

PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY* TERHADAP *LEVERAGE* DENGAN *DEBT COVENANT* SEBAGAI VARIABEL MODERATING

**Ira Prawita Sari
Indira Januarti**

Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto S.H., Tembalang, Semarang, 50275, Telp. 0815741601138
yuyu_loveskyo@yahoo.co.id

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage* dan mengetahui pengaruh *debt covenant* sebagai variabel yang memoderasi hubungan antara *growth opportunity* dan *leverage*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini ditentukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu suatu metode pengambilan sampel yang mengambil sampel dengan kriteria tertentu. Kriteria – kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi pada tahun 2006-2010, menerbitkan laporan keuangan pada tahun 2006-2010, dan menyajikan *debt covenant*. Dengan metode *purposive sampling* diperoleh 31 sampel. Sampel tersebut dianalisis dengan menggunakan analisis regresi sederhana dan uji nilai selisih mutlak. Hasil analisis menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Selain itu, hasil analisis juga menunjukkan bahwa *debt covenant* terbukti secara signifikan memperlemah efek negatif *growth opportunity* terhadap *leverage*.

Keywords : *growth opportunity, leverage, debt covenant*

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Menurut Fama (dalam Hidayat, 2010) keputusan investasi adalah hal yang penting karena untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Menurut Hidayat (2010) keputusan investasi meliputi investasi pada aset jangka pendek (aset lancar) dan aset jangka panjang (aset tetap). Pengembalian atas investasi pada aset jangka pendek diharapkan akan diterima dalam jangka waktu dekat atau kurang dari satu tahun dan diterima sekaligus. Investasi pada aset jangka pendek ditujukan untuk kegiatan operasional perusahaan. Sebaliknya pengembalian atas investasi pada aset jangka panjang akan diterima dalam waktu lebih dari satu tahun dan diterima secara bertahap. Investasi pada aset jangka panjang ditujukan pada peningkatan nilai perusahaan.

Perusahaan membutuhkan dana untuk mengambil kesempatan investasi yang ada, baik investasi pada aset jangka panjang maupun investasi pada aset jangka pendek. Dana dapat berasal dari berbagai sumber dan dalam bentuk yang berbeda – beda. Ada 2 jenis sumber dana yaitu sumber dana internal dan sumber dana eksternal. Sumber dana internal diperoleh dari hasil kegiatan operasi perusahaan, yang terdiri atas laba yang tidak dibagi (laba ditahan). Sedangkan sumber dana eksternal diperoleh dari luar perusahaan, yang terdiri atas utang (pinjaman) dan penerbitan saham.

Sumber dana yang dipilih pertama adalah sumber dana internal. Apabila sumber dana internal tidak mencukupi perusahaan akan beralih pada sumber dana eksternal, yaitu utang dan penerbitan saham. Utang adalah pilihan pertama sumber dana eksternal. Hal ini disebabkan biaya emisi obligasi yang lebih murah daripada biaya emisi saham baru. Selain itu penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan mengakibatkan harga saham perusahaan mengalami penurunan (Husnan, 2000).

Meski demikian, utang dalam bentuk obligasi dapat menimbulkan konflik antara *shareholders* dan *bondholders*. Konflik tersebut disebabkan oleh adanya perbedaan struktur penerimaan (Fatmasari, 2010). *Bondholders* memperoleh pendapatan yang tetap dari bunga dan pengembalian pinjamannya. Sedangkan *shareholders* memperoleh pendapatan setelah perusahaan memenuhi kewajibannya pada *bondholders*. Tinggi rendahnya konflik antara *shareholders* dan *bondholders* dipengaruhi oleh *growth opportunity* perusahaan. Semakin besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan, semakin besar pula konflik antara *shareholders* dan *bondholders*.

Beberapa penelitian mengenai kebijakan *leverage* perusahaan telah dilakukan. Salah satunya adalah penelitian yang dilakukan oleh Sunarsih (2004). Sunarsih melakukan penelitian mengenai simultanitas hubungan antara kebijakan utang (*leverage*) dan kebijakan maturitas utang (*debt maturity*). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan utang dan kebijakan maturitas utang memiliki hubungan yang komplementer. Hal ini berarti bahwa ada hubungan simultanitas yang positif antara kebijakan utang dan kebijakan maturitas utang.

