

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **A. Landasan Teori**

##### 1. Trade Off Theory

Teori *trade off* yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1963) yang menyatakan bahwa hutang digunakan untuk melindungi laba dan pajak. Sehingga untuk menghindari adanya pembiayaan hutang secara 100 %, maka dibutuhkan pengimbangan biaya hutang. Teori *trade-off* dalam Hanafi (2013) menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat hutang perusahaan maka akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. Hal tersebut dikarenakan perusahaan yang berhutang harus membayar bunga. Beban bunga yang tinggi dapat memungkinkan perusahaan tidak dapat membayar sehingga perusahaan dapat dibangkrutkan.

*Trade off theory* dalam Frank dan Goyal (2007) mengungkapkan bahwa sebuah perusahaan dikatakan mengikuti statis teori trade-off jika leverage perusahaan ditentukan oleh satu periode trade-off antara manfaat pajak dari hutang dan biaya bobot mati kebangkrutan. Sedangkan dalam Mutamimah dan Rita (2009), dalam *trade off theory*, perusahaan mendasarkan keputusan pendanaan pada struktur modal yang optimal. Myers (1984) menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal berarti ada keseimbangan antara perisai pajak hutang (*debt-tax shield*) terhadap biaya kebangkrutan. Dengan struktur

modal yang optimal, maka perusahaan mempunyai probabilitas untuk membayar hutang tepat waktu sehingga akan mengurangi kemungkinan tidak mampu membayar hutang.

## 2. Pecking Order Theory

Teori *pecking order* mempertimbangkan sumber pendanaan yang paling utama bagi perusahaan antara laba ditahan, hutang, dan ekuitas. Menurut Hanafi (2013), dalam teori ini dijelaskan urutan dalam penggunaan dana oleh manajer, skenario urutan dalam *Pecking Order Theory* adalah sebagai berikut ini :

- a) Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
- b) Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan deviden yang tiba-tiba. Dengan kata lain, pembayaran deviden diusahakan konstan atau, kalau berubah terjadi secara gradual dan tidak berubah dengan signifikan
- c) Karena kebijakan deviden yang konstan (*sticky*), digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat-saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang

lain. Jika kas tersebut lebih besar, perusahaan akan membayar hutang atau membeli surat berharga. Jika kas tersebut lebih kecil, perusahaan akan menggunakan kas yang dipunyai atau menjual surat berharga.

- d) Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu perusahaan akan memulai dengan utang, kemudian dengan surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

Menurut teori ini, manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Untuk membiayai kegiatan investasi, perusahaan akan menggunakan dana internal sebagai pilihan pertama, lalu hutang, dan kemungkinan terakhir adalah menggunakan dana eksternal yaitu melalui penerbitan saham. Adapun pembagian deviden juga akan menjadi beban sehingga akan mengurangi kas. Perusahaan dapat mencari dana untuk pembayaran deviden selain dari kas yaitu dengan penerbitan saham.

Secara keseluruhan teori pecking order ini bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang lebih kecil (Hanafi, 2013). Perusahaan tidak perlu menggunakan dana eksternal karena perusahaan telah memiliki dana internal dari perolehan laba. Myers, Myers dan Majluf (1984) dalam Mutamimah dan Rita (2009) menyatakan bahwa jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan lebih menyukai hutang dibanding sumber dana eksternal lain. Husnan (1996)

dalam KP (2008) menyatakan bahwa dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang dikarenakan dua alasan, yaitu:

1) Pertimbangan biaya emisi.

Biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya penerbitan saham baru. Hal ini disebabkan karena harga saham baru akan menurunkan harga saham lama.

2) Manajer akan khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk (*bad news*) oleh pemodal dan akan membuat harga saham turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh adanya asimetri informasi antara pihak manajemen dengan pihak pemodal.

Pendapat diatas juga didukung dengan adanya pendapat dari Myers dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) yang menyatakan bahwa ada asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar: manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar. Manajer akan melakukan kebijakan yang bertolak belakang dengan apa yang diinginkan pemegang saham. Manjer lebih memilih hutang dikarenakan adanya biaya asimetri hutang yang lebih kecil dariada biaya asimetri penerbitan saham. Adapun hutang memiliki ketidakpastian pendapatan yang lebih kecil daripada penerbitan saham.

