

PENGARUH KONDISI PASAR, PROFITABILITAS, *TANGIBILITY ASSETS*, UKURAN PERUSAHAAN, DAN *NON-DEBT TAX SHIELD* TERHADAP LEVERAGE
(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016)

Oleh: Mutiara Islamiyati

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kondisi pasar, profitabilitas, *tangibility assets*, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield* terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur di Indonesia dimana kondisi pasar diprosikan dengan *market-to-book ratio* dan *leverage* dihitung menggunakan *book leverage*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 59 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012-2016.

Penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel sebagai metode analisis. Hasil statistik menunjukkan bahwa kondisi pasar berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*. *Non-debt tax shield* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *leverage*. *Tangibility assets* berpengaruh negatif tidak signifikan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *leverage*.

Kata kunci: *leverage*, kondisi pasar, profitabilitas, *tangibility assets*, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield*.

PENDAHULUAN

Di era globalisasi sekarang ini, persaingan perusahaan semakin tinggi namun setiap perusahaan pasti memiliki tujuan yang sama dalam hal untuk memperoleh laba sebanyak-banyaknya sehingga dapat mensejahterakan para pemegang saham. Baik itu perusahaan kecil yang belum menjual sahamnya maupun perusahaan besar yang telah menjual sahamnya sangat memerlukan modal untuk dapat mengembangkan usahanya melalui kegiatan operasional perusahaan maupun investasi. Semakin besar modal atau dana perusahaan maka akan semakin besar pula hasil yang akan diperoleh perusahaan. Ada beberapa pilihan dalam memperoleh modal selain menggunakan modal sendiri yaitu dengan menjual ekuitas atau saham dan melakukan hutang kepada kreditur. Perusahaan pastinya akan lebih memilih menggunakan modal sendiri jika memungkinkan karena penggunaan modal sendiri memiliki resiko yang paling kecil daripada hutang. Adapun modal sendiri pada dasarnya adalah modal yang

berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam di dalam perusahaan untuk waktu yang tidak tertentu lamanya (Riyanto, 1993). Modal sendiri dapat berasal dari intern dan ekstern perusahaan. Modal intern berasal dari laba yang dihasilkan perusahaan dan modal ekstern berasal dari pemilik perusahaan. Hal ini baik bagi perusahaan jika perusahaan menggunakan modal intern, namun hal tersebut akan menyulitkan perusahaan untuk berkembang jika laba yang diperoleh perusahaan tidak banyak. Jika perusahaan menggunakan opsi menjual ekuitas, perusahaan harus rela membagi laba untuk pembagian deviden kepada pemilik saham sedangkan dengan hutang perusahaan mempunyai kewajiban untuk membayar bunga kepada kreditur.

Pada dasarnya keputusan pendanaan suatu perusahaan bergantung pada pemegang kekuasaan internal perusahaan yaitu manajer keuangan. Keputusan manajer keuangan dalam memutuskan sumber pendanaan yang akan digunakan akan memperlihatkan kondisi perusahaan dan tujuan yang akan dicapai perusahaan. Keputusan manajer keuangan ini kerap kali menjadi sumber konflik agensi antara manajer dengan para pemegang saham dikarenakan perbedaan kepentingan antara kedua pihak. Pemegang saham menginginkan laba dibagikan sebagai deviden sedangkan manajemen menginginkan laba digunakan untuk laba ditahan untuk membiayai dan menaikkan operasional perusahaan. Modal perusahaan yang diperoleh dari hutang juga dapat berpotensi menyebabkan konflik agensi antara pemegang saham dan pemegang hutang dikarenakan pembagian keuntungan yang tidak adil bilamana perusahaan mengalami peningkatan laba. Harga saham meningkat, keuntungan pemegang saham meningkat, namun pemegang utang hanya akan memperoleh hasil dari bunga.

