negatif terhadap penentuan *financial leverage* perusahaan.

Pernyataan tersebut dibuktikan dengan penelitian Sutapa dkk, yang mengemukakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Penelitian SEN dan Eda Oruc (2008) dan Kurniati Oetama, Deddy Marciano, Liliana Ingrid Wijaya (2008) juga mendukung pernyataan ini. Smart, Meggison, dan Gitman (2004) menyatakan hubungan profitabilitas dengan keputusan pendanaan melalui hutang berhubungan negatif, dikarenakan besarnya profitabilitas menyebabkan perusahaan membiayai kegiatannya dengan dana internal.

H1 : profitabilitas berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri.

H6 : profitabilitas berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi.

Pengaruh *Sales Growth* Terhadap *Financial Leverage*

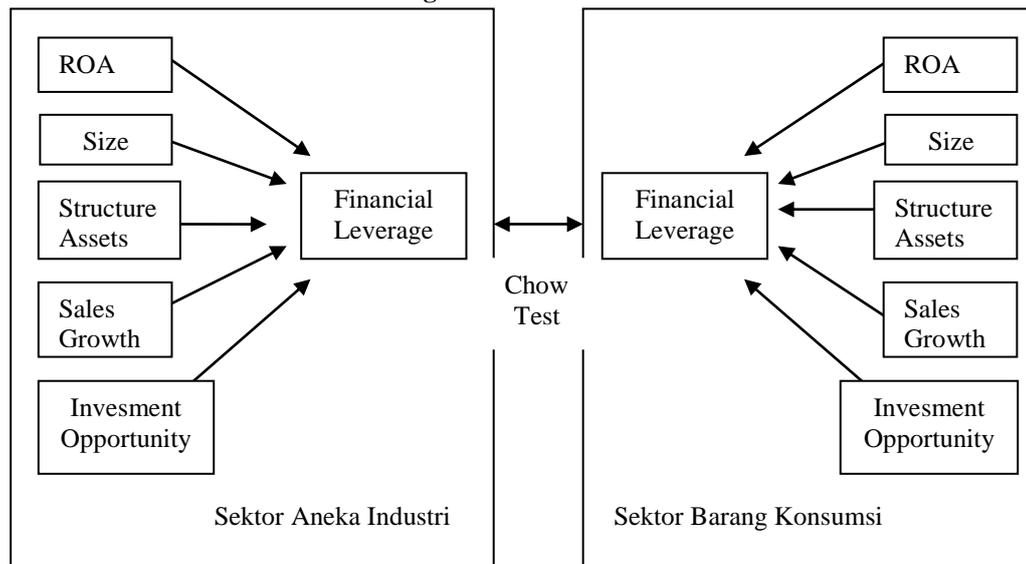
Penelitian Kurniati Oetama, Deddy Marciano, Liliana Ingrid Wijaya (2008) menghasilkan hubungan yang positif antara *Sales Growth* dan *Financial Leverage*. Kembali pada *pecking order theory*, *Sales Growth* yang tinggi akan selalu diikuti dengan peningkatan dana yang dihasilkan

perusahaan, maka pembiayaan ekspansi akan dibiayai oleh dana eksternal. Dengan kata lain perusahaan cenderung mengurangi kebutuhan dana dari eksternal. Rakhmawati (2008) mengatakan menurut *Pecking Order Theory*, semakin tinggi pertumbuhan penjualan perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal yang berasal dari laba dan pendapatan dari penjualan. Suatu perusahaan yang mempunyai *earnings* yang stabil akan selalu dapat memenuhi kewajiban finansialnya sebagai akibat dari penggunaan modal asing.

H2: sales growth berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka insutri.

H7: sales growth berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka barang konsumsi.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: Trisna Dewani Hayuning (2009)

Pengaruh *Structure Assets* Terhadap *Financial Leverage*

Menurut penelitian yang dilakukan oleh SEN dan Eda (2007) menyatakan *structure assets* mempunyai keterkaitan negatif terhadap *financial leverage*, karena permasalahan utama teori *pecking order* adalah informasi yang tidak simetrik dan *structure assets* merupakan variabel yang menentukan besar kecilnya masalah ini. Ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya jadi lebih mudah. Sehingga, permasalahan asimetri informasi menjadi lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi penggunaan hutangnya ketika proporsi aktiva berwujud meningkat dan lebih memilih untuk menerbitkan saham.

H3: structure assets berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri.

H8: structure assets berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi.

Pengaruh *Firm Size* Terhadap *Financial Leverage*

Firm size merupakan ukuran besar kecilnya perusahaan yang diukur melalui logaritma *natural* dari total asset (\ln total asset). Total asset dijadikan sebagai indikator ukuran perusahaan karena sifatnya jangka panjang dibandingkan dengan penjualan. Semakin besar suatu perusahaan maka kecenderungan penggunaan dana eksternal juga akan semakin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang besar memiliki kebutuhan dana yang besar dan salah satu pemenuhan dana yang tersedia menggunakan penggunaan eksternal (Titman dan Wessels, 1988).

H4: ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri.

H9: ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi.

Pengaruh Investment Opportunity Terhadap Financial Leverage

Hasil penelitian Yuharningsih (2008) menemukan bahwa *Investment Opportunity* dan *Financial Leverage* secara simultan berpengaruh negatif. Hipotesis *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan akan menggunakan *external finance* apabila *internal equity* yang ada dalam perusahaan tidak mencukupi untuk mengatasi kebutuhan dana. Perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi akan menghadapi asimetri informasi yang tinggi pula sehingga biaya emisi akan lebih besar apabila perusahaan menerbitkan saham sehingga *financial leverage* menjadi alternatif pendanaan.

