

**ANALISIS STATIC TRADE OFF DAN PECKING ORDER THEORY  
TERHADAP OPTIMALISASI LEVERAGE : STUDI KASUS  
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR  
YANG TERDAFTAR DI BEI**



**SKRIPSI**

Diajukan untuk Melengkapi Tugas-tugas dan Memenuhi Syarat-syarat untuk  
Mencapai Gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi  
Universitas Sebelas Maret

**Oleh:**

**TRI KURNIAWAN DARMOKO**

**NIM.F0306080**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS SEBELAS MARET  
SURAKARTA**

**2011**

*commit to user*

**HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING**

Skripsi dengan judul:

**ANALISIS STATIC TRADE OFF DAN PECKING ORDER THEORY  
TERHADAP OPTIMALISASI LEVERAGE : STUDI KASUS PADA  
PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI**

Surakarta, 4 Maret 2011

Disetujui dan diterima oleh

Pembimbing



(Agus W. Purnama, SE, M.Si, Ak.)

NIP. 19730215 200012 1 001

*commit to user*

**HALAMAN PENGESAHAN**

Telah disetujui dan diterima baik oleh tim penguji Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret guna melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi.

Surakarta, April 2011

Tim Penguji Skripsi

1. Drs. Dyoko Subardjanto, M.Com (Hons), PhD, Ak (  )  
NIP. 19630203 198903 1 006  
Ketua
2. Anas Wibawa, SE, M.Si, Ak (  )  
NIP. 19730215 200012 1 001  
Pembimbing
3. Agus Widodo, SE, M.Si, Ak (  )  
NIP. 19730823 200012 1 001  
Anggota

*commit to user*

## HALAMAN MOTTO

“Be Thankful for what you have, you’ll end up having more. If you concentrate on what you don’t have, you will never, ever enough” (Oprah Winfrey).

“Believe in yourself! Have faith in your abilities! Without a humble but reasonable confidence in your own powers you cannot be successful or happy” (William James)


It is very important to generate a good attitude, a good heart, as much as possible. From this, happiness in both the short term and long term for both yourself and others will come. (Dalai Lama)

*Continuous effort – not strength or intelligence is the key to unlocking our potential (Winston Churchill)*

**With enough time, we all find what we’re looking for. Even if it was there all along (Gossip Girl)**

***Segala Puji Syukur kehadiran Allah***

***SWT Kupersembahkan Skripsi Ini***

- 
- ❖ ***Untuk Kedua Orang Tuaku Bapak Ngadirin dan Ibu Sarjiyem. Terima Kasih Atas Segalanya, semoga aku bisa membahagiakan kalian kelak.***
  - ❖ ***Untuk Kakak, Adik dan Keponakanku yang selalu memberikan semangat dan dorongan untukku.***

**KATA PENGANTAR**

*commit to user*

Puji syukur Penulis panjatkan kehadiran ALLAH SWT atas limpahan rahmat, karunia dan ridho-Nya sehingga Penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik.

Skripsi ini disusun dan diajukan untuk melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat guna mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

Penulis menyadari bahwa dalam proses penulisan skripsi ini tidak terlepas dari dorongan dan bantuan banyak pihak. Oleh karenanya, penulis dengan ini mengucapkan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Bambang Sutopo, M.Com., Ak., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret.
2. Drs. Jaka Winarna, M.Si., Ak., selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret dan
3. Dra. Evi Gantjowati, M.Si., Ak., selaku Sekretaris Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret.
4. Bapak Anas Wibawa, SE, M.S, Ak., selaku pembimbing skripsi atas semua kritik, saran, dan perhatiannya yang sangat membantu penulis untuk mencapai hasil yang terbaik.
5. Bapak Drs. Santoso Tri Hananto, Msi, Ak., selaku pembimbing akademik atas saran dan bimbingannya dalam mengambil mata kuliah.
6. Bapak-ibu dosen serta staff dan karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret yang telah me