Adanya bunga yang harus dibayar perusahaan sebagai salah satu resiko dalam berhutang, tentunya membuat tidak semua perusahaan mempunyai kemampuan untuk dipercaya sebagai pihak yang layak diberi hutang. Perusahaan akan mudah untuk memperoleh hutang salah satunya adalah jika perusahaan tersebut memiliki aset tetap berwujud (*tangibility assets*) sehingga dapat diketahui tingkat likuiditas perusahaan. Aset perusahaan yang berwujud dapat dijadikan agunan untuk mengurangi resiko pemberi pinjaman menderita biaya agen dari hutang dan oleh karena itu, semakin besar proporsi aset berwujud pada neraca, semakin rela pemberi pinjaman memberikan pinjaman, dan leverage harus lebih tinggi (Rajan dan Zingales, 1995). Selain itu kreditur juga akan memperhatikan tingkat solvabilitas perusahaan sebelum memutuskan pemberian kredit untuk mengetahui kemampuan perusahaan untuk memenuhi semua kewajiban finansialnya. Riyanto (1993) menyatakan bahwa suatu perusahaan yang solvabel berarti bahwa perusahaan tersebut mempunyai suatu aktiva atau kekayaan yang cukup untuk membayar semua hutang-hutangnya, tetapi tidak

dengan sendirinya bahwa perusahaan itu likuid. Menurut Puspitasari dkk (2016) dan Irawan dkk (2016), *tangibility assets* berpengaruh positif terhadap struktur modal sedangkan menurut Chandra (2012), *tangibility assets* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan untuk operasional dapat menjadi sebuah solusi untuk meningkatkan laba, namun jika hutang semakin tinggi maka semakin tinggi pula rasio suku bunganya. Jika rasio suku bunga semakin tinggi dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutup beban bunga, maka pemegang sahamnya harus menutupi kekurangan, dan perusahaan akan bangkrut jika mereka tidak sanggup (Brigham & Houston, 2001). Isu kebangkrutan akibat hutang ini menjadi salah satu faktor penting bagi manajer untuk memutuskan apakah hutang baik digunakan sebagai sumber pendanaannya.

Di samping itu, modal yang banyak yang dimiliki sebuah perusahaan akan membangun semangat kerja manajemen perusahaan sehingga manajemen tidak akan menemui kendala terhadap kurangnya dana dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Modal perusahaan dibagi menjadi modal jangka pendek dan modal jangka panjang. Modal jangka pendek dapat berasal dari internal atau modal sendiri, hutang jangka pendek, dan dari pemegang saham yang biasanya digunakan untuk biaya kegiatan operasional perusahaan sedangkan modal jangka panjang dapat berasal dari eksternal yaitu hutang jangka panjang seperti obligasi yang biasanya digunakan untuk biaya ekspansi bisnis dan investasi.

Perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi cenderung menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit. Karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan tersebut melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2001). Namun penggunaan modal sendiri secara terus-menerus akan membatasi perkembangan perusahaan karena terbatasnya dana dan kurangnya resiko yang akan menyebabkan kurangnya tekanan manajer untuk berkembang dan bersaing dengan perusahaan lain. Selain itu perusahaan yang telah berkembang akan menerima kepercayaan yang tinggi dari investor maupun kreditur karena mereka tidak perlu untuk mengawatirkan tingkat pembayaran return bagi investor dan ketidakmampuan pembayaran bunga bagi kreditur. Menurut Puspitasari dkk (2016), profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal sedangkan menurut Prasetya dan Asandimitra (2014), profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Sebuah perusahaan tidak akan pernah terhindar dari beban pajak. Beban pajak yang tinggi akan mengurangi pendapatan perusahaan. Adanya bunga dari hutang akan membuat pajak yang dibayarkan perusahaan berkurang sehingga perusahaan dapat mengurangi beban pajak dari laba yang dihasilkan. Beban pajak cenderung lebih tinggi daripada bunga, pajak dihitung sesuai asset, penghasilan,