H5: *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri.

H10 : *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi.

Perbedaan Pengaruh Return On Assets, Sales Growth, Structure Assets, Firm Size, dan Investment Opportunity terhadap Financial Leverage pada perusahaan aneka industri dan barang konsumsi.

Perusahaan aneka industri memiliki kapitalisasi atau volume perdagangan yang lebih besar daripada perusahaan barang konsumsi. Perbedaan volume perdagangan tersebut juga akan mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan. Dengan melihat data selama periode penelitian (2008 – 2011) tingkat *leverage ratio* pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri sedikit lebih besar daripada perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi. Hal ini berarti bahwa perusahaan sektor aneka industri lebih banyak menggunakan hutang dalam membiayai aktivitas operasional perusahaannya. Di sisi lain, profitabilitas yang diwakili oleh ROA perusahaan aneka industri sedikit lebih rendah dibandingkan perusahaan barang konsumsi yang menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur sektor aneka industri memiliki kemampuan menghasilkan laba dari modal sendiri tidak lebih baik dari sektor barang konsumsi. Namun, *leverage ratio* pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri yang tinggi ternyata didukung oleh *structure assets* yang tinggi pula. Sesuai data selama empat tahun periode penelitian, *persentase fixed assets*-nya diatas 60% sedangkan perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi hanya berkisar paling 35%.

H11 : Terdapat perbedaan pengaruh *return on assets, sales growth, structure assets, firm size, dan investment opportunity* terhadap financial leverage antara perusahaan manufaktur aneka industri dan sektor barang konsumsi.

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini, *financial leverage* yang diwakili oleh *leverage ratio* menjadi variable dependen atau utama. Mengacu pada penelitian Sutapa Hendri (2008), istilah *leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Adapun variable independen terdiri dari lima variable diantaranya:

- *Return on Assets*: Profitabilitas adalah suatu ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam suatu periode tertentu (Seftianne, 2011). Variable ini diukur dengan menggunakan rasio, yaitu *Return On Assets* (Steven dan Lina, 2011).
- *Sales Growth*: Pertumbuhan penjualan merupakan prosentase kenaikan penjualan dari tahun tahun ke tahun (Mardinawati).
- *Structure Assets*: menunjukkan besar-kecilnya pengaruh asymmetric informasi.
- *Firm Size*: Sutapa Hendri (2008) menyatakan bahwa ukuran perusahaan sebagai dari volatilitas arus kas diukur dengan logaritma natural dari nilai buku aktiva.
- *Investment Opportunity*: Kesempatan bertumbuh diukur dari *market to book ratio* yang mencerminkan posisi harga pasar saham terhadap nilai buku (Bramantyo Arief : 2011).

Berikut adalah rumus dari variable-variable dalam penelitian ini :

Tabel 1
Variable Dependen dan Independen

No	Jenis Variable	Variable	Rumus
1	Dependen	<i>Financial Leverage</i>	$\frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Assets}}$
2	Independen	<i>Profitability</i>	$\frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$
3	Independen	<i>Sales Growth</i>	$\frac{\text{Net sales (t)} - \text{Net sales (t-1)}}{\text{Net sales (t-1)}} \times 100\%$
4	Independen	<i>Structure of Assets</i>	$\frac{\text{Fixed Asset}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$
5	Independen	<i>Size</i>	Ln Total Asset
7	Independen	<i>Investement Opportunity</i>	$\frac{\text{Closing price} \times \text{Outstanding stock}}{\text{Total Equity}}$

Sumber: diolah, dari beberapa jurnal dan buku

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011. Penentuan sampel dilakukan secara *purposive sampling*, dimana sampel yang akan dijadikan obyek harus memenuhi kriteria tertentu, berikut rincian perumusan populasi menjadi sample:

Tabel 2
Pemilihan Sample

Kriteria Sample	Jumlah
Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2008-2011	147
Perusahaan yang memiliki earning yang negative periode 2008-2011	(60)
Perusahaan dengan data keuangan tidak lengkap periode 2008-2011	(20)
Perusahaan dengan data keuangan mata uang asing periode 2008-2011	(5)
Total Perusahaan yang memenuhi kriteria	62

Dari jumlah tersebut diketahui bahwa perusahaan manufaktur terdiri dari tiga sektor, yaitu sektor industri dasar dan kimia (22), sektor aneka industri (15), dan sektor barang konsumsi (25). sehingga sample dalam penelitian ini adalah 15 perusahaan manufaktur sektor aneka industri dan 25 perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi.