*commit to user*

7. Untuk keluargaku Bapak, Ibu, Kakakku Mbak Tutik, Mas Roby, Mas Moko, Mbak As, Adikku Nila, dan Keponakanku Athar dan Fauzan terima kasih atas kepercayaan yang kalian berikan, maaf tidak bisa menyelesaikan skripsi tepat waktu karena suatu dan lain hal tapi aku sudah berusaha semampuku.
8. Untuk Pendekar Tim Borang D3 Akuntansi Bu Murni, Bu Ninuk, Alm. Bu Rani, Mas Afran, Mbak Putri, Mas Taufik, Mas Boim, Mas Syafiq, Asri, Sesa, Diana, Eko Muryanto senang bisa bekerja-sama dengan kalian semua selama hampir 1 tahun yang selalu lembur pulang malam terus, terima kasih atas pengalaman dan dukungannya.
9. Buat grup turing de jatim, karaoke dan nonbar Ian, Supri, Adit, Tita, Putcy, Dhanik, Denny, Reisyia. Terima kasih atas kebersamaan, dukungan, semangat yang telah kalian berikan selama ini, ayo kemana lagi kita piknik dan main bareng lagi?hehe...
10. Buat temen-temen Akuntansi 2006 dan 2007, serta temen-temen Manajemen dan EP 2006 semuanya yang mungkin gak bisa disebut satu per satu.
11. Buat anak-anak kontrakan *Kriuk* dan *Coklaters* Grandong, Ucok, Tino, Darwin, Jonar, Janu yang selalu bersama-sama dari awal di UNS yang belum kenal siapa-siapa!!
12. Buat Arini terima kasih telah menyemangati untuk menyelesaikan skripsi ini karena banyak hal yang tidak mengenakkan yang kita alami hingga mengendorkan semangat kita.

*commit to user*

13. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu (*Thanks a lot*)

Penulis menyadari bahwa karya ini masih jauh dari sempurna. Untuk itu kritik dan saran yang bersifat membangun dari semua pihak, penulis harapkan demi perbaikan yang berkelanjutan.

Akhir kata, penulis berharap skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkan di kemudian hari. Terima kasih.



Surakarta, 8 Maret 2011

Tri Kurniawan Darmoko

## DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAKSI .....	ii

*commit to user*



ABSTRACT.....	iii
HALAMAN PERSETUJUAN.....	iv
HALAMAN PENGESAHAN.....	v
HALAMAN MOTTO.....	vi
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR GAMBAR.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
<b>BAB I. PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Perumusan Masalah.....	11
C. Tujuan Penelitian.....	11
D. Motivasi Penelitian.....	12
E. Manfaat Penelitian.....	12
F. Sistematika Penelitian.....	13
<b>BAB II. TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>14</b>
A. Telaah Literatur.....	14
1. Optimalisasi Leverage.....	14
2. Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal.....	18
3. Static Trade Off.....	19

*commit to user*

4. Pecking Order Theory .....	23
B. Penelitian Terdahulu .....	28
C. Hipotesis .....	35
D. Model Penelitian .....	43
BAB III. METODOLOGI PENELITIAN .....	45
A. Ruang Lingkup Penelitian .....	45
B. Populasi, Sampel dan Teknik Pengumpulan Data .....	46
C. Jenis dan Sumber Data .....	48
D. Definisi Variabel dan Pengukurannya .....	48
E. Metode Analisis Data .....	52
BAB IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN .....	57
A. Deskripsi Data .....	57
1. Seleksi Sampel .....	57
2. Statistik Deskriptif .....	58
B. Uji Asumsi Klasik .....	62
1. Uji Normalitas .....	62
2. Uji Multikolinearitas .....	64
3. Uji Heteroskedastisitas .....	65
4. Uji Autokorelasi .....	67
C. Hasil Analisis Regresi Berganda dan Pembahasan .....	69
BAB V. PENUTUP .....	82
A. Kesimpulan .....	82
B. Keterbatasan .....	85