dan biaya operasional perusahaan, sedangkan bunga dihitung dari besar hutang yang tidak akan berubah. Pengurangan pajak karena bunga akan memberikan signal kepada para pemegang saham bahwa perusahaan akan mendapat keuntungan bersih yang lebih tinggi daripada perusahaan tanpa hutang. Untuk itu perusahaan perlu memiliki *non-debt tax shield* atau perisai pajak yang bukan dari hutang. Menurut Krisnanda dan Wiksuana (2015), *non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap struktur modal sedangkan menurut Mahardika dan Aji (2017), *non-debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Keputusan pendanaan oleh manajer keuangan juga harus memperhatikan kondisi perusahaan di pasar. Marinda, AR, dan Saifi (2014) menyatakan bahwa tingkat kinerja keuangan suatu perusahaan yang meliputi aset, pendapatan serta keuntungan, secara langsung mencerminkan kondisi perusahaan tersebut. Jika kinerja keuangan perusahaan bagus maka dapat dikatakan perusahaan dalam kondisi yang bagus juga. Kondisi perusahaan yang baik akan menarik investor untuk berinvestasi, sehingga perusahaan dapat memperoleh sumber pendanaan dengan cepat.

Banyaknya investor yang menanamkan sahamnya maka akan berakibat pada peningkatan harga saham perusahaan. Peluang investasi di perusahaan dengan kondisi baik dapat dihitung dengan rasio penilaian *market to book ratio*. Rasio penilaian tersebut digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai pada masyarakat, terutama pada pemegang saham dan calon investor (Perdana, 2006). Marinda, AR, dan Saifi (2014) menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal sedangkan Rajan dan Zingales (1995) menyatakan bahwa *market to book ratio* berkorelasi negatif terhadap *leverage* atau hutang.

Jika perusahaan dalam kondisi dengan harga saham yang jatuh, maka akan sangat merugikan pemegang saham lama jika perusahaan mengeluarkan sekuritas baru karena pemegang saham baru akan memperoleh harga saham dengan harga yang lebih murah. Jika terlalu banyak hutang dapat menghambat perkembangan perusahaan yang pada gilirannya dapat membuat pemegang saham berpikir dua kali untuk tetap menanamkan modalnya (Brigham dan Houston, 2001).

Adapun ukuran perusahaan merupakan salah satu indikator yang dapat mempengaruhi dan menunjukkan besar kecilnya kekuatan finansial sebuah perusahaan. Perusahaan besar mempunyai modal yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Ukuran perusahaan yang besar akan lebih memperoleh profitabilitas yang lebih tinggi pula. Hermuningsih (2012) menyatakan bahwa ukuran perusahaan dianggap mampu mempengaruhi nilai perusahaan karena semakin besar ukuran atau skala perusahaan maka akan semakin mudah pula perusahaan memperoleh sumber pendanaan baik yang bersifat internal maupun eksternal.

Nilai perusahaan tinggi maka perusahaan akan lebih leluasa untuk memilih dan mendapatkan dana dari berbagai sumber. Pemegang saham akan tertarik untuk menanamkan sahamnya, kreditur tertarik untuk membiayai kegiatan operasionalnya, dan modal internal akan bertambah dari hasil laba. Perusahaan dengan tingkat investor yang tinggi akan mampu menaikkan ukuran perusahaan dengan cepat jika manajer mampu mengelola dana secara efektif. Ukuran perusahaan dapat dilihat dari berapa besar hasil penjualan perusahaan dalam suatu waktu. Menurut Krisnanda dan Wiksuana (2015), ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal sedangkan menurut Irawan dkk (2016), terdapat pengaruh positif antara ukuran perusahaan dengan kebijakan hutang.

Atas dasar uraian diatas, maka penulis memutuskan untuk melakukan penelitian tentang kebijakan hutang dengan judul: Pengaruh kondisi pasar, profitabilitas, *tangibility assets*, ukuran perusahaan, dan *non-debt tax shield* terhadap *leverage* (Studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2012-2016). Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) yang berjudul *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data*. Dalam penelitian tersebut, penulis menggunakan beberapa variabel yaitu *tangibility of assets*, *the market-to-book ratio*, *firm size*, dan *profitability*. Adapun beberapa perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yaitu:

1. Selain menggunakan keempat variabel independen dari penelitian sebelumnya, penelitian ini menambahkan variabel independen *non-debt tax shield* mengingat ada beberapa penelitian yang menyertakan variabel pajak sebagai salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang seperti pada penelitian Frank dan Goyal (2007).
2. Pada penelitian sebelumnya mengambil sampel dari perusahaan non keuangan di negara-negara G-7 dalam periode kurun waktu 1987-1991, sedangkan penelitian ini menggunakan sampel data perusahaan manufaktur di Indonesia yang terdaftar di BEI periode waktu 2014-2016.