### 3. *Leverage* (Kebijakan Hutang)

Modal suatu perusahaan dapat diperoleh dari modal sendiri, hutang, dan emisi. Kebijakan pendanaan suatu perusahaan bergantung pada tingkat

profitabilitas yang dihasilkan dan keputusan pendanaan manajer keuangan perusahaan. Purnama dan Abundati (2014) dalam Suwardika dan Mustanda (2017) menyatakan bahwa untuk memperoleh sumber pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan seperti penyusutan dan laba ditahan, selain itu perusahaan juga dapat memperoleh sumber pendanaan dari luar perusahaan misalnya hutang dan penerbitan saham. Terdapat empat faktor yang dapat mempengaruhi keputusan struktur modal menurut Brigham dan Huston (2001), yaitu:

- a. Risiko bisnis, atau tingkat risiko yang terkandung dalam operasi perusahaan apabila ia tidak menggunakan hutang. Makin besar risiko bisnis perusahaan, makin rendah rasio hutang yang optimal.
- b. Posisi pajak perusahaan. Alasan utama menggunakan hutang adalah karena biaya bunga dapat dikurangkan dalam bentuk pengurangan pajak, sehingga menurunkan biaya hutang yang sesungguhnya.
- c. Fleksibilitas keuangan, atau kemampuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang wajar dalam keadaan yang memburuk.
- d. Konservatisme atau agresivitas manajemen. Sebagian manajer lebih agresif dari yang lain, sehingga sebagian perusahaan lebih cenderung menggunakan hutang untuk meningkatkan laba.

Hutang merupakan salah satu solusi bagi perusahaan untuk mendapatkan dana secara cepat jika kekurangan modal sendiri dan menganggap menjual saham akan mempersulit perusahaan dengan tuntutan pembayaran deviden dari para pemegang saham kelak. Solvabilitas (*leverage*) digambarkan untuk

melihat sejauhmana asset perusahaan dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan modal sendiri (Weston dan copeland, 1999). Sedangkan menurut Riyanto (2001), *leverage* dapat didefinisikan sebagai penggunaan aktiva atau dana untuk penggunaan dimana perusahaan harus menutup biaya tetap atau membayar beban tetap.

Jika rasio hutang perusahaan semakin tinggi maka perusahaan akan memiliki resiko yang semakin besar karena dalam berhutang perusahaan harus membayar bunga dan jika perusahaan tidak dapat membayar maka kemungkinan buruknya perusahaan akan mengalami kebangkrutan. Kebangkrutan dapat terjadi kepada sebuah perusahaan yang menghasilkan total aktiva kurang dari total kewajiban. Menurut Horne (1997) dalam Analisa (2011), rasio *leverage* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tidak *solvable*, artinya total hutangnya lebih besar dibandingkan dengan total assetnya.

Perusahaan yang baik memiliki komposisi modal yang lebih besar daripada hutang. Perusahaan yang memiliki laba tinggi cenderung menggunakan sedikit hutang karena perusahaan akan memiliki laba ditahan yang besar untuk kegiatan operasional. Perusahaan yang baik akan menggunakan hasil dari profitabilitas daripada hutang mengingat resiko bisnis yang akan dihadapi.

#### 4. Kondisi Pasar

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Ananda dkk (2016) kesempatan investasi merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, dalam hal ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan keuntungan yang lebih besar. Perusahaan yang sangat *leverage* lebih cenderung melewatkan peluang investasi yang menguntungkan (Myers, 1977 dalam Rajan dan Zingales, 1995). Manajer harus lebih mempertimbangkan menggunakan *equity finance* dalam menggunakan peluang investasi ini agar dapat tumbuh dengan maksimal. *Market to Book Ratio* berkaitan erat dengan pasar modal sehingga *Market to book ratio* mencerminkan kondisi pasar. Perusahaan akan mengeluarkan ekuitas saat harga tinggi dan membeli ekuitas saat harga turun. Baker dan Wurgler (2002) menyatakan bahwa akun leverage yang paling realistis adalah bahwa hal itu mencerminkan upaya para manajer untuk menyeimbangkan pasar ekuitas - mengeluarkan ekuitas saat pasar menerima.

