

ANALISIS PENGARUH INVESTASI TERHADAP HUTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTED DI BURSA EFEK JAKARTA

Tripitono Adi Prabowo

Dosen Jurusan Ilmu Ekonomi – Fakultas Ekonomi Unijoyo

ABSTRACTS

This research tested the prediction of effect the investment of the financial leverage in manufacture companies listed on Jakarta Stock Exchange. Variable used in this research is financial leverage (Y), dividend payout ratio (X₁), investment (X₂), Firm's risk (X₃), asset structure (X₄), and firm's size (X₅). Analysis tool used to test those above is regression least squares program for windows. This research use manufacturing companies listed on Jakarta Stock Exchange as samples, with period of observation from 1992 to 1995, resulting 159 companies. This research result that investment doesn't effect on financial leverage significantly.

Key word: *Financial leverage, Investment, Regression.*

PENDAHULUAN

Penelitian ini digunakan untuk mengetahui pengaruh investasi terhadap hutang pada perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah hutang (Y), dividen (X₁), investasi (X₂), risiko perusahaan (X₃), struktur asset (X₄) dan ukuran perusahaan (X₅). Alat analisis yang digunakan untuk menguji di atas adalah regresi *least squares* program windows. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang listed di Bursa Efek Jakarta dengan periode observasi tahun 1992 sampai tahun 1995, dan menghasilkan 159 perusahaan. Penelitian ini menghasilkan bahwa investasi tidak berpengaruh secara signifikan dengan hutang.

Investor yang menginvestasikan dana yang dimilikinya, seperti dalam bentuk saham bertujuan untuk memaksimumkan atas kekayaannya yang didapat dari deviden ataupun dari capital gain. Selain investor itu sendiri, maka pihak manajemen perusahaan juga berusaha memaksimumkan kesejahteraan *shareholder* (investor) melalui kewenangan yang diberikan dalam membuat keputusan baik berupa kebijakan deviden, pendanaan, ataupun kebijakan investasi lainnya.

Manajer perusahaan dituntut harus dapat membuat keputusan sumber pendanaan yang tepat, baik yang berasal dari internal maupun eksternal. Sumber dana yang berasal dari internal diperoleh dari *retained earning* dan depresiasi. Sumber dana yang berasal dan eksternal terdiri dari dua kategori yaitu hutang dari kreditur atau penerbitan saham yang merupakan pembelanjaan sendiri. Bauran penggunaan antara modal sendiri dan struktur modal disebut dengan struktur modal perusahaan.

Untuk meningkatkan nilai perusahaan maka perusahaan dituntut untuk tumbuh agar dapat memaksimalkan kekayaan para investor. Pertumbuhan dapat dicapai dengan menggunakan kesempatan investasi sebaik-baiknya. Investasi perusahaan berhubungan dengan pendanaan perusahaan. Apabila investasi sebagian besar didanai dari *internal equity* yang diperoleh dari *retained earning* maka akan mempengaruhi besarnya deviden. Semakin besar investasi yang dilakukan semakin kecil deviden yang akan dibagikan, dan sebaliknya. Perusahaan dituntut membuat suatu keputusan dengan mempertimbangkan dua kepentingan yang berbeda antara investasi dan deviden dengan jumlah dana yang dapat dipenuhi dari *external finance* khususnya hutang (*leverage*) dari kreditur.

Surasmi, (1998) juga menyatakan bahwa suatu perusahaan selalu menginginkan pertumbuhan secara terus menerus agar dapat hidup serta dapat memberi kemakmuran yang lebih tinggi kepada pemilik saham. Untuk tumbuh, perusahaan membutuhkan dana yang lebih besar untuk mendanai perluasan investasinya. Dana bisa diperoleh dari berbagai sumber baik internal maupun eksternal. Sumber internal berasal dari depresiasi dan laba ditahan, sedangkan sumber eksternal dapat diperoleh dari lembaga lain, menjual obligasi atau pengeluaran saham baru.