Rumusan Masalah

Dari uraian diatas maka penulis mengambil beberapa rumusan masalah, diantaranya:

1. Apakah Kondisi Pasar berpengaruh terhadap *Leverage*?
2. Apakah Profitabilitas berpengaruh terhadap *Leverage*?
3. Apakah *Tangibility Assets* berpengaruh terhadap *Leverage*?
4. Apakah Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap *Leverage*?
5. Apakah *Non-Debt Tax Shield* berpengaruh terhadap *Leverage*?

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. Manajer lebih memilih hutang dikarenakan adanya biaya asimetri hutang yang lebih kecil daripada 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 akurasi *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 aktivitya 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.

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 sebagai 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), Tilehnoei dan Shivaraj (2014).

H₁ : Kondisi Pasar berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

2. Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Leverage*

Perusahaan dengan kemampuan menghasilkan laba yang tinggi akan mampu memenuhi kebutuhan pendanaannya 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.

H₂ : 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*.

H₃ : *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 pendanaannya 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*.

H₄ : Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

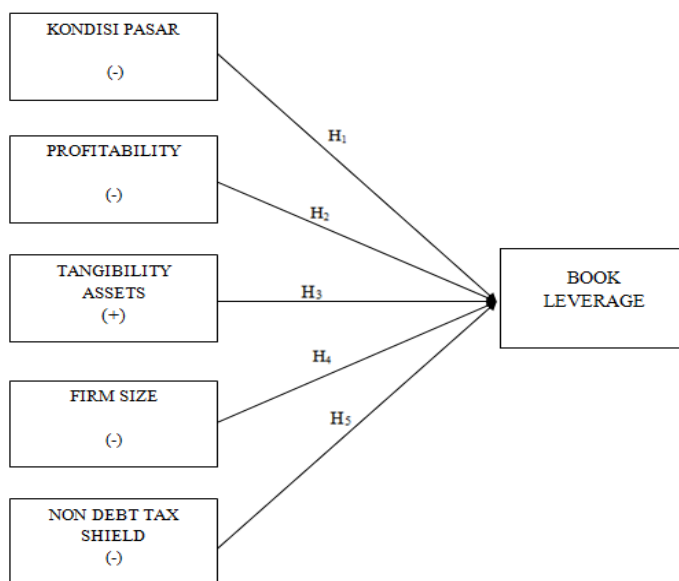
5. Pengaruh *Non Debt Tax Shield* Terhadap *Leverage*

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*.

Model Penelitian



Metode Penelitian

Obyek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2016 dan telah dipublikasi serta diaudit. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersifat kuantitatif. Teknik pemilihan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan tujuan mendapatkan sampel

representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Kriteria pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

1. Laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan oleh perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia tercatat dan dihitung dalam mata uang rupiah periode 2012-2016
2. Perusahaan manufaktur yang tidak *delisting* selama periode penelitian.
3. Perusahaan manufaktur yang mempunyai ekuitas positif pada periode tahun 2012-2016.
4. Perusahaan manufaktur yang mempunyai profitabilitas positif pada periode tahun 2012-2016.