Kondisi pasar dapat berpengaruh terhadap hutang jangka panjang seperti obligasi. Menurut Brigham dan Houston (2001), kondisi di pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panjang dan pendek yang dapat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yang optimal. Perusahaan akan memilih untuk berpindah dari obligasi ke hutang jangka pendek atau saham saat keadaan memburuk dan berpindah kembali ke obligasi saat keadaan membaik.

## 5. Profitabilitas

Astuti (2004) dalam Sawardika dan Mustanda (2017) menyatakan bahwa profitabilitas adalah keuntungan perusahaan yang berasal dari penjualan yang telah dilakukan. Surya dan Rahayuningsih (2012) dalam Irawan dkk (2016) menjelaskan profitabilitas adalah hubungan antara pendapatan dan biaya yang dihasilkan dari penggunaan aset total badan usaha dalam aktivitas produksi. Profitabilitas yaitu kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba.

Dalam laporan keuangan, profitabilitas tertulis dalam laporan laba rugi perusahaan. Ahmad dan Ali, 2017 menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi mempunyai kesempatan yang besar untuk meminjam dari lembaga keuangan untuk mengambil keuntungan dari intensif yang dapat dikurangkan dari pajak. Namun perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi umumnya menggunakan hutang relatif kecil sebagai sumber pendanaan karena perusahaan dapat menggunakan hasil dari investasi sebagai laba ditahan.

Profitabilitas tinggi juga akan berpengaruh pada kekayaan dan ketertarikan investor serta kreditur. Perusahaan yang *profitable* menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai potensi untuk membayar return yang tinggi bagi investor dan membayar pinjaman serta bunga tepat waktu. Hal ini perlu diperhatikan oleh pihak stakeholder agar memastikan perusahaan memperoleh profit yang maksimal. Syamsudin (2007) dalam Syadeli (2013) menyatakan bahwa para kreditur, pemilik perusahaan dan terutama sekali pihak manajemen



perusahaan akan berusaha meningkatkan keuntungan ini, karena disadari betul betapa pentingnya arti keuntungan bagi masa depan perusahaan.

#### 6. *Tangibility Assets*

Kepemilikan aset tetap berwujud (*tangibility assets*) penting untuk dimiliki oleh sebuah perusahaan. Aset berwujud yang dimaksud adalah aset tetap perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan atas hutang dan memberi keamanan bagi peminjam seandainya terjadi *financial distress* karena nilai dari aset tetap (*tangible assets*) lebih tinggi dibanding nilai aset variabel (Zuliani, 2014). Natasari (2014) mengungkapkan bahwa aset tetap merupakan aset berwujud yang diperoleh dalam bentuk siap pakai, digunakan dalam operasi perusahaan dan tidak dimaksudkan untuk dijual dalam rangka kegiatan normal perusahaan dan mempunyai masa manfaat lebih dari satu tahun.

Sebuah perusahaan akan lebih baik memiliki nilai *tangibility assets* yang lebih besar daripada nilai *intangibility assets* – nya jika menginginkan pinjaman sebagai sumber pendanaan. Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa perusahaan yang aktivanya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit akan lebih banyak menggunakan hutang karena investor selalu memberikan pinjaman apabila mempunyai jaminan. Salah satu faktor *tangible asset* penting dimiliki perusahaan adalah bahwa *tangible asset* mudah dijamin dan demikian mengurangi biaya agen dari hutang (Rajan dan Zingales, 1995). Perusahaan yang memiliki *tangibility assets* tinggi akan mendapatkan kepercayaan yang tinggi dari kreditur. Perusahaan yang tidak memiliki

*tangibility assets* cenderung akan membayar hutang dengan jumlah yang lebih tinggi karena tidak mempunyai jaminan.

#### 7. Ukuran Perusahaan

Menurut Hermuningsih (2012), ukuran perusahaan adalah rata-rata total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai beberapa tahun. Perusahaan besar adalah perusahaan yang menghasilkan total aktiva yang besar. Untuk menghasilkan total aktiva yang besar, perusahaan juga membutuhkan modal yang besar.