Billett *et al* (2007) melakukan penelitian mengenai *growth opportunity*, *leverage*, *debt maturity*, dan *debt covenant*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Namun penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage* berubah positif saat *debt covenant* atau *short term debt* memoderasi hubungan tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa *debt covenant* maupun *short term debt* terbukti dapat mengurangi konflik keagenan yang terjadi antara *shareholders* dan *bondholders*.

Fatmasari (2010) meneliti pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage* dan *debt maturity*. Dalam penelitian tersebut Fatmasari mengukur *leverage* dengan membandingkan *total debt* dengan *total aset*. Sementara *growth opportunity* pada penelitian ini dihitung dengan proksi investasi, yaitu dengan membandingkan *total capital expenditure* dan *total assets*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan *debt maturity*. Selanjutnya dalam penelitian tersebut Fatmasari memasukkan *debt covenant* sebagai variabel moderating. Fatmasari menggunakan 2 jenis *debt covenant*, yaitu *debt covenant* dengan 20 indikator dan *debt covenant* dengan 24 indikator. Penelitian yang menggunakan 20 indikator *debt covenant* menunjukkan bahwa *debt covenant* berpengaruh positif dan signifikan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *debt covenant* terbukti dapat mengurangi hubungan negatif antara *growth opportunity* dan *leverage*. Sementara penelitian yang menggunakan 24 indikator *debt covenant* menunjukkan bahwa *debt covenant* berpengaruh negatif dan tidak signifikan.

Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Oleh karena itu penelitian ini akan menguji kembali hubungan antara *growth opportunity*, *leverage*, dan *debt covenant*. Berbeda dari penelitian Fatmasari (2010), penelitian ini akan memasukkan harga pasar saham dalam pengukuran *leverage* dan *growth opportunity*. *Leverage* dalam penelitian ini diukur dengan *market leverage ratio*. Sementara *growth opportunity* yang diprosikan dengan set kesempatan investasi diukur dengan proksi berdasarkan harga, yaitu *market to book value of equity*.

Sama seperti dengan penelitian Fatmasari (2010) *debt covenant* yang digunakan dalam penelitian adalah *debt covenant* obligasi. Namun, komponen *debt covenant* dalam penelitian ini akan berbeda dari penelitian Fatmasari (2010) karena komponen *debt covenant* dalam penelitian ini merupakan *debt covenant* yang ditemukan pada saat tabulasi data.

Rumusan Masalah

Rumusan masalah untuk penelitian ini adalah:

1. Apakah *growth opportunity* berpengaruh terhadap *leverage*?
2. Apakah *debt covenant* yang berfungsi sebagai variabel moderating berpengaruh pada hubungan antara *growth opportunity* dan *leverage*?

Batasan Masalah

Penelitian berfokus pada perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi antara tahun 2006 sampai 2010. Alasan penggunaan perusahaan non keuangan adalah adanya pertimbangan bahwa perusahaan keuangan memiliki karakteristik keuangan dan penggunaan *leverage* yang berbeda signifikan dari perusahaan non keuangan (Pandey dalam Sugiarto dan Budhijono, 2007).

Landasan Teori

Teori Keagenan

Menurut Jensen dan Meckling (1976) hubungan keagenan terjadi ketika satu atau lebih individu yang disebut sebagai prinsipal menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut agen, untuk melakukan sejumlah jasa dan mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut. Hubungan keagenan utama terjadi antara:

1. Pemegang saham dan manajer

Suatu potensi masalah keagenan terjadi ketika manajer suatu perusahaan memiliki kepemilikan saham biasa kurang dari 100 persen di perusahaan tersebut. Adanya fakta bahwa manajer tidak akan mendapatkan seluruh keuntungan dari kekayaan yang diciptakan dari usahanya atau menanggung seluruh biaya penghasilan tambahan akan mendorong untuk mengambil tindakan – tindakan yang bukan menjadi kepentingan utama dari pemegang saham.