Definisi Operasional dan Variabel Penelitian

1) Kondisi Pasar

Market-to-book ratio merupakan proksi yang dapat mengukur peluang investasi di masa mendatang sebuah perusahaan melalui kondisi pasar. Menurut Marina dkk (2014), rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh. Menurut Brigham dan Houston (2001), *market-to-book ratio* dapat dihitung dengan membagi harga pasar per saham dengan nilai buku.

$$M/B = \frac{\text{Price}}{\text{Book Value}}$$

2) Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam suatu periode tertentu. Rasio profitabilitas dapat dihitung dengan rasio BEP. Menurut Brigham dan Houston (2001), rasio ini dapat menunjukkan kemampuan menghasilkan laba dari aktiva perusahaan, sebelum pajak serta *leverage*, dan hal ini sangat berguna untuk membandingkan perusahaan dengan situasi pajak yang berbeda dan tingkat *leverage* keuangan yang berbeda.

$$BEP = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Aset}}$$

3) *Tangibility Assets*

Tangibility assets merupakan aset tetap berwujud yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat dijadikan sebagai penjamin (*collateral*) hutang. Frank dan Goyal (2007) menyatakan bahwa *tangibility asset* dapat diukur dengan aset tetap dibagi total aset.

$$\text{Tangibility} = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

4) Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat dilihat dari seberapa besar total aset yang dihasilkan perusahaan. Baker dan Wurgler (2002), Frank dan Goyal (2009) menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat diukur dengan *log of assets*.

$$FIRM\ SIZE = \text{Log}(\text{sales})$$

5) *Non-Debt Tax Shield*

Non-Debt Tax Shield merupakan pengurang pajak yang bukan berasal dari bunga hutang. *Non-debt tax shield* menggunakan rasio depresiasi terhadap total aset sebagai proksinya (Hanafi, 2013).

$$NDTS = \frac{\text{Total Depresiasi}}{\text{Total Aset}}$$

6) *Leverage*

Dalam pengukuran *leverage*, penulis menggunakan sebuah pengukuran yaitu *book leverage*. Menurut Frank dan Goyal (2009), *book leverage* dapat dihitung dengan hutang dibagi jumlah hutang dengan ekuitas buku

$$Book\ Leverage = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Hutang} + \text{Book Equity}}$$

Metode Analisis Data

Metode analisis data menggunakan regresi data panel dan dianalisis dengan *Eviews 7*. Model regresi linier berganda dalam penelitian ini yaitu:

$$BL_{i,t} = \alpha + \beta_1 MB_{i,t} + \beta_2 PROF_{i,t} + \beta_3 TANGI_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 NDTS_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Keterangan:

i	= unit <i>cross sectional</i>
t	= tahun periode waktu.
α	= konstanta
BL	= <i>book leverage</i>
ML	= <i>market leverage</i>
MB	= <i>market-to-book ratio</i>
PROF	= <i>profitability</i>
TANGI	= <i>tangibility assets</i>

SIZE = *firm size*
 NDTS = *nondebt tax shield*
 μ = error

PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Uji statistik deskriptif dapat dilihat di tabel 1. Uji *fixed effect* dapat dilihat di tabel 2, uji *chow test* dapat dilihat di tabel 3, dan uji *hausman test* dapat dilihat di tabel 4.

Tabel 1: Statistik Deskriptif

	MB	PROF	TANGI	SIZE	NDTS	BL
Mean	2.837826	12.45524	32.88354	12.28243	3.353101	41.74965
Maximum	47.26893	52.98553	69.74659	14.30471	33.34273	88.09020
Minimum	0.119689	0.379663	2.148581	9.003774	0.163581	6.626773
Std Deviation	4.859946	9.493893	16.47618	0.834668	3.144485	18.21444
Observations	284	284	284	284	284	284
Cross Sections	59	59	59	59	59	59

Tabel 2: Uji *Fixed Effect*

Dependent Variable: BL?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 01/19/18 Time: 12:01
 Sample: 2012 2016
 Included observations: 5
 Cross-sections included: 59
 Total pool (unbalanced) observations: 284
 Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	30.41835	16.43919	1.850356	0.0656
MB?	1.146177	0.236229	4.851970	0.0000
PROF?	-0.301801	0.094171	-3.204816	0.0016
TANGI?	-0.044476	0.073135	-0.608132	0.5437
SIZE?	1.091492	1.310796	0.832694	0.4059
NDTS?	-0.031610	0.155559	-0.203200	0.8392