Ukuran perusahaan menjadi faktor penting bagi manajer untuk melakukan kebijakan pendanaan karena perusahaan dapat mengandalkan laba yang dihasilkan untuk operasional perusahaan daripada menggunakan hutang. Ukuran perusahaan pada dasarnya mencerminkan nilai perusahaan. Sebuah perusahaan yang bernilai tinggi, akan mudah untuk memperoleh sumber pendanaan dari investor maupun kreditor. Selain itu perusahaan besar juga mempunyai kecil kemungkinan untuk rentan bangkrut.

#### 8. *Non Debt Tax Shield* (NDTS)

Semakin besar perusahaan maka semakin besar pula laba yang dihasilkan sehingga perusahaan akan membayar pajak yang lebih besar. Untuk mengurangi beban pembayaran pajak yang berlebih maka perusahaan harus memperbesar biaya. Menurut Mahardika dan Aji (2017), *non-debt tax shield* merupakan bentuk penghematan perusahaan dari pajak yang dikenakan. Umar

(2016) menyatakan bahwa bagi perusahaan, biaya yang dapat mengurangi besar laba merupakan keuntungan karena semakin besar biaya maka pajak yang dibayarkan semakin kecil.

Besarnya pembayaran pajak yang harus dibayarkan perusahaan memunculkan adanya *debt tax shield* dimana *debt tax shields* merupakan keuntungan yang diperoleh dari biaya bunga pada perusahaan yang berhutang. Besar aset tetap perusahaan juga mempengaruhi pajak yang dibayarkan. Hal ini karena perusahaan dapat memperoleh penghematan pajak dari biaya depresiasi aset tetap perusahaan atau biasa disebut *non-debt tax shield*.

*Non debt tax shield* adalah pengurangan pajak pendapatan perusahaan yang bukan berasal dari bunga hutang (Deitiana dan Anggraini, 2014). Menurut Krisnanda dan Wiksuana (2015), *Non-debt tax shield* (NDTS) atau penghematan pajak yang bukan bersumber dari hutang merupakan penghematan pajak yang bukan berasal dari bunga pinjaman yang dibayarkan.

## **B. Hasil Penelitian Terdahulu**

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang mendasari dilakukannya penelitian tentang kebijakan hutang (*leverage*) ini. berikut adalah beberapa penelitian terdahulu tersebut diantaranya:

Penelitian dari Rajan dan Zingales (1995) yang berjudul “*What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data*”. Judul tersebut berarti “Apa yang Kita Tahu tentang Struktur Modal? Beberapa Bukti dari Data Internasional”, dengan variabel dependen *tangibility assets, market to*

*book ratio*, *size*, dan *profitability* serta variabel independen yaitu *leverage*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan bertambahnya *tangibility* maka *book leverage* meningkat sedangkan jika dilihat dari pasar maka perusahaan dengan total aset yang tinggi akan memiliki *leverage* yang rendah, *market-to book ratio* berkorelasi negatif terhadap *book leverage* dan *market leverage*, *size* berkorelasi negatif terhadap *leverage*, dan *profitability* berkorelasi negatif terhadap *leverage*.

Penelitian dari Puspitasari dkk (2016) yang berjudul “Pengaruh *Profitability*, *Tangible*, *Leverage*, *Corporate Tax*, dan *Inflation Rate* terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia”. Penelitian ini menggunakan alat analisis regresi linier berganda dengan hasil *profitability*, *tangible*, *leverage*, *corporate Tax*, dan *inflation Rate* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian dari Mutamimah dan Rita (2009) yang berjudul “Keputusan Pendanaan : Pendekatan *Trade Off Theory* dan *Pecking Order Theory*”. Penelitian ini meneliti *non-debt tax shield*, *size*, likuiditas, *profitability*, defisit kas, dan investasi terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan *go public* di Pasar Modal Indonesia. Hasil dari penelitian ini yaitu : berdasarkan *trade off theory*, menunjukkan bahwa secara parsial tidak ada variabel yang secara signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan, namun secara simultan variabel-variabel *non-debt tax shield*, *size*, dan likuiditas berpengaruh terhadap keputusan pendanaan sedangkan berdasarkan *pecking order theory*, menunjukkan bahwa secara parsial hanya variabel defisit kas dan investasi yang secara signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan.