*commit to user*

C.Saran ..... 85

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN



**DAFTAR TABEL**

Tabel		Halaman
I.1	Sumber Pembiayaan Perusahaan Publik di Indonesia .....	4

*commit to user*

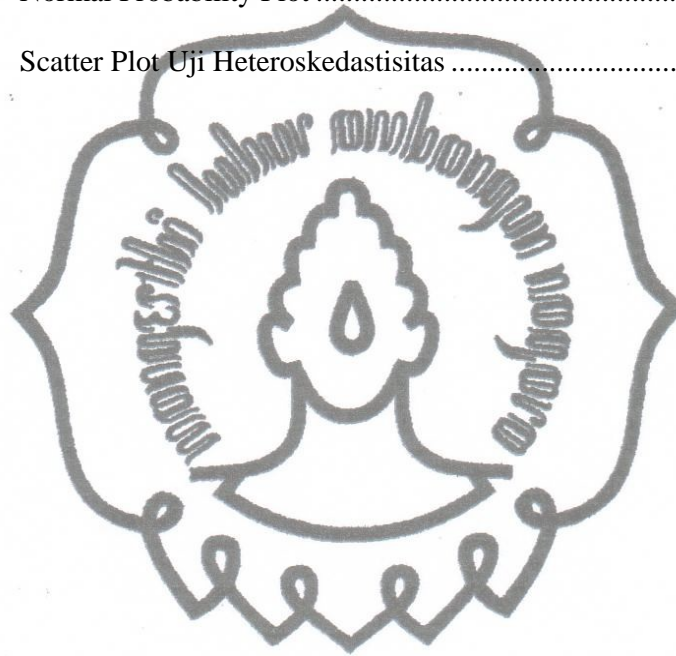
II.1	Pengujian Cross Sectional.....	42
IV. 1	Hasil Pengambilan Sampel .....	58
IV.2	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian.....	59
IV.3	Hasil Uji Multikolinearitas dengan Metode VIF .....	65
IV.4	Hasil Uji Autokorelasi.....	68
IV.5	Hasil Regresi Linier Berganda Metode OLS Untuk Long Term Debt.....	69
IV.6	Hasil Regresi Linier Berganda Metode OLS Untuk Short Term Debt.....	70
IV.7	Ringkasan Hasil Uji Statistik.....	81

## DAFTAR GAMBAR

Gambar		Halaman
II.1	Struktur Modal Optimal .....	17

*commit to user*

II.2	Kerangka Teoritis dan Hubungan Antar Variabel	
	Static Trade Off.....	43
II.3	Kerangka Teoritis dan Hubungan Antar Variabel	
	Pecking Order Theory .....	44
IV.1	Normal Probability Plot .....	63
IV.2	Scatter Plot Uji Heteroskedastisitas .....	66



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Surat Pernyataan Skripsi Daftar Nama Perusahaan Sampel <i>commit to user</i>
------------	--

Lampiran 2 Hasil Uji Analisis Regresi SPSS 13.0



*commit to user*

**ANALISIS STATIC TRADE OFF DAN PECKING ORDER THEORY  
TERHADAP OPTIMALISASI LEVERAGE : STUDI KASUS  
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR  
YANG TERDAFTAR DI BEI**

**ABSTRAKSI**

**TRI KURNIAWAN DARMOKO**

**F0306080**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh faktor-faktor penentu keputusan struktur modal yang meliputi *asset tangibility*, *firm size*, *growth*, *profitability*, *earning volatility* dan *non-debt tax shield* terhadap hutang (*leverage*) dalam bentuk hutang jangka panjang (*long term*) dan hutang jangka pendek (*short term*). Serta menguji struktur pendanaan di Indonesia apakah menggunakan *static trade off* atau *pecking order theory*.

Penelitian ini mengambil sampel perusahaan manufaktur dengan periode penelitian tahun 2007 sampai dengan 2008. pengumpulan data dilakukan secara *purposive sampling* dan diperoleh 135 perusahaan. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *asset tangibility*, *size*, *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*, maka dibuktikan bahwa *asset tangibility* (*p-value* 0,000), *size* (0,000), *profitability* (0,000) cenderung mengikuti *pecking order theory* yang mendanai perusahaannya dari internal. Adapun *growth* (*p-value* 0,297 dan 0,997) tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Sedangkan untuk variabel *size* (*p-value* 0,000) berpengaruh positif terhadap *leverage*, mengikuti *static trade off* sedangkan *non-debt tax shield* (*p-value* 0,000) dan *earning volatility* (*p-value* 0,000) berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*, maka dapat dibuktikan bahwa *growth*, *non-debt tax shield* dan *earning volatility* tidak mengikuti baik *static trade off* atau *pecking order theory*. Bagaimanapun dapat disimpulkan bahwa perilaku pendanaan pada industri manufaktur di BEI dapat dijelaskan dengan hipotesis *pecking order theory*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Christianti (2006).

Kata kunci : *Static Trade Off*, *Pecking Order Theory*, *Leverage*, *Long Term*, *Short Term*.