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.917428	Mean dependent var	41.74965
Adjusted R-squared	0.893783	S.D. dependent var	18.21444
S.E. of regression	5.936269	Akaike info criterion	6.595396
Sum squared resid	7752.644	Schwarz criterion	7.417700
Log likelihood	-872.5463	Hannan-Quinn criter.	6.925075
F-statistic	38.79918	Durbin-Watson stat	1.843908
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabel 3: Uji *Chow Test*

Redundant Fixed Effects Tests

Pool: PERUSAHAAN

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	31.914796	(58,220)	0.0000
Cross-section Chi-square	636.781220	58	0.0000

Berdasarkan tabel uji *chow test* diatas, menunjukkan hasil yang signifikan dengan nilai statistik F sebesar 31.914796 dan signifikan pada 0.0000. Oleh karena itu hipotesis nol ditolak, sehingga kita dapat memilih H_1 yaitu *fixed effect model*.

Tabel 4: Uji *Hausman Test*

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: PERUSAHAAN

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	17.828554	5	0.0032

Berdasarkan tabel uji *hausman* diatas, menunjukkan hasil yang tidak signifikan dengan Chi-square sebesar 17.828554 dengan 5 df dan nilai probabilitas 0.0032. Oleh karena itu hipotesis nol ditolak, sehingga kita dapat memilih H_1 yaitu *fixed effect model*.

Pada tabel 2 diketahui nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0.893783, maka dapat disimpulkan bahwa dalam 0.893783 atau 89.37% variasi *book leverage* dapat dijelaskan oleh *market-to-book ratio*, profitabilitas, *tangibility assets*,

ukuran perusahaan, dan *non-debt tax shield* sedangkan sisanya 10.63% *book leverage* dijelaskan oleh variabel lain atau sebab-sebab lainnya diluar model penelitian.

Nilai Uji F pada tabel 2 variabel dependen *book leverage*, F hitung sebesar 37.79918 dengan nilai probabilitas $0.000000 < \text{taraf signifikansi } \alpha 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa probabilitas signifikansi < 0.05 , sehingga model regresi dapat digunakan untuk memprediksi BL atau dapat dikatakan bahwa variabel independen MB (kondisi pasar), PROF (profitabilitas), TANGI (*tangibility assets*), SIZE (ukuran perusahaan), NDTs (*non-debt tax shield*) secara bersama-sama mempengaruhi variabel BL (*book leverage*).

Hasil Uji T pada tabel 2 menunjukkan bahwa:

- 1) *Market-to-book ratio* (MB) atau kondisi pasar pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi sebesar 1.146177 dengan arah positif dan mempunyai nilai t sebesar 4.851970 dengan nilai signifikan 0.0000. Nilai signifikan $< \text{taraf signifikan yaitu } 0,05$, berarti kondisi pasar berpengaruh positif signifikan terhadap *book leverage* (BL), maka hipotesis pertama (H_1) ditolak.
- 2) Profitabilitas (PROF) pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi sebesar -0.301801 dengan arah negatif dan mempunyai nilai t sebesar -3.204816 dengan nilai signifikan 0.0016. Nilai signifikan $< \text{taraf signifikan yaitu } 0,05$, berarti profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *book leverage* (BL), maka hipotesis pertama (H_1) diterima.
- 3) *Tangibility assets* (TANGI) pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi sebesar -0.044476 dengan arah negatif dan mempunyai nilai t sebesar -0.608132 dengan nilai signifikan 0.5437. Nilai signifikan $> \text{taraf signifikan yaitu } 0,05$, berarti *tangibility assets* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *book leverage* (BL), maka hipotesis pertama (H_1) ditolak.
- 4) Ukuran perusahaan (SIZE) pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi sebesar 1.091492 dengan arah positif dan mempunyai nilai t sebesar 0.832694 dengan nilai signifikan 0.4059. Nilai signifikan $> \text{taraf signifikan yaitu } 0,05$, berarti ukuran perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *book leverage* (BL), maka hipotesis pertama (H_1) ditolak.
- 5) *Non-debt tax shield* (NDTS) pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi sebesar -0.031610 dengan arah negatif dan mempunyai nilai t sebesar -0.203200 dengan nilai signifikan 0.8392. Nilai signifikan $> \text{taraf signifikan yaitu } 0,05$, berarti NDTs berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *book leverage* (BL), maka hipotesis pertama (H_1) diterima.