Sample perusahaan yang telah dirumuskan selanjutnya dikumpulkan data sekundernya (berupa laporan keuangan). Hal ini dilakukan untuk menemukan nilai variable-variable terkait penelitian ini dan berikutnya masuk pada tahap analisis data. Adapun metode analisis yang digunakan adalah analisis statistic parametrik (regresi linear berganda) melalui statistik deskriptif, uji asumsi klasik, uji statistik dan uji beda chow test.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Dari hasil statistic deskriptif dapat diketahui karakteristik sample yang digunakan, berikut hasil statistic deskriptif dari kedua sektor perusahaan manufaktur :

Tabel 3
Descriptive Statistics
Perusahaan Manufaktur Sektor Aneka Industri

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	60	.0012	.3920	.085135	.0690966
SG	60	-.8727	.8007	.211690	.2834905
SA	60	.0545	.8504	.334477	.2129751
SIZE	60	25.6300	32.6700	2.835383E	1.6693804
IOP	60	.3076	4.8981	1.591970E	1.1546375
LEV	60	.1600	.9100	.475000	.1772531
Valid N (listwise)	60				

Sumber : SPSS 16

Berdasarkan tabel diatas, nilai N adalah jumlah data yang diolah dalam penelitian, yaitu sebesar 60 data. Angka ini merupakan pengumpulan data dengan menggunakan *pooled data methode* dengan mengalikan jumlah sample perusahaan (15) dan jumlah tahun penelitian (4 tahun). Dari 15 sampel perusahaan, untuk variable dependent (LEV: Financial Leverage) mempunyai nilai minimum (terkecil) yaitu 0,16. Nilai tersebut mengartikan bahwa aset perusahaan tersebut 16%-nya dibiayai oleh hutang. Perusahaan yang mempunyai nilai *financial leverage* terendah adalah PT. Roda Vivatex Tbk pada tahun 2010. Nilai terbesar Maximum yaitu 0,91 artinya perusahaan tersebut dibiayai oleh hutang sebesar 91% dan hanya 9% yang merupakan modal sendiri. Perusahaan dengan *leverage ratio* yang terbilang ekstrim ini adalah PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk. Nilai rata-rata sebesar 0,4750 artinya bahwa selama periode penelitian rata-rata perusahaan memiliki hutang sebesar 0,4750 kali dari total asetnya. Hal ini berarti perusahaan dalam menggunakan sumber hutang masih lebih kecil daripada menggunakan modal sendirinya (karena nilai *leverage ratio* lebih kecil dari 1).

Variable *Return On Assets* mempunyai nilai terkecil yaitu 0.012 atau hanya 0.12%. Nilai terkecil ini terjadi pada perusahaan PT Multistrasa Arah Sarana Tbk. pada tahun 2008, sedangkan *Return On Assets* terbesar yaitu pada perusahaan PT Sepatu Bata Tbk. sebesar 39,20%. Nilai rata-rata ROA pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri periode 2009 – 2011 yaitu 0.085135 atau 8.5135%, angka ini terbilang cukup rendah.

Sales growth memiliki nilai terkecil -0.8727 (-87.27%) terjadi di tahun 2010 pada PT. United Tractor Tbk., untuk diketahui beberapa perusahaan memiliki nilai *sales growth* minus pada tahun 2009 – 2010, hal ini dapat terjadi karena dampak krisis global yang membuat penjualan perusahaan-perusahaan tersebut tidak stabil. Sedangkan nilai maksimum yaitu 80,07%, adalah PT. Kabelindo Murni Tbk. Nilai rata-rata *sales growth* 0.211690 dengan standar deviasi 0.2834905, hal ini mengidentifikasi penyimpangan dan variasi data cukup besar pada variable *sales growth*.

Structure assets perusahaan manufaktur sektor aneka industri memiliki nilai rerata sebesar 0.334477 yang artinya sebesar 33.45% aset perusahaan merupakan aset tetap dengan simpangan sebesar 0.2129751 (lebih kecil dari nilai mean), maka penyimpangan variable ini terbilang kecil. Perusahaan dengan *structure assets* terkecil adalah PT Metrodata Electronics Tbk. yaitu sebesar 0.0545 atau 5.45% pada tahun 2008. Sedangkan perusahaan dengan struktur aset terbesar adalah PT. Roda Vivatex Tbk yaitu sebesar 0.8504 atau 85.04% pada tahun yang sama.

Firm size memperlihatkan nilai mean sebesar 28.353 dengan standar deviasi 1.6693804. Nilai minimumnya sebesar 25.63, angka ini menggambarkan total asset PT Tempo Intidaya Tbk dalam kategori kecil. Sedangkan nilai maksimum sebesar 32,67 adalah PT. Astra International Tbk yang merupakan perusahaan besar. Nilai satuan size sendiri adalah proxi dari *logaritma natural* total aktiva perusahaan, jadi besar kecilnya ukuran perusahaan dalam hal ini diukur atas nilai kekayaan yang dimiliki.

Investment opportunity merupakan kesempatan invetasi atau kesempatan bertumbuh perusahaan, nilai minimum variable ini dari seluruh data adalah 0.3076. Angka ini merupakan nilai dari kesempatan bertumbuh PT. Intraco Penta Tbk. pada tahun 2008. Di sisi lain, PT United Tractors Tbk. memiliki kesempatan bertumbuh paling besar yaitu 4.8981 pada tahun 2010. Angka ini jauh diatas rata-rata *investment opportunity* yang hanya sebesar 1.591970 dengan standar deviasi 1.1546375.