**ANALISIS STATIC TRADE OFF DAN PECKING ORDER THEORY  
TERHADAP OPTIMALISASI LEVERAGE : STUDI KASUS  
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR  
YANG TERDAFTAR DI BEI**

**ABSTRACT**

**TRI KURNIAWAN DARMOKO**

**F0306080**

*The purpose of this research is to investigate the effect of the change in certain factors of capital structure such as asset tangibility, firm size, growth, profitability, earning volatility and non-debt tax shield that are identified on the firm's leverage (short term debt and long term debt) and analyze what Static Trade Off Theory and Pecking Order Theory able to explain the financing decision in Indonesian Capital Market.*

*Sample in this study are 135 manufacturing companies over two years, from 2007 to 2008. Sample used the method of purposive sampling. The approach used in this paper is multiple regression analysis.*

*The result of this research showed significant negatively relation between asset tangibility with p-value 0,000, size with p-value 0,000, profitability with p-value 0,000 and leverage support pecking order theory which is firms will prefer for using internal financing, while growth with p-value 0,297 and 0,997 showed insignificant relation between leverage and growth of the firm, size with p-value 0,000 showed significant positively relation support static order theory. Non-debt tax shield with p-value 0,000 and earning volatility with p-value 0,000 showed significant positively relation with leverage not support both static order theory and pecking order theory. However it can be concluded that the financing behaviour of manufacturing industries in IDX can be explained by pecking order theory. This result consistent with Chriatianti (2006).*

**Keyword : Static Trade Off, Pecking Order Theory, Leverage, Long Term, Short Term**

*commit to user*



## BAB I

### PENDAHULUAN

Pada bab pertama berikut ini akan dijelaskan mengenai latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, motivasi penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penelitian.

#### **A. Latar Belakang Masalah**

Terjadinya kredit macet perumahan di Amerika Serikat yang berimbas terjadinya krisis keuangan di Amerika Serikat yang diikuti ambruknya lembaga pembiayaan yang dikenal sebagai krisis *subprime mortgage* serta dipicu oleh kenaikan harga minyak mentah dunia telah mempengaruhi kondisi keuangan di berbagai bursa di seluruh dunia di akhir tahun 2007 yang menyebabkan indeks harga saham New York, London dan Tokyo turun sekitar 9%-10% (Bisnis Indonesia, 17 Januari 2008). Hal ini menyebabkan para investor harus berhati-hati dalam menanamkan investasinya, karena kondisi pasar keuangan Asia yang lumayan stabil daripada di Amerika maupun Eropa. Pasar Asia mulai dilirik oleh para investor barat. Dengan tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia yang cukup stabil bahkan terus bergerak maju, Indonesia juga mulai dilirik para investor untuk menanamkan investasinya, karena investor akan mencari perusahaan yang mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal dan menguntungkan serta dapat mempertahankan dan meningkatkan tingkat pertumbuhannya. Seiring dengan hal tersebut, dengan dimulainya pasar perdagangan bebas antara ASEAN dan China dan akan berlanjut ke wilayah yang lebih luas lagi, setiap perusahaan dituntut

untuk memiliki keunggulan kompetitif dari perusahaan lainnya, seperti menghasilkan produk/jasa yang berkualitas tetapi juga diharapkan mampu mengelola keuangannya dengan baik untuk menjaga kelangsungan hidup perusahaan, misalnya dengan menyesuaikan diri terhadap dengan perubahan-perubahan yang terjadi di dalam maupun di luar perusahaan serta mengupayakan agar setiap sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan digunakan secara efektif dan efisien, sehingga dalam era globalisasi seperti ini setiap perusahaan dituntut untuk dapat melakukan pengelolaan terhadap fungsi-fungsi yang penting yang ada dalam perusahaan secara efektif dan efisien sehingga perusahaan akan lebih unggul menghadapi tantangan yang dihadapi.

Dengan semakin terseretnya kita ke dalam arus liberalisasi, berbagai praktik perlindungan yang berlebihan, seperti penerapan pajak impor yang tinggi tidak mungkin dilakukan lagi, sehingga membuat industri manufaktur harus pandai dalam menyiasati berbagai hambatan internal dan eksternal. Tidak cukup hanya sekedar berbenah untuk lebih baik (*good is good*), tetapi harus berupaya selalu menjadi yang terbaik atau di antara kelompok terbaik, menawarkan keunikan, dan cepat tanggap terhadap perubahan yang muncul dari segala arah, tidak terduga, dan semakin cepat. Ditambah dengan situasi yang semakin tidak tertata (*ungoverned*), secara alamiah sektor *nontradables* maju pesat. Sebaliknya, sektor *tradables* mengalami kemunduran relatif. Kecenderungan yang demikian terjadi dalam beberapa tahun terakhir ini, yang membuat daya tahan perekonomian tidak kunjung membaik secara berarti. Salah satu indikasinya adalah peringkat daya saing perekonomian Indonesia dalam lima tahun terakhir ini terus menurun.