2. Pemegang saham (melalui manajer) dan kreditor

Konflik keagenan dapat terjadi antara pemegang saham dan kreditor. Kreditor memiliki klaim atas sebagian arus laba perusahaan untuk pembayaran bunga dan pokok utang, serta memiliki klaim atas aset perusahaan saat terjadi kebangkrutan. Akan tetapi pemegang saham (melalui manajernya) memiliki kendali atas keputusan – keputusan yang mempengaruhi profitabilitas dan risiko perusahaan.

Set Kesempatan Investasi

Chung dan Charoenwong (1991) menyatakan bahwa esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang menghasilkan keuntungan. Jika terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan, maka manajer berusaha mengambil peluang – peluang tersebut untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Semakin besar kesempatan investasi yang menguntungkan, maka investasi yang dilakukan akan semakin besar.

Myers (1977) mengemukakan suatu konsep mengenai set kesempatan investasi. Menurut konsep ini perusahaan adalah kombinasi *asset in place* yang sifatnya *tangible* dan kesempatan investasi yang sifatnya *intangible*. Kombinasi keduanya akan berpengaruh pada struktur modal dan nilai perusahaan. Lebih lanjut Myers

(1977) menyatakan bahwa kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan di masa depan adalah sebuah opsi. Nilai opsi ini tergantung pada kemungkinan perusahaan untuk melakukan investasi secara maksimal.

Menurut Jensen (1986) perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi (*high growth*), aktif melakukan investasi, memiliki *cash flow* yang rendah dan asset in place yang kecil. Dalam keadaan demikian, perusahaan berpotensi mengalami *underinvestment problem*.

Selanjutnya Myers (1986) menjelaskan bahwa *underinvestment problem* terjadi saat perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi menghadapi kesempatan berinvestasi pada proyek dengan NPV positif yang mensyaratkan penggunaan dana yang besar. Dalam keadaan *free cash flow* rendah dan *assets in place* yang kecil, perusahaan akan mengambil utang untuk mengambil kesempatan investasi yang ada. Namun hal ini memungkinkan terjadinya konflik antara *shareholder* dan *bondholders*. *Shareholders* beranggapan bahwa keuntungan harus dibagi sebagai deviden. Sementara *bondholders* beranggapan bahwa keuntungan harus digunakan untuk melunasi utang. Pada keadaan seperti ini, perusahaan akan memilih untuk meninggalkan proyek dengan NPV positif dan kehilangan kesempatan untuk tumbuh. Agar dapat meneruskan proyek – proyek dengan NPV positif perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi menggunakan dana internal atau menggunakan utang dalam jumlah kecil.

Sementara itu menurut Myers (1986) perusahaan dengan kesempatan investasi yang rendah memiliki tingkat pertumbuhan yang lambat (*slow growth*), memiliki *free cash flow* dan *assets in place* yang besar. Dalam keadaan demikian perusahaan berpotensi mengalami *overinvestment problem*. Jensen (1986) berpendapat bahwa *overinvestment problem* terjadi karena adanya kelebihan modal. Kelebihan modal tersebut kurang menguntungkan bila diinvestasikan kembali dalam perusahaan sehingga manajer cenderung menginvestasikan kelebihan modal tersebut pada proyek – proyek lain. Manajer beranggapan tindakan tersebut akan meningkatkan kesempatan bertumbuh perusahaan di atas ukuran yang optimal dan kompensasi yang akan diterimanya sebagai imbalan dari pertumbuhan tersebut. Namun, *shareholders* beranggapan bahwa kelebihan modal tersebut harus dibagikan sebagai deviden.

Perusahaan dengan *overinvestment problem* menggunakan utang sebagai sumber pendanaan investasi pada proyek – proyek baru. Tujuannya adalah menempatkan perusahaan dan manajer pada pengawasan pihak eksternal sehingga kecenderungan manajer untuk berinvestasi pada proyek baru dengan NPV negatif dapat dicegah. Selain itu, utang juga digunakan sebagai jaminan bahwa *free cash flow* yang tinggi akan digunakan untuk membayar deviden.