Tabel 4
Descriptive Statistics
Perusahaan Manufaktur Sektor Barang Konsumsi

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	100	.0026	.4162	.124891	.1059773
SG	100	-.8295	1.4164	.151475	.2795311
STR	100	.0925	.6641	.304862	.1292007
SIZE	100	25.1300	31.6100	2.933660E1	1.7498584
IOP	100	.0400	16.7600	2.700300E0	2.9855472
LEV	100	.0900	.9000	.409100	.1894441
Valid N (listwise)	100				

Sumber: SPSS 16

Berdasarkan tabel diatas, nilai N adalah jumlah data yang diolah dalam penelitian, yaitu sebesar 100 data. Angka ini merupakan pengumpulan data dengan menggunakan metode *pooled data* dengan mengalikan jumlah sample perusahaan (25) dan jumlah tahun penelitian (4 tahun). Dari 25 sampel perusahaan, untuk variable dependent (LEV: *Financial Leverage*) mempunyai nilai minimum (terkecil) yaitu 0,09. Perusahaan yang mempunyai nilai *leverage* terendah adalah PT. Mandom Indonesia Tbk pada tahun 2010. Nilai terbesar Maximum yaitu 0,90 artinya perusahaan tersebut dibiayai oleh hutang sebesar 90% dan hanya 10% yang merupakan modal sendiri. Perusahaan dengan *leverage ratio* yang terbilang ekstrim ini adalah PT. Multi Bintang Indonesia Tbk. Nilai rata-rata sebesar 0,4091 artinya bahwa selama periode penelitian rata-rata perusahaan memiliki hutang sebesar 0,4091 kali dari total asetnya dengan standar deviasi sebesar 0.1894441.

Variable *Return On Assets* mempunyai nilai terkecil yaitu 0.0026 atau hanya 0.26%. Nilai terkecil ini terjadi pada perusahaan PT Modern Internasional Tbk. pada tahun 2008, sedangkan *Return On Assets* terbesar yaitu pada perusahaan PT Hanjaya Mandala Sempurna Tbk. sebesar 41,62%. Nilai rata-rata ROA perusahaan manufaktur sektor aneka industri periode 2009 – 2011 yaitu 0.124891 atau 12.4891%, angka ini terbilang rendah.

Sales growth memiliki nilai terkecil -0.8295 (-82.95%) terjadi di tahun 2010 pada PT. Cahaya Kalbar Tbk., untuk diketahui perusahaan ini memiliki nilai *sales growth* minus pada 3 tahun berturut-turut, yaitu dari tahun 2009 – 2010. Namun, pada tahun 2008 PT. Cahaya Kalbar memiliki nilai maksimum tertinggi, yaitu 141,64%. Hal ini dapat terjadi karena adanya krisis global pada tahun 2008 yang mengganggu stabilitas penjualan perusahaan. Nilai rata-rata *sales growth* 0.151475 dengan standar deviasi 0.2795311. Standart deviasi merupakan pencerminan penyimpangan dari data variabel, dengan nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya, hal ini mengidentifikasikan penyimpangan cukup besar pada variable *sales growth*.

Structure assets perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi memiliki nilai rerata sebesar 0.304862 yang artinya sebesar 30.4862% aset perusahaan merupakan aset tetap dengan simpangan sebesar 0.1292007 (< nilai mean), maka penyimpangan variable ini terbilang kecil. Perusahaan dengan *structure assets* terkecil adalah PT. Indofarma Tbk. yaitu sebesar 0.0925 atau 9.25% pada tahun 2008. Sedangkan perusahaan dengan *structure assets* terbesar adalah PT. Merck Tbk sebesar 66.41% pada tahun 2011.

Firm size memperlihatkan nilai mean sebesar 29.3366 dengan standar deviasi 1.7498584. Nilai minimumnya sebesar 25.13, angka ini menggambarkan PT. Pioneerindo Gourment Tbk dalam kategori perusahaan kecil. Sedangkan nilai maksimum sebesar 31,61 adalah PT. Kedawang Setia Industrial Tbk. yang merupakan perusahaan besar.

Investment opportunity merupakan kesempatan investasi atau kesempatan bertumbuh perusahaan, nilai minimum variable ini dari seluruh data adalah 0.0400. Angka ini merupakan nilai dari *investment opportunity* PT. Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk. pada tahun 2009. PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. memiliki *investment opportunity* paling besar yaitu 16.76 pada tahun 2011. Angka ini jauh diatas rata-rata kesempatan investasi yang hanya sebesar 2.700300 dengan standar deviasi 2.9855472.

Analisis berikutnya adalah analisis regresi linear berganda, Imam Ghozali (2007) menyatakan bahwa model regresi yang baik seharusnya memenuhi semua uji asumsi klasik (uji normalitas, uji multikolineritas, uji autokorelasi, dan uji heterokedastisitas). Setelah dilakukan proses pengujian, data pada penelitian ini dinyatakan terbukti bebas dari semua pengujian tersebut. Berikut adalah hasil pengujian hipotesis serta penjelasan dari kedua sektor manufaktur yang dijadikan sample:

A. Pengujian Hipotesis Perusahaan Manufaktur Sektor Aneka Industri

Tabel 5
Perusahaan Manufaktur Sektor Aneka Industri
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized	T	Sig.
	B	Std. Error	Coefficients Beta		
1 (Constant)	.781	.305		2.560	.013
ROA	-1.405	.243	-.548	-5.779	.000
SG	.074	.054	.119	1.373	.175
SA	-.409	.074	-.491	-5.556	.000
SIZE	-.004	.011	-.045	-.387	.700
IOP	.033	.018	.227	1.824	.074
Dependent Variable: LEV					
R / R ²	0.604 / 0.568				
F Hitung / Probabilitas	16.495 / 0.000				