Penelitian dari Prasetya dan Asandimitra (2014) yang berjudul “Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, *Growth Opportunity*, Likuiditas, Struktur Aset, Resiko Bisnis, dan *Non-Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Sub-Sektor Barang Konsumsi”. Penelitian ini menggunakan alat analisis regresi linier berganda dengan hasil penelitian bahwa ada pengaruh negatif antara profitabilitas dengan struktur modal sedangkan ukuran perusahaan, *growth opportunity*, likuiditas, struktur aset, resiko bisnis, dan *non-debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Penelitian dari Mahardika dan Aji (2017) yang berjudul “Analisis Perbandingan Profitabilitas, Struktur Aset, *Growth*, *Non-Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal Perusahaan”. Penelitian ini menggunakan alat analisis regresi linier berganda dengan hasil profitabilitas dan struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal, *growth* tidak berpengaruh terhadap struktur modal, NDTS berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan *development board* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Penelitian dari Yandrawati dan Adhianza (2013) yang berjudul “Faktor-faktor yang Berpengaruh terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS) pada Perusahaan Manufaktur yang Tersaftar di Bursa Efek Indonesia”. Penelitian ini menggunakan alat analisis regresi linier berganda dengan hasil terdapat pengaruh negatif antara kebijakan deviden terhadap IOS, terdapat pengaruh antara risiko investasi terhadap IOS, terdapat pengaruh positif antara profitabilitas terhadap IOS, terdapat pengaruh antara likuiditas terhadap IOS, terdapat pengaruh yang

positif antara rasio aktifitas terhadap IOS, dan tidak terdapat pengaruh yang negatif antara kebijakan hutang terhadap IOS.

Penelitian dari Deitiana dan Anggraini (2014) yang berjudul “Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Leverage* pada PT Astra Internasional Tbk dan Anak Perusahaannya”. Penelitian ini menghasilkan variabel *firm size* dan *liquidity* berpengaruh terhadap *leverage*, sedangkan variabel *growth*, *non-debt tax shield*, *profitability*, *fixed asset*, *business risk*, dan *liquidity* tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Penelitian dari Dananti (2011) yang berjudul “Sebuah Tinjauan Empiris terhadap Profitabilitas, Peluang Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Kebijakan *Leverage* “. Penelitian ini menggunakan alat analisis regresi linier berganda dengan hasil penelitian secara bersama, variabel profitabilitas, peluang investasi, dan kepemilikan manajerial tidak cukup bukti untuk mempengaruhi kebijakan *leverage* pada perusahaan manufaktur.

Penelitian dari Krisnanda dan Wiksuana (2015) yang berjudul “Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, dan *Non-Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan alat analisis regresi linier berganda dengan hasil penelitian variabel ukuran perusahaan mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal, pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal, dan NDTs berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian dari Tilehnouei dan Shivaraj (2014) yang berjudul “*Relationship Between Market-to-Book Equity Ratio and Firm’s Leverage: A Case Study of Firms Listed on National Stock Exchange of India (NSE)*” yang berarti “Hubungan Antara *Market-to-Book Equity Ratio* dan Kebijakan Hutang Perusahaan: Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Nasional India (NSE)”. Hasil dari penelitian ini yaitu bahwa terdapat hubungan negatif antara *Market-to-Book Equity Ratio* dengan Kebijakan Hutang perusahaan.

### C. Hipotesis

#### 1. Pengaruh Kondisi Pasar Terhadap *Leverage*

Konsep pendanaan menurut *pecking order* menyatakan bahwa manajer akan memilih dana internal dalam bentuk laba ditahan sebagai sumber pendanaan utama perusahaan. Ketika perusahaan memiliki masalah laba yang dihasilkan tidak mencukupi untuk membiayai operasional, maka manajer akan melakukan hutang baru menerbitkan saham sbagai pilihan terakhir.

*Pecking order theory* mengungkapkan bahwa *Market to Book Ratio* (M/B) merupakan proksi dari *investment opportunities* (peluang investasi) Rajan dan Zingales (1995). (Baker dan Wurgler, 2002) menyatakan bahwa *market-to-book ratio* terkait dengan kondisi pasar. Perusahaan akan melihat kondisi pasar sebagai alternatif perusahaan memperoleh pendanaan selain dari internal. Ketika perusahaan memiliki masalah laba yang dihasilkan tidak mencukupi untuk membiayai operasional, maka manajer akan berhutang.