Menurut Kallapur dan Trombley (1999) proksi kesempatan investasi dapat diklasifikasikan menjadi 3 kelompok, yaitu

1. Proksi berdasarkan harga

Proksi ini didasarkan pada gagasan bahwa prospek tumbuh suatu perusahaan sebagaimana dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relatif lebih tinggi dibandingkan aset riilnya (*assets in place*).

2. Proksi berdasarkan investasi

Proksi ini didasarkan pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai kesempatan perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi yang lebih besar di masa depan.

3. Proksi berdasarkan varian

Proksi ini didasarkan pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabel ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh.

Hipotesis

Menurut Jensen (dalam Fatmasari, 2010) perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, *assets in place* yang kecil, dan aktif melakukan investasi. Karena aktif melakukan investasi, perusahaan memiliki *free cash flow* yang rendah. Sehingga pada saat menghadapi proyek dengan NPV positif perusahaan mengalami *underinvestment problem*.

Agar dapat melaksanakan proyek dengan NPV positif perusahaan mengambil utang. Namun, keputusan ini mengakibatkan terjadinya konflik antara *shareholders* dan *bondholders*. Dari sisi *shareholders*, keuntungan harus dibagi sebagai deviden, sedangkan dari sisi *bondholders*, keuntungan harus digunakan untuk membayar utang. Dalam beberapa kasus *bondholders* memperoleh keuntungan yang cukup sedangkan *shareholders* tidak memperoleh keuntungan yang normal dari proyek dengan NPV positif. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan utang pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi adalah mahal (Fatmasari, 2010). Akibatnya perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi menggunakan dana internal agar dapat meneruskan proyek dengan NPV positif.

Selanjutnya Jensen (dalam Fatmasari, 2010) menjelaskan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi yang rendah, yaitu perusahaan pada tahap mature dan memiliki tingkat pertumbuhan yang rendah berpotensi mengalami *overinvestment problem*. Penyebab *overinvestment problem* adalah adanya kelebihan modal pada perusahaan tersebut. Kelebihan modal tersebut akan memicu konflik antara manajer dan *shareholders*. Manajer berpendapat bahwa kelebihan modal tersebut harusnya digunakan untuk berinvestasi pada proyek – proyek lain karena kelebihan modal tersebut kurang menguntungkan bila diinvestasikan kembali pada perusahaan. Sedangkan *shareholders* berpendapat bahwa manajer cenderung menginvestasikan kelebihan modal yang ada pada proyek – proyek yang kurang menguntungkan sehingga *shareholders* menginginkan kelebihan modal yang ada dibagikan sebagai deviden.

Dalam keadaan *overinvestment problem* perusahaan mengambil utang. Dengan utang tersebut, perusahaan dapat melaksanakan proyek – proyek baru sekaligus memberikan jaminan kepada *shareholders* bahwa manajer akan membagi kelebihan modal yang ada sebagai deviden. Selain itu, pengambilan utang akan menempatkan pengawasan perusahaan pada pihak eksternal sehingga mengurangi kecenderungan manajer untuk berinvestasi pada proyek – proyek yang tidak menguntungkan.

Teori tersebut didukung pula oleh penelitian – penelitian terdahulu, antara lain Sunarsih (2004), Billet *et al* (2007), dan Fatmasari (2010). Hasil penelitian – penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *growth opportunity* dan *leverage*. Berdasarkan teori dan hasil penelitian sebelumnya hipotesis pertama adalah

H1 : *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*

Debt covenant adalah kontrak yang ditujukan pada peminjam oleh kreditor untuk membatasi aktivitas yang mungkin merusak nilai pinjaman dan *recovery* pinjaman (Cochran, 2001). Sebagian besar kesepakatan utang berisi perjanjian (*covenant*) yang mengharuskan peminjam memenuhi syarat yang disepakati dalam perjanjian utang (Scott, 2000).