Wijaya (2001) menjelaskan bahwa manajer harus mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Masing-masing sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik finansial yang berbeda-beda. Sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan didapat dari *retained earning* dan depresiasi. Sumber dana eksternal dibedakan menjadi dua kategori, yaitu pembelanjaan dengan hutang (*debt financing*) dan pembelanjaan sendiri (*debt financing*). Pembelanjaan dengan hutang merupakan pemenuhan kebutuhan dana dalam bentuk hutang yang berasal dari kreditur, sedang pembelanjaan sendiri sumber dananya berasal dari pemilik atau peserta yang ikut ambil bagian dalam perusahaan dengan membeli saham. Bauran penggunaan modal sendiri (baik berupa saham sendiri maupun saham preferen) dan hutang untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan.

KAJIAN TEORI

Static Trade-off Theory

Teori modern struktur modal dapat dibagi menjadi dua kategori yaitu *static tradeoff theory* dan *pecking order theory*. Model *static trade off theory* menggambarkan bahwa struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan menyeimbangkan keuntungan atas penggunaan hutang (*tax shield benefit of leverage*) dengan *cost financial distress* dan *agency problem* (Megginson, 1997).

Model *static trade off theory* merupakan pengembangan dari teori Modigliani Miller mengenai *irrelevance capital structure hypothesis*. Apabila memasukkan pertimbangan *financial distress* dan *agency cost* kedalam model MM (Modigliani Miller) maka akan diperoleh model struktur modal berikut ini.

$$VL = VU + TD - (i^*V \text{ biaya expected financial distress}) - (PV \text{ agency cost})$$

Semakin besar penggunaan hutang (D), semakin besar keuntungan dari penggunaan hutang (*leverage gain* atau TD), mengakibatkan PV biaya *financial distress* dan PV *agency costs* juga meningkat, bahkan lebih besar. Jadi penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan biaya *financial stress* dan *agency problem*. Titik balik tersebut disebut struktur modal yang optimal, menunjukkan jumlah hutang perusahaan yang optimal.

Pecking Order Theory

Hipotesis *pecking order* menggambarkan sebuah hierarki dalam pencarian dana perusahaan dimana perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* untuk membayar deviden dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Apabila perusahaan membutuhkan dana eksternal maka akan lebih memilih hutang sebelum *eksternal equity*. (Donaldson, 1961; Myers, 1984). *Internal equity* diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi. Hutang diperoleh dari pinjaman kreditur, sedang *external equity* diperoleh karena perusahaan menerbitkan saham baru. Sesuai dengan *pecking order*, maka investasi akan dibiayai dengan dana internal terlebih dahulu. Kemudian baru diikuti dengan penerbitan hutang yang terdiri atas hutang bebas resiko (*risk free debt*) dan dapat beresiko (*risk debt*) setelah hutang tidak mencukupi, maka langkah terakhir dengan penerbitan saham (ekuitas) bar'. Hal tersebut dilakukan guna memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka penulis tertarik untuk meneliti tentang pengaruh investasi dengan hutang perusahaan dengan judul "Analisis Pengaruh Investasi terhadap Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di bursa Efek Jakarta".

Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H_1 : Investasi memiliki pengaruh positif terhadap *financial leverage*

H_0 : Investasi tidak memiliki pengaruh positif terhadap *financial leverage*

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah perusahaan adalah manufaktur yang listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan periode tahun 1995, 1996, 1997, 1998. Pengumpulan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* yaitu pengumpulan sampel dengan berdasarkan pertimbangan dan criteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995)

Jenis, Sumber dan Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory tahun 1993-1999 yang diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta. Pengumpulan data dari perusahaan manufaktur dengan cara polling data.