Hutang tentunya akan sangat berguna ketika perusahaan berada pada kondisi pasar yang tidak menguntungkan karena hutang memiliki resiko yang lebih rendah daripada saham. Adanya biaya asimetri yang harus dibayarkan membuat perusahaan lebih memilih hutang. Biaya asimetri hutang jauh lebih kecil dari pada penerbitan saham dan pendapatan dari hutang lebih pasti atau tetap (dari bunga) dari pada penerbitan saham yang mempunyai ketidakpastian yang tinggi. Karena itu saham menjadi pilihan terakhir sebagai sumber pendanaan. Hasil penelitian terdahulu yang dapat mendukung bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh negatif terhadap *leverage* yaitu dari Rajan dan Zingales (1995), Frank dan Goyal (2007), Frank dan Goyal (2009), Tilehnouei dan Shivaraj (2014).

H<sub>1</sub> : Kondisi Pasar berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

## 2. Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Leverage*

Perusahaan dengan kemampuan menghasilkan laba yang tinggi akan mampu memenuhi kebutuhan pendanaanya sendiri. Bahkan perusahaan tidak perlu untuk mencari sumber pendanaan lain dari pihak eksternal. Untuk itu perusahaan dapat memanfaatkan laba sebagai dana internal sebagai sumber pendanaan. Teori *pecking order* telah menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi tidak memerlukan dana eksternal. Manajer akan lebih memilih dan mengutamakan penggunaan dana internal dari pada dana eksternal.



Ketiadaan beban bunga, kebebasan membuat kebijakan tanpa campur tangan pihak eksternal dan resiko yang lebih kecil menjadi beberapa faktor manajer lebih memilih dana internal. Penelitian dari Prasetya dan Asandimitra (2014), Mahardika dan Aji (2017) menyatakan bahwa *profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H<sub>2</sub> : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *Leverage*.

### 3. Pengaruh *Tangibility Assets* Terhadap *Leverage*

Kebutuhan perusahaan akan dana internal bergantung kepada laba yang dihasilkan. Manajer akan berusaha meningkatkan pendanaan demi meningkatnya dana internal. Namun ada kalanya perusahaan tidak memiliki cukup dana internal untuk memenuhi kegiatan operasionalnya. Untuk itu perusahaan dapat menggunakan pilihan memperoleh pendanaan dari eksternal.

Pendanaan dari eksternal dapat diperoleh dari hutang dan penerbitan saham, namun manajer akan lebih baik memilih hutang sebelum penerbitan saham sesuai teori *pecking order* karena hutang memiliki resiko yang lebih kecil daripada penerbitan saham. Perusahaan akan diuntungkan dengan kepemilikan aset tetap berwujud yang dimiliki sehingga akan mempengaruhi tingkat kemudahan perusahaan yang ingin memiliki pendanaan dari hutang.

Aset tetap berwujud atau *tangibility asset*, dapat dijadikan penjamin (*collateral*) kepada kreditur. Tentunya kreditur akan lebih percaya kepada perusahaan yang memiliki *tangibility assets* yang besar. Hal ini sesuai dengan

hasil penelitian dari Prasetya dan Asandimitra (2014), Puspitasari dkk (2016) bahwa *tangible asset* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

H<sub>3</sub> : *Tangibility Assets* berpengaruh positif terhadap *Leverage*.

#### 4. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap *Leverage*

Sebuah perusahaan dapat dikatakan besar jika perusahaan telah berdiri cukup lama, memiliki penjualan yang besar, memiliki pendapatan tinggi dan total aset yang besar. Teori *pecking order* memprediksi adanya hubungan terbalik antara *leverage* dan ukuran perusahaan. Semakin besar perusahaan maka semakin sedikit kemungkinan perusahaan memiliki hutang.