Uji Asumsi Klasik

Uji multikolinieritas dapat dilihat di tabel 5, uji heteroskedastisitas dapat dilihat di tabel 6, dan uji autokorelasi dapat dilihat di tabel 7.

Tabel 5: Uji Multikolinieritas

Variance Inflation Factors

Date: 01/21/18 Time: 20:54

Sample: 1 305

Included observations: 284

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	217.3751	235.1546	NA
MB	0.082192	2.808738	2.092686
PROF	0.022778	6.035874	2.213197
TANGI	0.004493	6.570933	1.314874
SIZE	1.446002	237.0691	1.085947
NDTS	0.118439	2.702982	1.262423

Hasil uji multikolinieritas pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai VIF kelima variabel independen kurang dari 10. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak ada multikolinieritas antara variabel independen dalam model regresi.

Tabel 6: Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: Harvey

F-statistic	1.837722	Prob. F(5,278)	0.1056
Obs*R-squared	9.086590	Prob. Chi-Square(5)	0.1057
Scaled explained SS	10.39482	Prob. Chi-Square(5)	0.0648

Dapat dilihat dari tabel diatas bahwa hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji harvey menghasilkan nilai probabilitas sebesar 0.1056 yang berarti menunjukkan nilai probabilitas lebih dari 0.05 ($\alpha > 5\%$). Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 7: Uji Autokorelasi

Durbin-watson stat	1.843908
--------------------	----------

Dari nilai Durbin Watson yang didapat sebesar 2,18 maka menunjukkan bahwa $DU < DW < 4-DU = 1.718 < 1.843904 < 2.18$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada model regresi tidak terjadi autokorelasi.

KESIMPULAN

Berikut adalah yang dapat penulis simpulkan dari hasil uji hipotesis dan pembahasan diantaranya:

1. Ada pengaruh positif signifikan antara kondisi pasar terhadap *leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa ketika kondisi pasar naik maka perusahaan akan menambah hutang.
2. Ada pengaruh negatif signifikan antara profitabilitas terhadap *leverage*. Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat laba yang tinggi akan mengurangi penggunaan hutang.
3. Tidak ada pengaruh antara *tangibility assets* dengan *leverage*. Hasil ini menunjukkan bahwa biaya depresiasi tidak dapat dijadikan sumber dana internal perusahaan.
4. Tidak ada pengaruh antara ukuran perusahaan dengan *leverage*. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar penjualan, belum tentu perusahaan menggunakan hutang sebagai pembiayaan penjualan.
5. Tidak ada pengaruh antara *non-debt tax shield* dengan *leverage*. Hasil ini menunjukkan bahwa depresiasi perusahaan dapat tidak dapat dijadikan sumber dana internal perusahaan.
6. Keseluruhan hasil penelitian ini membuktikan bahwa di Indonesia menggunakan kedua teori yaitu *trade off* dan *pecking order*, namun kedua teori tidak *mutual exclusive* atau dapat berjalan beriringan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ananda, N. A., Hermanto, & AP, I. N. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity Terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Property, Real Estate & Building Construction di BEI Periode 2011-2014 . *Jurnal Magister Manajemen Universitas Mataram, Vol. 5, No. 4* .
- Badan Pusat Statistik. (2017, September). *Katalog 9301003, Produk Domestik Bruto Indonesia Triwulanan 2013-2017*. Retrieved 11 2, 2017, from Badan Pusat Statistik: <https://www.bps.go.id/>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure . *The Journal of Finance, Vol. 57, No. 1* , 1-32.