Menurut *International for Institute for Management Development, World Competitiveness Yearbook*, 2007 dalam *Bisnis Indonesia*, 17 Januari 2008 posisi Indonesia pada tahun 2003 berada di peringkat 49 dari 51 negara. Posisi ini terperosok ke urutan 54 dari 55 negara pada tahun 2007.

Menghadapi kondisi demikian, setiap perusahaan di Indonesia khususnya dituntut untuk mampu membaca dan melihat situasi yang terjadi sehingga dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemen dengan baik di bidang pemasaran, produksi, sumber daya manusia dan keuangan dengan baik agar dapat lebih unggul dalam persaingan. Keputusan manajer dalam suatu pembelanjaan harus dipertimbangkan secara teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih karena masing-masing sumber dana tersebut memiliki konsekuensi finansial yang berbeda.

Kebutuhan akan modal sangat penting dalam membangun dan menjamin kelangsungan perusahaan selain faktor pendukung lainnya. Modal dibutuhkan setiap perusahaan, apalagi jika perusahaan tersebut akan melakukan ekspansi. Setiap perluasan basis modal sendiri akan memperbesar kemampuan perusahaan dalam menanggung risiko usaha yang akan dibelanjainya, hal ini didasarkan pada prinsip keamanan dimana hal ini akan memberikan pengaruh yang baik terhadap kreditur maupun terhadap perusahaan sendiri (Riyanto, 2001:23). Namun secara kenyataan lebih banyak pengusaha besar sukses atau perusahaan besar di dunia ini yang menggunakan hutang sebagai cara yang efektif untuk dapat mengembangkan usaha secara cepat. Sebenarnya yang paling ideal adalah menggunakan hutang dalam batas tertentu di mana diperkirakan dalam berbagai situasi dan kondisi,

baik dalam kondisi ekonomi sulit maupun menggembirakan, perusahaan tetap dapat mengembalikan pinjaman beserta bunganya. Hal ini menunjukkan bahwa dalam memenuhi kebutuhan modalnya, perusahaan lebih banyak menggunakan hutang jangka panjang daripada modal sendiri. Semakin besar hutang akan menyebabkan semakin besar risiko yang harus dihadapi perusahaan, antara lain kesulitan keuangan, kegagalan membayar bunga dan pokok pinjaman sampai kebangkrutan. Berikut ini adalah proporsi sumber pembiayaan pada perusahaan yang terdaftar di BEI, dimana perusahaan publik di Indonesia berdiri di atas struktur modal yang bertumpu pada hutang daripada penerbitan saham. Hal tersebut disebabkan oleh Paket Juni 1983 dan Paket Oktober 1988. Kedua deregulasi tersebut menyebabkan kemampuan bank-bank dalam menghimpun dana masyarakat menjadi meningkat, sehingga jumlah jumlah kredit yang disalurkan ke dunia usaha juga meningkat. Pemerintah juga berusaha melakukan banyak deregulasi untuk mengatasi ketimpangan struktur modal sebagai alternatif pembiayaan, yaitu melalui Pakdes 87 yang menyebabkan perdagangan saham meningkat (Miawan dan Seventi, 2008).

**Tabel I.1**  
**Sumber Pembiayaan Perusahaan Publik di Indonesia**

Sumber Pembiayaan	Proporsi Pembiayaan 2007	Proporsi Pembiayaan 2008
1. Hutang Usaha	8.0%	8.4 %
2. Hutang Bank	16.9%	18.4 %
3. Hutang Lembaga Pembiayaan	2.9%	2.9 %
4. Hutang Pihak Terkait	2.5%	2.4 %
5. Hutang Lain-lain	4.6%	4.1%
6. Penerbitan Obligasi	10.9%	7.9%
7. Modal Saham & Agio	30.3%	32.7%
8. Laba Ditahan	23.9%	23.2%

Sumber : Bursa Efek Indonesia dan Bloomberg yang diolah

*commit to user*

Setiap usaha untuk mencapai hal tersebut diatas ditentukan oleh berbagai pengaruh baik yang dari dalam maupun luar. Pengaruh yang berasal dari luar biasanya sulit dikendalikan seperti inflasi, krisis keuangan sedangkan pengaruh yang berasal dari dalam lebih mudah untuk dikendalikan. Keputusan pendanaan keuangan perusahaan juga akan menentukan perusahaan dalam melakukan kegiatan operasinya.