Debt covenant memberikan jaminan kepada *bondholders* bahwa perusahaan akan mendahulukan pembayaran utang kepada *bondholders*. Dengan adanya *debt covenant* para *bondholders* tidak ragu untuk menanamkan modal dalam jumlah besar pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Sehingga kebutuhan modal dalam jumlah besar pada perusahaan dengan kesempatan tinggi dapat terpenuhi.

Teori tersebut didukung penelitian – penelitian terdahulu antara lain penelitian yang dilakukan Billett *et al* (2007) dan Fatmasari (2010). Keduanya meneliti *debt covenant* sebagai variabel yang memoderasi hubungan negatif antara *growth opportunity* dan *leverage*. Hasil penelitian keduanya menunjukkan bahwa *debt covenant* terbukti dapat mengurangi hubungan negatif antara *growth opportunity*. Berdasarkan teori di atas dan penelitian – penelitian terdahulu, hipotesis kedua pada penelitian ini adalah

H2: *Debt covenant* memperlemah pengaruh negatif *growth opportunity* terhadap *leverage*

METODE PENELITIAN

Objek penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2006 hingga 2010. Sampel ditentukan dengan metode *purposive sampling* sehingga hanya perusahaan dengan kriteria yang dapat digunakan sampel penelitian. Adapun kriteria yang digunakan dalam penentuan sampel penelitian ini adalah:

1. Perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
2. Menerbitkan obligasi pada rentang waktu 2006 – 2010
3. Menerbitkan laporan keuangan
4. Mencantumkan *debt covenant* obligasi pada catatan atas laporan keuangan

Data penelitian diperoleh dari sumber sekunder, yaitu *Indonesia Capital Market Directory* dan situs resmi Bursa Efek Indonesia.

Variabel Dependen

Variabel independen pada penelitian ini adalah *leverage*. Pengukuran *leverage* pada penelitian ini menggunakan pendekatan nilai pasar utang (*market leverage ratio*), yaitu perbandingan antara nilai buku total utang dengan nilai pasar perusahaan. Berikut ini adalah rumus *market leverage ratio* :

$$\text{leverage} = \frac{\text{book value of total debt}}{\text{market value of the firm}}$$

Di mana *market value of the firm* dihitung dengan rumus berikut :

$$\text{market value of the firm} = \text{total debt} + \left[\left(\frac{\text{EAT}}{\text{EPS}} \right) \times \text{closing price} \right]$$

Keterangan :

| | |
|---------------------------------|----------------------------|
| <i>Book value of total debt</i> | = nilai buku total utang |
| <i>Market value of the firm</i> | = nilai pasar perusahaan |
| <i>Total debt</i> | = total utang |
| <i>EAT(earning after tax)</i> | = pendapatan setelah pajak |
| <i>EPS(earning per share)</i> | = pendapatan per saham |
| <i>Closing price</i> | = harga penutupan saham |

Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *growth opportunity*. *Growth opportunity* pada penelitian ini diproksikan kesempatan investasi suatu perusahaan. Kesempatan investasi pada penelitian ini diukur dengan

proksi berdasarkan harga, yaitu *market to book value of equity*. Menurut Barclay *et al* (1995) penggunaan *market to book value of equity* mampu mencerminkan potensi nilai perusahaan di masa depan. Gaver dan Gaver (1993) dan Hartono (1999) menyatakan bahwa penggunaan nilai pasar dalam membentuk rasio kesempatan investasi sudah tepat karena mampu menunjukkan potensi perusahaan untuk tumbuh (*growth opportunity*) di masa depan.

$$\text{market to book value of equity} = \frac{\left(\frac{EAT}{EPS}\right) \times \text{closing price}}{\text{common equity}}$$

Keterangan :

Common equity = ekuitas
EAT(earning after tax) = pendapatan setelah pajak
EPS(earning per share) = pendapatan per saham
Closing price = harga penutupan saham

Variabel Moderating

Variabel moderating dalam penelitian ini adalah *debt covenant* yang digunakan dalam perjanjian utang obligasi. Pengukuran *debt covenant* dilakukan dengan menggunakan indeks *debt covenant*.