Berdasarkan pada masalah dan hipotesis yang akan diuji, maka variable-variabel yang akan diteliti adalah sebagai berikut :

1. Financial Leverage

Variabel ini diberi simbol Y, diukur dengan perbandingan antara total hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang dengan *market value of the firm*.

$$\text{Financial Leverage (Y)} = (\text{CL} + \text{LD}) / \text{MVF}$$

Keterangan :

CL = Current Current Liabilities

LD = Long Term Debt

MVF = ((EAT x closing price) / EPS) + (CL + LD)

EAT = Earning After Tax EPS = Earning Per Share

2. Dividend Payout Ratio (DPR)

Variabel *dividend payout ratio* diberi symbol Xi. Formulasi matematisnya adalah sebagai berikut :

$$\text{DPR (X}_1\text{)} = \text{DPS} / \text{EPS}$$

Keterangan;

X_1 = Rasio pembayaran deviden

DPS = Deviden per lembar saham

EPS = Laba per lembar saham

3. Investasi Perusahaan (X2)

Besarnya investasi dapat dihitung atau diprosikan dengan % rasio perubahan total asset dan variable ini diberi symbol (X2). Formulasi matematisnya sebagai berikut;

$$\text{Investasi (X2)} = (\text{Total Assets } t - \text{Total Asset }_{t-1}) / \text{Total Asset }_{t-1}$$

4. Risiko Perusahaan (X3)

Variabel ini diberi simbol X₃ diukur dengan deviasi standart dari rasio *Earning Before Interest and Taxes* (EBIT) dibanding dengan asset.

5. Struktur Aset (X4)

Variabel ini diberi simbol X₄. Formulasi matematisnya sebagai berikut : Struktur Aset (X₄) = Inventory / Total Asset

6. Ukuran Perusahaan (X5)

Variabel ini diberi simbol X₅ diukur dengan menggunakan *natural log of sales* (Moh'd Perry dan Rimbey, 1995). Proxy ini digunakan untuk menghaluskan besarnya angka rupiah) dan menyamakan ukuran pada saat dilakukan analisis

Perumusan Model

Setelah dilakukan pengidentifikasian variable maka ditentukan formulasi persamaan untuk menganalisis data. Formulasi yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$Y = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + e$$

dimana :

Y = leverage (hutang)

X₁ = dividend payout ratio

X₂ = Investasi

X₃ = Risiko Perusahaan

X₄ = Struktur Asset

X₅ = Ukuran Perusahaan

b = Koefisien Regresi

e = error term

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian hipotesis dari penelitian ini menggunakan alat analisis *regression least squares* dari program SPSS.10.0 for windows. Hasil olahan data menggunakan data yang ditransformasikan dalam bentuk logaritma

terlebih dahulu dengan alasan untuk menormalkan data dalam penelitian ini. Hasil penelitian secara detil terdapat dalam Tabel 1.

Berdasarkan Tabel 1, menunjukkan bahwa Investasi (X_2) mempunyai koefisien positif sebesar 0,010421, sesuai dengan arah yang diharapkan dengan nilai t hitung sebesar 2,835 dan tidak berpengaruh secara signifikan. Defiden mempunyai nilai koefisien positif sebesar 0,06745 dengan t hitung sebesar 1,053 dan tidak berpengaruh secara signifikan. Risiko perusahaan mempunyai koefisien negatif sebesar - 1,862 dengan nilai t hitung sebesar -2,691 dan berpengaruh secara signifikan pada level 1%. Struktur asset mempunyai koefisien 0,4195 dengan nilai t hitung sebesar 0,408 dan tidak berpengaruh secara signifikan. Ukuran perusahaan (X_5) mempunyai koefisien 0,07022 dengan t hitung 8,869 dan berpengaruh secara signifikan. Sedangkan dengan uji serempak menunjukkan nilai F hitung 17,397 dan secara bersama-sama variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan dengan F sig = 0,000 pada level 1%.