Salah satu masalah dalam kebijakan keuangan dalam perusahaan yang paling penting adalah penentuan kebijakan struktur modal, keputusan ini penting tidak hanya karena kebutuhan untuk memaksimalkan pengembalian kepada perusahaan tetapi juga berakibat terhadap berbagai keputusan dari kemampuan perusahaan untuk menghadapi lingkungan yang semakin kompetitif. Baik buruknya keputusan struktur modal akan mempengaruhi posisi finansial dan keuangan perusahaan secara langsung, karena jika terjadi kesalahan atau kurang cermat dalam melakukan keputusan dalam operasi perusahaan akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya dapat berakibat terhadap rendahnya profitabilitas perusahaan dan jika dibiarkan akan menyebabkan likuidasi dan kebangkrutan. Seorang manajer yang memiliki proporsi kepemilikan saham paling banyak akan lebih memilih mendanai perusahaannya dengan hutang daripada menerbitkan saham karena akan menyebabkan delusi kepemilikan sahamnya. Ketika manajer menggunakan hutang, biaya modal yang timbul sebesar beban bunga akan dibebankan terhadap kreditur, sedangkan jika manajer menggunakan dana internal atau dana sendiri akan timbul *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan. Suatu

perusahaan yang mempunyai struktur modal yang tidak baik, dimana mempunyai hutang yang lebih besar akan memberikan beban yang sangat besar bagi perusahaan yang menyebabkan perusahaan memiliki risiko gagal bayar yang lebih tinggi terutama pada kondisi dimana laba perusahaan menurun (Riyanto 2001:296).

Sumber dana perusahaan dapat berasal dari sumber dana internal maupun eksternal. Sumber dana perusahaan yang berasal dari internal berasal dari laba ditahan dan depresiasi. Dana yang berasal dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta, atau pengambilan bagian dari perusahaan, dana ini disebut dengan modal asing yang disebut dengan hutang bagi perusahaan. Penggunaan hutang lebih menguntungkan jika dibandingkan dengan menggunakan modal sendiri, karena akan menurunkan biaya modal dan tingkat pengembalian bagi pemegang saham (*Return on Equity*). Keputusan pendanaan dengan hutang yang tinggi dan tidak diikuti oleh penggunaan yang hati-hati, karena adanya kecenderungan perilaku *opportunistic insider*, maka biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*) akan semakin tinggi dan akhirnya juga merugikan para pemegang saham. Untuk membayar hutang, perusahaan mengeluarkan kasnya sehingga *free cash flow* menjadi berkurang. Dana yang diperoleh dari dana para pemilik merupakan modal sendiri yaitu proporsi antara penggunaan modal sendiri dan hutang dalam memenuhi kebutuhan lain perusahaan yang disebut dengan struktur modal perusahaan (Riyanto 2001:209).

Dalam menyajikan laporan keuangan terhadap pihak ekstern (investor dan kreditur), maka setiap perusahaan harus memiliki struktur modal yang baik, yaitu

*commit to user*

mencerminkan perimbangan yang optimal antara modal asing dan modal sendiri serta dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Dengan mengetahui struktur perusahaan secara baik maka investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya. Investor dari perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi akan menuntut *return* yang tinggi pula karena semakin bertambahnya resiko finansial yang harus ditanggung investor, sedangkan bagi kreditur menghendaki perusahaan melakukan pengungkapan keuangan secara lebih komprehensif untuk memastikan bahwa perusahaan dapat memenuhi kewajibannya dalam mengembalikan pokok pinjaman beserta bunganya (Nurrohim, 2008).

Keputusan dalam pendanaan dengan hutang yang tinggi yang tidak diikuti dengan penggunaan yang hati-hati karena adanya perilaku *opportunistic insider*, maka biaya keagenan hutang akan semakin tinggi dan pada akhirnya dapat merugikan pemegang saham. Dengan berhutang maka perusahaan dituntut untuk menggunakan kelebihan keuangan (*free cash flow*) untuk membayar kelebihan hutang. Untuk itu diperlukan mekanisme pengawasan agar perilaku manajemen diatas dapat diminimalisir, sehingga dapat menaikkan nilai perusahaan (Nurrohim, 2008).