Tabel 1
Debt Covenant dalam Penelitian

| No | Tipe <i>debt covenant</i> |
|----|--|
| 1 | <i>Dividen payment restriction</i> |
| 2 | <i>Funded debt restriction</i> /utang baru |
| 3 | <i>Total leverage</i> |
| 4 | <i>Sale and lease back</i> |
| 5 | Merger dan akuisisi |
| 6 | <i>Poison put</i> |
| 7 | Mengagunkan/menjaminkan asset |
| 8 | Memberikan jaminan pada pihak lain |
| 9 | Mengubah modal |
| 10 | Mengubah bidang/kegiatan usaha |
| 11 | Memberikan pinjaman pada lain |
| 12 | Penjualan atau pemindahan hak opsi, waran, atau hak untuk kendali anak |
| 13 | Mengajukan pailit |
| 14 | Mengubah anggaran dasar |
| 15 | Menjual saham anak perus |
| 16 | Melanggar aturan pemerintah |

Sumber : Data sekunder

Pengukuran *covenant* dilakukan dengan memberi nilai 1 untuk setiap komponen *debt covenant* yang dimiliki oleh perusahaan. Nilai tersebut dijumlahkan dan dibagi 16 untuk membuat indeks *covenant* yang nilainya berkisar antara 0 hingga 1.

Model penelitian

Penelitian ini menggunakan 2 model. Model pertama digunakan untuk menguji pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage*. Model tersebut akan dianalisis dengan regresi sederhana.

$$\text{leverage} = \alpha_1 + \beta_1 \text{GO}$$

Sedangkan model kedua digunakan untuk menguji pengaruh debt covenant terhadap hubungan antara growth opportunity dan *leverage*. Model kedua akan dianalisis dengan uji nilai selisih nilai mutlak

$$\text{leverage} = \alpha_2 + \beta_2 \text{GO} + \beta_3 \text{DC} + \beta_4 |\text{GO} - \text{DC}|$$

Keterangan :

- α = konstanta
- $\beta_1 - \beta_4$ = koefisien regresi
- GO = *growth opportunity*
- DC = *debt covenant*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 2
Hasil Pengujian SPSS

| Variabel dan Komponen | Persamaan 1 | Persamaan 2 |
|-----------------------|-------------|-------------|
| Konstanta | 0,736 | 0,410 |
| Growth Opportunity | - 0.094 | -0,155 |
| Debt Covenant | | -0,052 |
| Moderating | | 0,114 |
| Adjusted R Square | 0,326 | 0,380 |
| F Statistic | 15,487 | 7,139 |

Sumber : Pengolahan data

Hasil pengujian SPSS terhadap hipotesis pertama menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini berarti bahwa besar kecilnya *leverage* dipengaruhi oleh nilai *growth opportunity*. Semakin tinggi nilai *growth opportunity* yang dimiliki oleh perusahaan semakin rendah *leverage* yang dimiliki suatu perusahaan.

Perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi memiliki *free cash flow* yang rendah dan *assets in place* yang kecil. Akibatnya saat menghadapi kesempatan investasi yang besar perusahaan terkendala oleh keterbatasan dana. Untuk mengatasi kendala tersebut, perusahaan mengambil kebijakan utang, namun kebijakan tersebut memungkinkan terjadinya konflik keagenan antara *shareholders* dan *bondholders*. Untuk mengatasi konflik tersebut perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi mengambil kebijakan utang (*leverage*) yang rendah. Bahkan cenderung untuk menggunakan sumber dana internal untuk mengambil kesempatan investasi yang ada.