- Chandra, T. (2014). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan, Vol. 18, No. 4* , 507-523.
- Cotei, C., & Farhat, J. (2009). The Trade-Off Theory and The Pecking Order Theory: Are They Mutual Exclusive? *North American Journal of Finance and Banking Research Vol. 3, No. 3* .
- Deitiana, T., & Anggraini, E. (2014). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Leverage pada PT Astra International Tbk dan Anak Perusahaannya. *Jurnal Siasat Bisnis, Vol. 18, No. 1* .
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management, Vol 38, No 1* , 1-37.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management, Vol. 38, No. 1* , 1-337.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007, December 8). *Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt*. Retrieved Oktober 29, 2017, from SSRN: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=670543>
- Gao, R. (2016). An Emirical Study on the Influence of Non-Debt Tax Shield on the Choice of Corporate Debt Levels - Based On the Tax Preference Policy. *International Journal of Business and Social Science, Vol. 7, No.1* .
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19 Edisi 5*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gunawan. (2016). Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Kepemilikan Terhadap Utang Perusahaan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2013. *Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol. 12, No. 2* .
- Hanafi, M. H. (2013). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Hanafi, M. M., & Halim, A. (2009). *Analisis Laran Keuangan*. Yogyakarta: Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN.
- Hermuningsih, S. (2012). Pengaruh Profitabilitas, Size Terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Siasat Bisnis, Vol. 16, No. 2* , 232-242.
- Irawan, A., Arifati, R., & Oemar, A. (2016). Pengaruh Aset Berwujud, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, Lama Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2010-2014. *Journal of Accounting, Vol. 2, No. 2* .
- Krisnanda, P. H., & Wiksuana, I. G. (2015). Pengaruh Ukuran perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, dan Non-Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia . *E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 4, No. 5* , 1434-1451.

- Mahardika, I. P., & Aji, T. S. (2017). Analisis Perbandingan profitabilitas, Struktur Modal, Struktur Aset, Growth, Non Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, Vol. 5, No. 3 .
- Malelak, M. I., Ottemoesoe, R. S., & Basana, S. R. (2014). The Effect of Determinant Capital Structure on Formatting Capital Structure: Empirical Evidence in Indonesian Firms. *Simposium Riset Ekonomi VI* .
- Marinda, F., AR, M. D., & Saifi, M. (2014). Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Administrasi Bisnis*, Vol. 14, No. 1 .
- Mutamimah, M., & Rita, R. (2009). Keputusan Pendanaan: Pendekatan Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, Vol. 10, No. 1 , 241-249.
- Natasari, E. Y. (2014). Pengaruh Business Risk, Non Debt Tax Shield, Dividend Payout Ratio dan Tangibility Asset Terhadap Penggunaan Hutang. *Skripsi Universitas Diponegoro Semarang* .
- Prasetya, T. B., & Asandimitra, N. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Growth Opportunity, Likuiditas, Struktur Aset, Risiko Bisnis, dan Non Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal ada Perusahaan Sub Sektor Barang Konsumsi. *Jurnal Ilmu Manajemen*, Vol 2, No. 4 , 1341-1353.
- Puspitasari, O. I., Raharjo, K., & Andini, R. (2016). Pengaruh Profitability, Tangible, Leverage, Corporate Tax, dan Inflation Rate Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Accounting*, Vol. 2, No. 2 .
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? *Journal of finance*, Vol. 50, No. 5 , 1421-1660.
- Sekaran, U. (2006). *Research Methods For Business Buku 1 Edisi 4*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sekaran, U. (2006). *Research Methods for Business Buku 2 Edisi 4*. Jakarta: Salemba Empat.
- Syadeli, M. (2013). Struktur kepemilikan, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 2, No. 2 .
- Umar, N. H. (2016). Pengaruh Blockholder Ownership, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, dan Non Debt Tax Shield Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Skripsi Universitas Negeri Yogyakarta* .
- Yendrawati, R., & Andhianza, F. R. (2013). Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Inovasi dan Kewirausahaan*, Vol. 2, No 1 .

Zuliani, S., & Asyik, N. F. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, dan Tingkat Pertumbuhan Terhadap Struktur Modal. *Juernal Ilmu & riset Akuntansi*, Vol. 3, No. 7 .