Sumber: SPSS 16

Berdasarkan pada Tabel 5, nilai F hitung diperoleh 16.495 dengan probabilitas 0.000, hal ini berarti kelima variable independen secara bersama-sama mempengaruhi variable dependen. Sedangkan nilai R² diperoleh 0.568, yang berarti *Financial Leverage* dapat dijelaskan oleh *ROA*, *Sales Growth*, *Structure Assets*, *Firm Size*, dan *Investment Opportunity* sebesar 56,8% sedangkan sisanya (100% - 56,8% = 43,2%) dijelaskan oleh sebab atau variabel lain diluar model. Dari uji parsial T-test diperoleh model regresi sebagai berikut :

$$LEV = 0,781 - 1,405 ROA + 0,074 SALES GROWTH - 4,09 STRUCTURE ASSETS - 0,004 FIRM SIZE + 0,33 INVESTMENT OPPORTUNITY.$$

Dari hasil estimasi, variable *ROA* diperoleh nilai koefisien = -1.405 dengan signifikan 0,000 (< 0,05). Tanda negatif pada *ROA* menunjukkan bahwa **H1 diterima**, yaitu pengujian parsial menghasilkan bahwa *ROA* mempengaruhi *financial leverage* secara negatif dan signifikan. Maka, semakin besar nilai *ROA* maka hutang perusahaan akan semakin kecil, begitupun sebaliknya. Hasil ini sesuai dengan penelitian Sutapa, Hendri dan Heri (2008), Yeniati dan Niken (2010), Steven dan Lina (2011), Kurniati Oetama (2008), Yuli Soesitio (2008), Goknur Umutlu (2008), Mehmet Sen Eda (2008), dan Mardinawati. *Return on assets* merupakan salah satu rasio profitabilitas yang menggambarkan efektivitas perusahaan dalam mengelola perusahaan. Saat manajemen mampu mengelola perusahaannya dengan baik dan menghasilkan laba yang maksimum, maka akan berdampak pada penurunan tingkat hutang. Hal ini disebabkan perusahaan akan melakukan permodalan dari laba ditahan saja.

Dari Tabel diatas diperoleh signifikansi sebesar 0,175 (lebih besar dari tingkat signifikansinya yaitu 0,05). Dengan demikian, secara parsial **H2** yang menyatakan terdapat pengaruh negatif antara *sales growth* dan *financial leverage* **ditolak**. Persamaan regresi juga menunjukkan angka positif sebesar 0,074 yang berarti bahwa apabila *sales growth* mengalami kenaikan maka *financial leverage* juga meningkat, begitu juga sebaliknya. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Koerniati (2008) yang juga menghasilkan hubungan yang sama, yaitu *sales growth* dan *leverage ratio* mempengaruhi secara positif dan tidak signifikan pada kondisi low uncertainty. Sedangkan Mardinawati menemukan bahwa *sales growth* berpengaruh positif signifikan dengan *financial leverage*. Nilai positif pada hasil uji statistik dapat dijelaskan bahwa ketika *sales growth* perusahaan meningkat, maka manajemen akan meningkatkan kapasitas perusahaan, baik dari proses produksi maupun usaha promosi. Hal ini akan membuat manajemen mengambil kebijakan untuk menambah sumber pembiayaan melalui hutang. Selain itu, dapat dijelaskan juga bahwa hasil pendapatan dari penjualan belum cukup menutupi kebutuhan dana perusahaan sehingga tetap memerlukan dana eksternal yang berasal dari hutang. Secara empiris, terlihat ada variasi data pada variable *sales growth* dimana ada beberapa perusahaan yang tingkat

penjualannya stabil namun tidak sedikit perusahaan yang mengalami penurunan. Krisis global pada tahun 2008 dan kurang kondusifnya lingkungan bisnis nasional dapat memicu terganggunya stabilitas perusahaan terutama dalam transaksi ekspor-impor. Hal ini membuat pada kreditur tidak terlalu berpengaruh pada angka penjualan untuk memberikan pinjaman.

Nilai koefisien -0.409 untuk variable *structure assets* dan mempunyai tanda koefisien negatif dengan nilai probabilitas sebesar 0,000 mengindikasikan bahwa *structure assets* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial leverage*. Maka, semakin tinggi *fixed assets* perusahaan, hutang perusahaan akan semakin kecil, begitupun sebaliknya. Hasil ini membuat **Hipotesis 3** yang menyatakan bahwa *structure assets* berpengaruh secara negatif terhadap *financial leverage* **diterima**. Penelitian yang dilakukan Yuli Soesitio (2008) dan Sen Eda (2007) juga menghasilkan hubungan negatif dan signifikan antara *structure assets* dan *financial leverage*. Secara teoritis, hasil ini mendukung hierarki *pecking order theory* yang menyatakan bahwa tingginya *fixed assets* akan menurunkan dampak *information asymetry*. Saat perusahaan mempunyai nilai aktiva yang tinggi, investor tidak akan khawatir apabila perusahaan menerbitkan saham baru, maka biaya emisi penerbitan saham baru lebih kecil daripada melakukan pinjaman.

Berdasarkan Tabel, koefisien untuk variable *firm size* adalah -0.004. Nilai signifikansinya sebesar 0,700 (<0,05). Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa *firm size* mempunyai arah koefisien regresi negatif dengan *leverage ratio*. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Mardinawati yang juga menghasilkan hubungan negatif antara *firm size* dan *financial leverage*. Hasil ini bertolak belakang dengan hipotesis yang mengatakan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap *financial leverage*. Hal ini dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang besar dan memiliki aset yang besar berarti perusahaan itu tidak memerlukan dana eksternal dalam membiayai perusahaannya. Namun, hal ini ternyata tidak berpengaruh signifikan pada perusahaan aneka industri. Hal mendasar manajemen dalam mengambil kebijakan pendanaan adalah bagaimana meminimalisasi *cost of fund* tersebut, maka besar-kecilnya perusahaan tidak berpengaruh pada besar kecilnya tingkat hutang perusahaan tersebut. Dengan kata lain, **Hipotesis 4 ditolak**.