Perusahaan besar mempunyai keuntungan lebih dikenal dan berpotensi memiliki hasil penjualan dan total aset yang besar. Semakin besar pendapatan maka sebuah perusahaan akan memiliki potensi laba yang besar pula. Untuk itu, perusahaan besar tidak perlu untuk menggunakan hutang sebagai sumber pendanaanya karena perusahaan dapat menggunakan pendapatan sebagai laba ditahan.

Hal ini sesuai dengan hasil penelitian dari Rajan dan Zingales (1995), Nuraini (2012), Suryani dan Khafid (2015), Trisnawati (2016) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

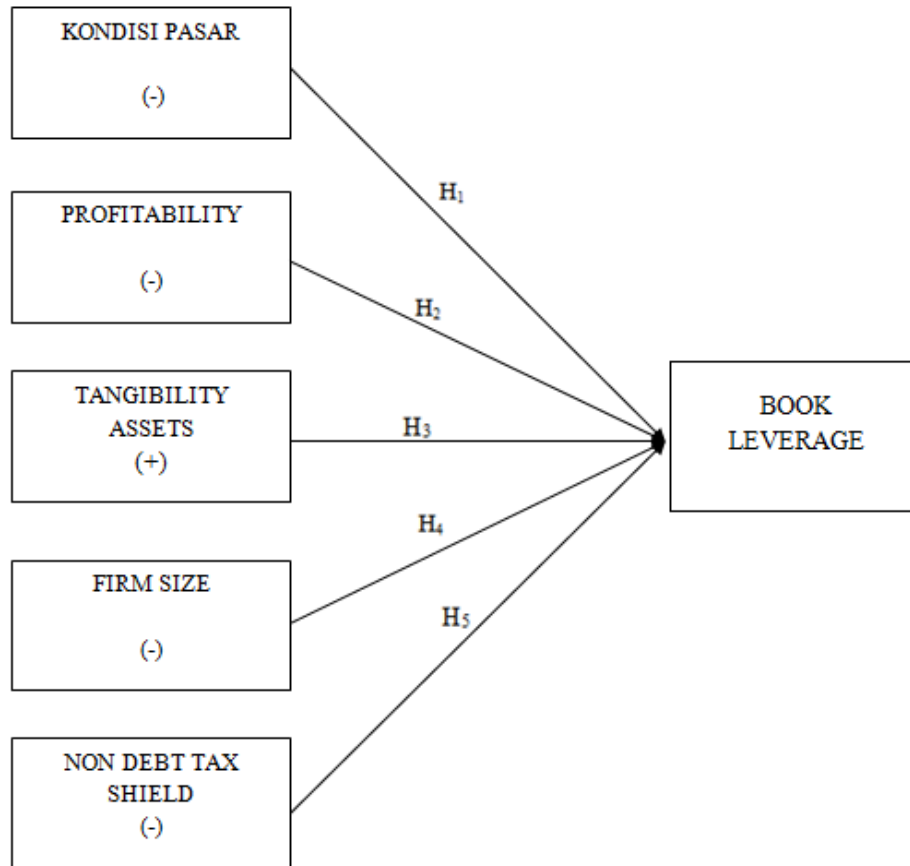
H<sub>4</sub> : Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

## 5. Pengaruh *Non Debt Tax Shield* Terhadap *Leverage*

*Non-debt tax shield* merupakan perisai pajak yang berasal bukan dari hutang. *Non-debt tax shield* dapat didapatkan dari biaya penyusutan atau depresiasi aset tetap yang dimiliki perusahaan dalam bentuk penghematan pajak. Umar (2016) menyatakan bahwa besarnya aset tetap perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan memiliki sumber pendanaan internal yang besar. Untuk itu, perusahaan tidak perlu untuk menaikkan hutang demi mengurangi pajak yang dibayarkan.

Sesuai dengan teori *pecking order* bahwa perusahaan akan mengutamakan dana internal, maka perusahaan yang memiliki aset tetap yang besar akan lebih baik dan menguntungkan jika memanfaatkan depresiasi sebagai pengurang pajak daripada memilih hutang. Hal ini sesuai dengan penelitian dari Mahardika dan Aji (2017), dan Gao (2016) bahwa NDTS berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

$H_5$  : *Non-debt Tax Shield* berpengaruh negatif terhadap *Leverage*.

**D. Model Penelitian**

**Gambar 2.1**  
Model Penelitian