Tabel 1.
Hasil Perhitungan

Variabel	Koefisien	Nilai T	T signifikansi
Constanta	-0,349	-3,475	0,001
Dividend payout ratio (X_1)	0,06745	1,053	0,294
Investasi (X_2)	0,010421	2,835	0,004
Risiko perusahaan (X_3)	-1,862	-2,691	0,008
Struktur Asset (X_4)	0,04195	0,408	0,684
Ukuran perusahaan (X_5)	0,07022	8,869	0,000
R^2 = 0,362			
F = 17,397			
F sig = 0,000			

Sumber : Hasil Olahan

Investasi memiliki koefisien positif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *financial leverage* atau hutang. Hal tersebut menunjukkan bahwa H_1 ditolak dan H_0 diterima. Hasil ini tidak sesuai dengan yang dihipotesiskan serta penelitian yang dilakukan oleh Adedeji (1998) maupun Fama (2000). Fama, et al, (2000), mengatakpp prediksi dari *pecking order* menyebuttk4p bahwa keseimbangan *Prancing cost* (biaya pendanaan) mendorong perusahaan yang mempunyai infestasi besar cenderung mempunyai *leverage* yang tinggi. Semakin besar kesempatan investasi akan semakin besar kemungkinan perusahaan menggunakan sumber dana eksternal khususnya hutang apabila *internal equity* dari *retained earning* (laba ditahan) tidak mencukupinya.

Hasil penelitian yang tidak signifikan ini menunjukkan bahwa hutang yang tinggi kemungkinan bukan digunakan untuk investasi tetapi

digunakan untuk meningkatkan ukuran perusahaan khususnya dalam hal penjualan serta untuk mendanai operasi perusahaan. Disamping itu kebutuhan dana investasi diutamakan diambil dari *internal equity* khususnya dari laba ditahan. Disamping itu ada kemungkinan karena perbedaan kondisi antara negara serta kurang tepat dari penggunaan *peccati* dari *variable* yang digunakan.

Hal yang sama juga ditunjukkan oleh *variable dividend payout ratio* dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *financial leverage* atau hutang meskipun memiliki hubungan yang sesuai dengan yang diharapkan. Ini menunjukkan bahwa dividen juga tidak didanai oleh hutang, hutang yang tinggi digunakan untuk mendanai operasi perusahaan khususnya untuk meningkatkan ukuran perusahaan. Disamping itu pembagian dividen diutamakan diambil dari dana internal khususnya dari laba yang diperoleh perusahaan.

KESIMPULAN

Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa hipotesis ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan lebih mengutamakan penggunaan laba untuk mendanai investasi (asset) dan dividen. Apabila laba tersebut benar-benar tidak mencukupi baru didanai hutang, tetapi hutang tinggi yang utama disebabkan karena digunakan untuk meningkatkan ukuran perusahaan khususnya dalam penjualan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A., 1998, "Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratio of Firm in The UK", *Journal of Business Finance & Accounting*, No. 25. pp 1127-1155.
- Beigham, E.F., and L.C., Gapenski, 1996, "Intermediate Financial Managerial", Sixth edition, *The Dryden Press*, New York.
- Cooper, D.E., and Emory, ., 1995, *Business Research Methods, Fifth Edition*, Irwin Inc.
- Donaldson, G., 1961, "Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity", *Boston, Division of research*, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Fama, Eugene F., and French, Kenneth R., 2000, "Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividend and debt", *Working Paper*, university of Chicago.
- Gujarati, D., 1993, "Ekonometrika Dasar", Second Edition, Irwin-McGraw Hill.
- Institute for Economic and Financial Research, 1993, *Indonesian Capital Market Directory*, Fourth Edition.

- Moh'd, M.A., Perry, L.G., and Rimbey, J.M., 1995, "An Investigation of Dynamic Relation Between Theory and Dividend", *The Financial Review*, Vol 30, No. 20, May.
- Myers, Stewart C., 1984. "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, No 39, pp 575-592.
- Surasni, N.K., 1998, "Beberapa Variabel yang Mempengaruhi Dividend Per share Pada Perusahaan-Perusahaan Manufaktur Yang Listed di Bursa Efek Jakarta", Tesis S2, M.Si, UGM, Yogyakarta.
- Wijaya, M.N., 2001, "Pegujian Empiris Prediksi Pecking Order Theory dan Trade Off Theory Mengenahi Lverage, Tesis M.Si (tidak Publikasi), UGM.
- Yuniningsih, 2003, "Analisis Pengaruh Investasi Terhadap Hutang Pada Perusahaan Mfnufaktur Yang Listed Di Bursa Efek Jakarta", UPN Veteran Jawa Timur