Hasil perhitungan menunjukkan nilai signifikan variable *Investment Opportunity* sebesar 0,075 (> 0,05) dan nilai koefisien adalah 0.033. Jika tingkat signifikansinya ditingkatkan menjadi 10%, maka **Hipotesis 5** yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *Investment Opportunity* dan *financial leverage* dapat **diterima**. Hasil ini sesuai dengan penelitian Yeniatie dan Nicken Destriana (2010) dan Göknur Umutlu (2008) yang menyatakan *Investment Opportunity* dan *financial leverage* mempengaruhi secara positif. Perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi akan memilih hutang sebagai alternatif pendanaan karena pada saat *overvalue* tingkat emisi saham akan lebih tinggi dibandingkan biaya untuk melakukan pinjaman.

B. Pengujian Hipotesis Perusahaan Manufaktur Sektor Barang Konsumsi

Tabel 6
Perusahaan Manufaktur Sektor Barang Konsumsi
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.694	.309		2.245	.027
	ROA	-.925	.201	-.518	-4.607	.000
	SG	.047	.063	.070	.757	.451
	STR	.020	.136	.013	.144	.886
	SIZE	-.009	.010	-.083	-.870	.387
	IOP	.031	.007	.483	4.202	.000
Dependent Variable: LEV						
R / R ²		0.221 / 0.180				
F Hitung / Probabilitas		5.338 / 0.000				

Sumber: SPSS 16

Berdasarkan pada Tabel 6, nilai F hitung diperoleh 5.338 dengan probabilitas 0.000, hal ini berarti kelima variable independen secara bersama-sama mempengaruhi variable dependen.

Sedangkan nilai R^2 diperoleh 0.180, yang berarti *Financial Leverage* dapat dijelaskan oleh *ROA*, *Sales Growth*, *Structure Assets*, *Firm Size*, dan *Investment Opportunity* sebesar 18% sedangkan sisanya (100% - 18% = 82%) dijelaskan oleh sebab atau variabel lain diluar model. Dari uji parsial T-test diperoleh model regresi sebagai berikut :

$$\text{LEV} = 0,694 - 0,925 \text{ ROA} + 0,047 \text{ SALES GROWTH} + 0,020 \text{ STRUKTUR ASSETS} - 0,009 \text{ FIRM SIZE} + 0,31 \text{ INVESTMENT OPPORTUNITY}$$

Tabel 56 menunjukkan bahwa *ROA* mempunyai signifikan 0.000 (dibawah 0.05) dengan nilai persamaan regresi -0.925. Tanda negatif dan tingkat signifikan menunjukkan bahwa **Hipotesis 6** yang menyatakan ada pengaruh negatif antara *return on assets* dan *financial leverage* **diterima**. Hasil ini sesuai dengan penelitian Kurniati Oetama (2008), Yuli Soesitio (2008), Kartini Tulus (2008), dan Seftianne (2011) yang menyatakan adanya pengaruh negatif antara *return on assets* dan *financial leverage*. Dengan hasil ini berarti variable *return on assets* sama-sama mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *financial leverage*, baik pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri maupun sektor barang konsumsi.

Tabel hasil uji statistik menunjukkan koefisien *sales growth* adalah sebesar 0.047 dengan signifikan 0.451 (diatas 0.05). Dengan kata lain, *sales growth* tidak mempengaruhi kebijakan *financial leverage* secara signifikan, namun terindikasi bahwa *sales growth* berpengaruh positif terhadap *financial leverage*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Koerniati (2008) yang juga menghasilkan hubungan yang sama, yaitu *sales growth* dan *leverage ratio* mempengaruhi secara positif dan tidak signifikan pada kondisi low uncertainty. Sedangkan Mardinawati menemukan bahwa *sales growth* berpengaruh positif signifikan dengan *financial leverage*. Dengan hasil ini berarti hubungan antara variable *sales growth* dan *financial leverage* juga menunjukkan bahwa di kedua sektor perusahaan manufaktur, keputusan pendanaan tidak dipengaruhi oleh *sales growth* sehingga **Hipotesis 7 ditolak**.

Sama halnya dengan *sales growth*, hasil uji statistik pada variable *structure assets* juga memperlihatkan bahwa *structure assets* tidak berpengaruh terhadap *financial leverage*. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikan yang tinggi yaitu sebesar 0.886 (jauh lebih besar dari 0.05) dengan nilai koefisien 0.020. Hasil ini sesuai dengan temuan Seftianne (2011) yang menyatakan ada hubungan positif dan tidak signifikan antara *structure assets* dan *financial leverage*. Adapun penelitian yang dilakukan Steven dan Lina (2011) dan Yeniatie dan Nicken Destriana (2010) menghasilkan bahwa *structure assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial leverage*. Hasil ini berbeda dengan hasil uji statistik pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri yang menyatakan terdapat hubungan negatif dan signifikan antara *structure assets* dan *financial leverage*. Perbedaan hubungan ini dapat terlihat dari data empiris tahunan dimana *structure assets* perusahaan manufaktur sektor aneka industri lebih tinggi yaitu di sekitar angka 60%-an sedangkan pada perusahaan barang konsumsi hanya pada angka 30%-an. Hal ini memperlihatkan bahwa perusahaan manufaktur barang konsumsi lebih memanfaatkan *fixed assets*-nya untuk memperoleh *financial leverage* daripada menerbitkan saham baru. Namun, hasil uji statistik juga memperlihatkan bahwa hubungan ini tidak signifikan. Hal ini dapat dijelaskan bahwa adanya krisis global pada tahun 2008 dan pemilu 2009 menyebabkan lingkungan bisnis tidak kondusif sehingga mengganggu operasional perusahaan dan menurunkan daya beli sehingga perusahaan akan menekan biaya produksi bahkan menjual aktivitya yang kurang produktif. Hal ini yang menyebabkan peran jaminan dalam bentuk aktiva tetap menjadi semakin berkurang untuk dijadikan agunan. **Maka, Hipotesis 8 tidak dapat diterima.**