Hasil pengujian ini sesuai dengan teori *investment opportunity set* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *growth opportunity* yang besar memiliki *leverage* yang kecil. Hal ini disebabkan perusahaan dengan *growth opportunity* yang besar aktif melakukan investasi, memiliki *cash flow* dan *assets in place* yang kecil. Saat perusahaan memperoleh kesempatan investasi dengan NPV positif, perusahaan mengambil utang untuk dapat mengeksekusi kesempatan investasi tersebut. Namun, pengambilan utang justru menyebabkan konflik antara *shareholders* dan *bondholders*. Untuk menghindari konflik tersebut perusahaan memutuskan untuk menggunakan dana internal atau mengambil utang dalam jumlah kecil.

Hasil pengujian ini sejalan dengan hasil penelitian yang telah dilakukan Billett *et al* (2007), Dang (2010), dan Fatmasari (2010). Hasil penelitian ketiganya menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Hasil pengujian SPSS terhadap hipotesis kedua menunjukkan bahwa variabel moderating berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage* dipengaruhi oleh *debt covenant*.

Debt covenant memberikan jaminan kepada *bondholders* bahwa perusahaan akan mendahulukan pembayaran utang kepada *bondholders*. Dengan adanya *debt covenant* para *bondholders* tidak ragu untuk menanamkan modal dalam jumlah besar pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Dengan demikian kebutuhan modal dalam jumlah besar pada perusahaan dengan kesempatan tinggi dapat terpenuhi.

Hasil pengujian ini sejalan dengan hasil penelitian Billett *et al* (2007) dan Fatmasari (2010). Hasil penelitian keduanya menunjukkan bahwa *debt covenant* terbukti mampu memperlemah pengaruh negatif *growth opportunity* terhadap *leverage*.

DAFTAR PUSTAKA

- Barclay, Michael J. dan Clifford W. Smith, Jr.1995.The Maturity Structure of Corporate Debt.*The Journal of Finance*, Vol.L, No.2, pp.609-631
- Billett, Matthew *et al*.2007."Growth Opportunity and The Choice of *Leverage*, Debt Maturity, and Covenants."*The Journal of Finance*, Vol.LXII, No.2, pp.1-29.Diakses tanggal 30 Maret 2011, dari SSRN Electronic Journal
- Fatmasari, Rhini.2010.Hubungan antara Growth Opportunity dengan Debt Maturity dan Kebijakan *Leverage* serta Fungsi Covenant dalam Mengontrol Konflik Keagenan antara Shareholders dan Debtholders.*Jurnal Simposium Nasional Akuntansi XIII*
- Ghozali, Imam.2007.*Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang:Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gujarati, D.2003.*Ekonometrika Dasar*.Jakarta:Penerbit Erlangga
- Horne, James C. dan John M. Wachowicz.2007.*Prinsip – Prinsip Manajemen Keuangan Buku 2*.Edisi 12.Jakarta:Salemba Empat
- Husnan, Suad.2000.*Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan Buku 1*.Edisi 4.Yogyakarta:BPFE
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling.1976."Theory of the Firm:Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure."*Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.Diakses tanggal 18 April 2011, dari SSRN Electronic Journal
- Kallapur, Sanjay and Mark A.Trombley.1999.The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth.*Journal of Business & Accounting*, Vol.26, pp.505-519
- Leland, Hayne E. and Klaus Bjerre Toft.1996."Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads."*The Journal of Finance*, Vol LI, No. 3, pp.987-1019.Diakses tanggal 18 April 2011, dari SSRN Electronic Journal
- Myers, S.C.1977."The Determinants of Corporate Borrowing."*Journal of Financial Economics*, Vol.5, pp.147-175.Diakses tanggal 18 April 2011, dari SSRN Electronic Journal
- Sekaran, Uma.2006.*Metodologi Penelitian untuk Bisnis Buku 1*.Edisi 4.Jakarta:Salemba Empat

- Subekti, Imam dan Indra Wijaya Kusuma.2001.Asosiasi Antara Set Kesempatan Investasi Dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya Pada Perubahan Harga Saham.*Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 4, No 1, h.44-63
- Sunarsih.2004.Analisis Simultanitas Kebijakan Utang dan Kebijakan Maturitas Utang serta Faktor – Faktor yang Mempengaruhinya.*Jurnal Siasat Bisnis*, Vol.1, No.9, h.65-84