Berdasarkan Tabel 4.16 nilai signifikan *firm size* adalah 0.387 (> 0.05) dengan nilai koefisien sebesar -0.009, hal ini mengindikasikan terdapat pengaruh negatif antara *firm size* dan *financial leverage*, namun tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Yuli Soesitio (2008). Berarti, di kedua sektor perusahaan manufaktur yang dijadikan sample, *firm size* terbukti tidak berpengaruh secara signifikan sehingga **hipotesis 9** yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap *financial leverage* **ditolak**.

Hasil uji statistik menunjukkan nilai signifikan 0.000 (<0.05) dengan nilai koefisien sebesar 0.031. Angka ini menjelaskan bahwa ada hubungan positif dan signifikan antara *investment opportunity* dan *financial leverage*. Yeniatie dan Nicken Destriana (2010) dan Göknur Umutlu

(2008) juga mendukung hasil penelitian ini yang menyatakan terjadi hubungan positif dan signifikan antara kedua variable tersebut. Pengaruh investment opportunity terhadap financial leverage ternyata sama pada kedua sektor perusahaan manufaktur bahkan signifikansi pada sektor barang konsumsi dibawah 5%, dengan kata lain **Hipotesis 10 diterima**.

Alat uji terakhir adalah uji beda (*Chow Test*), yaitu pengujian *test for quality of coefficients* atau uji kesamaan koefisien. Penelitian ini telah menguji kesamaan koefisien pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri dan sektor barang konsumsi, berikut adalah hasil *Chow Test*-nya :

Tabel 7
Hasil Chow Test

F tabel	1.53
F hitung	2.26

Berdasarkan tabel dan perhitungan tersebut terlihat bahwa nilai F hitung > F tabel, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa ada perbedaan model regresi kebijakan hutang antara perusahaan manufaktur sektor aneka industri dan sektor barang konsumsi atau dengan kata lain **Hipotesis 11 diterima**. Dari hasil uji statistik dapat disimpulkan bahwa kedua sektor perusahaan yang diteliti mempunyai kebijakan pendanaan perusahaan yang berbeda. Mengingat pada sektor aneka industri yang diwakili oleh perusahaan *automotive and allied product* dan sektor barang konsumsi yang banyak diwakili oleh perusahaan *food and beverage*, output yang dihasilkan sangatlah berbeda, hal ini tentu mempengaruhi *bussiness style* keduanya. Sektor aneka industri cenderung mempunyai volume perdagangan yang lebih tinggi namun frekuensi transaksi yang lebih rendah dari sektor barang konsumsi.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, maka peneliti mengambil kesimpulan bahwa pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri *return on assets*, *structure assets*, dan *investment opportunity* mempengaruhi *financial leverage*. Sedangkan pada sektor barang konsumsi hanya *return on assets* dan *investment opportunity* yang mempengaruhi *financial leverage*. Perbedaan variable independen dalam mempengaruhi variable dependen pada kedua sektor perusahaan tersebut mendukung hasil pengujian chow test yang juga menyatakan bahwa terdapat perbedaan koefisien antara perusahaan manufaktur sektor aneka industri dan barang konsumsi.

Hasil penelitian ini ternyata menambah research gap penelitian sebelumnya dikarenakan banyaknya perbedaan. Beberapa peneliti menemukan bahwa *Size* berpengaruh positif (Sutapa, dkk:2008 dan ROA tidak berpengaruh (Seftianne dan Ratih:2011) dan Mardinawati menghasilkan bahwa *Sales Growth* berpengaruh negatif terhadap *financial leverage*. adapun beberapa peneliti lain yang mendukung hasil penelitian ini adalah Steven dan Lina (2011), Yeniati dan Nicken (2011), Yuli Soesitio (2008), dan Goknur Umutlu (2008). Hasil yang berbeda dari peneliti tersebut dapat disebabkan oleh banyak faktor, diantaranya: perbedaan pemilihan dan jumlah sample, periode penelitian, pemilihan variable dsb. Keterbatasan penelitian ini adalah periode penelitian yang relatif pendek, mengingat dari berbagai jurnal yang dijadikan referensi menggunakan jangka waktu yang lebih panjang. Selain itu, indikasi hasil R² penelitian yang rendah yaitu hanya 56% pada perusahaan manufaktur aneka industri dan 18% pada perusahaan manufaktur barang konsumsi mengindikasikan pemilihan variable penelitian kurang tepat, mengingat banyaknya variable-variable yang harus dipertimbangkan pada penentuan kebijakan pendanaan eksternal.

Untuk mengatasi keterbatasan dalam penelitian ini, peneliti memberikan rekomendasi untuk penelitian selanjutnya antara lain penelitian selanjutnya dapat memperluas objek penelitian tidak hanya pada satu atau dua industri saja dan tidak hanya terfokus pada perusahaan manufaktur, diharapkan dapat mengidentifikasi variable independen lainnya yang lebih tepat dalam mempengaruhi *financial leverage*, dan dapat menambah variable mikro ekonomi seperti suku bunga, inflasi, dll yang dapat mempengaruhi *financial leverage*. Dengan begitu diharapkan dapat menghasilkan penelitian yang lebih sempurna dengan nilai R² yang lebih besar. Adapun saran bagi manajemen agar mempertimbangkan nilai return on assets dalam mengambil kebijakan pendanaan

eksternal sehingga penggunaannya dapat meningkatkan kinerja perusahaan, menambah profit perusahaan, dan berujung pada peningkatan kesejahteraan para pemegang saham.

REFERENSI

- Adrianto dan B. Wibowo. 2007. *Pengujian Teori Pecking Order pada Perusahaan-Perusahaan NonKeuangan LQ45 Periode 2001-2005*. Manajemen Usahawan Indonesia, XXXVI, (12):43-53.
- Arief, Bramantyo. 2011. *Analisis Pengujian Teori Pecking Order Melalui Keterkaitan Profitabilitas, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan dan Kesempatan bertumbuh Terhadap Financial Leverage pada Emiten Syariah di Jakarta Islamic Index periode 2006-2009*. Skripsi. Program Studi Manajemen Universitas Diponegoro.
- Benito, A. 2003. *The Capital Structure of Firms: Is There A Pecking Order Theory?* Banco De Espana, Madrid, <http://bde.es>. Diakses tanggal 3 Maret 2012.
- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F. 2009. *Managemet Keuangan*. Penerbit Erlangga: Jakarta.
- Destriana, Nicken dan Yeniatie. 2010. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan NonKeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vo.12, N0.1 April 2010, hal.1-16.
- Ghozali, Imam. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan, Edisi 2004/2005*. BPFE Yogyakarta: Yogyakarta.
- Handayani, Ratih dan Seftianne. 2011. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol.13, No. 1 April 2011, hal. 39-56.
- Hartono, 1998., *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta; Edisi Pertama, BPFE.
- Hayuning, Trisna Dewani. 2010. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal*. Skripsi. Program Studi Manajemen Universitas Diponegoro.
- Husnan, Suad. 2000. *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Keuangan Jangka Panjang), Buku I, Edisi 4*. BPFE-Yogyakarta: Yogyakarta.
- Mardinawati. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Otomotif yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. <http://admisibisnis.blogspot.com/2012/04/4683.html>. Diakses tanggal 9 Juli 2012.
- Mehmet, Sen dan Eda Oruc. 2008. *Testing of Pecking Order Theory in ISE (Istanbul Stock Exchange Market)*. International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887 Issue 21 (2008), <http://www.eurojournals.com/finance.htm>. Diakses 16 Maret 2012.
- Modigliani, F and Miller, M. H. 1958. *The cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment*. The American Economic Review, Vol. XLVIII, No.3, pp 261- 297
- Murdayanti, Yunika. 2007. *Pengujian Pecking Order Theory menggunakan Regresi Data Panel pada Industri Makanan dan Minuman*. Jurnal Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi, Vol.7, No.1, April 2007, Hal. 39-56.

- Oetama, Kurniati, dkk. 2008. *Pengujian Teori Pecking Order pada Kondisi High Uncertainty dan Low Uncertainty*. Jurnal manajemen dan Bisnis, Vol7, No.1, Maret 2008, Hal. 72-81.
- Riyanto, Bambang. 1995. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE Yogyakarta: Yogyakarta.
- Sartono, R Agus. 2001. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi, Edisi Keempat*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta
- Sekar Mayangsari. (2001), *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypotesis*, Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi, Vol 1 No.3 hal. 1-26.
- Sienly dan Bram. 2008. *Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Likuiditas, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Indonesia Periode 2001-2006*. Jurnal Ilmiah Akuntansi, Vol.7, No. 1 Mei 2008, hal. 71-84.
- Soesetio, Yuli. 2008. *Kepemilikan Manajerial dan Institutional, Kebijakan deviden, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang*. Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol.12, No. 3 September 2008, hal. 384-398.
- Sutapa, dkk. 2008. *Pengujian Pecking Order Theory pada Emiten Syariah di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol.12, No. 1 Januari 2008, hal.22-28.
- Steven dan Lina. 2011. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vo.13, N0.3 Desember 2011, hal.163-181.
- Titman, S.,1988., *The Effect of Capital Structure on A Firm's Liquidation Decision*. Journal of Financial Economics, No. 13. hlm.39-48.
- Umutlu, Goknur. 2008. *Pecking Order and Timing Effecest on Aftermarket Performance of IPOs: Evidence From Turkey*. International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887 Issue 18 (2008), <http://www.eurojournals.com/finance>. Diakses 27 Juni 2012.
- Weston, J Fred dan Thomas E Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan, Edisi Kesembilan, Jilid Dua*. Jakarta: Binarupa Aksara
- Wiwattanakantang, Y. 1999. *An Empirical Study on Determinants of The Capital Structure of Thai Firms*. Pasific Basin Finance Journal, Vol. 7, pp 371-403.
- Yuharningsih. 2008. *Pengujian Pecking Order Hypotesis Melalui Keterkaitan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investment Opportunity*. Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol.12, No. 1 Januari 2008, hal.29-42.