Perusahaan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis sumber-sumber dana yang ekonomis guna membelanjai kebutuhan-kebutuhan investasi dan kegiatan usahanya. Oleh karena itu, perusahaan mempertimbangkan berbagai variabel yang mempengaruhinya. Beberapa penelitian empiris telah dilakukan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan

perusahaan antara lain Bradley et al (1984); Myers (1984); Harris dan Raviv (1991); Titman dan Wessels (1988) juga mengukur perilaku keputusan pendanaan dengan menggunakan *leverage*, dan faktor-faktor dalam teori struktur modal, seperti *assets tangibility*, *firm size*, *growth*, *profitability*, *earning volatility*, *flexibility*, dan lain-lain.

Namun, hasil penelitian diatas belum bisa menentukan faktor-faktor yang secara tepat dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan karena hasilnya tidak konsisten. Hal yang sama juga ditemukan pada hasil empiris selanjutnya Chen dan Jiang (2001); Fama dan French (2003); Drobetz dan Fix (2003); Frank dan Goyal (2003); Bancel dan Mitto (2003); Bauer (2004); Bruslerie dan Latrius (2007); Fan *et al* (2007); Tarigan dan Siregar (2009) juga menggunakan *leverage* dan faktor-faktor perilaku keputusan struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini pun masih belum konsisten sehingga belum bisa diambil kesimpulan mengenai faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Oppler dan Titman (2000) dalam Christianti (2007) secara eksplisit menyatakan bahwa keputusan pendanaan berubah sepanjang waktu. Artinya, keputusan pendanaan berubah seiring dengan perubahan kondisi keuangan perusahaan. Dengan demikian keputusan pendanaan masa lalu akan berpengaruh terhadap keputusan pendanaan masa kini. Pernyataan ini didukung oleh Titman dan Wessels (1998) dengan menggunakan *variable collateral fixed assets*, *non-debt tax shields*, *growth*, *uniqueness*, *industry classification*, *size*, *volatility*, dan *profitability* menemukan bahwa setelah



perusahaan mendapatkan laba, perusahaan akan menggunakan labanya untuk mengurangi hutang dalam pendanaannya menjadi turun.

Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji faktor-faktor apakah yang berpengaruh terhadap optimalisasi *leverage* perusahaan. Dengan menggunakan analisis regresi diharapkan dapat diketahui perilaku kebijakan struktur modal di BEI berdasar pada teori struktur modal dalam manajemen keuangan, yaitu *Static Trade Off* atau *Pecking Order Theory*.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian Christianti (2006). Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya Christianti (2006) adalah Christianti (2006) yang menggunakan data laporan keuangan, jumlah saham beredar dan harga penutupan saham dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2003, sementara penelitian ini menggunakan data laporan keuangan manufaktur antara tahun 2007 sampai dengan tahun 2008 karena alasan keberadaan data dan untuk tujuan tercukupinya data untuk dilakukan pengujian. Penelitian ini menggunakan atribut *leverage* sebagai variabel dependen, oleh karena itu tahun 2007 sebagai tahun mulai dipilihnya data-data yang berhubungan dengan *leverage* karena pada tahun tersebut krisis keuangan global mulai terjadi. Sedangkan tahun 2008 merupakan tahun terakhir yang digunakan dalam penelitian ini karena melihat ketersediaan laporan keuangan terakhir yang berada dalam *website* bursa efek indonesia, ICMD (*International Capital Market Directory*) ataupun dalam *website* masing-masing perusahaan yang cukup memadai serta tahun dimana krisis ekonomi dunia sudah terjadi karena perusahaan manufaktur rentan terkena imbas langsung krisis, selain itu perusahaan manufaktur dipilih untuk mengurangi

gangguan data yang berfluktuasi baik dalam hal jumlah dan relevansinya, disamping itu kelompok industri manufaktur merupakan kelompok terbesar di BEI sehingga dalam penelitian ini dapat diambil sampel yang mencukupi untuk dilakukan pengujian. Christianti mengukur variabel-variabelnya menggunakan data perubahan selama dua tahun untuk masing-masing variabel yang diestimasi untuk menguji apakah perubahan *leverage* perusahaan pada periode berjalan disebabkan oleh perubahan berbagai faktor penentu keputusan struktur modal di masa lalu (Christianti, 2006). Namun, pada penelitian ini penulis menggunakan seluruh variabel untuk tahun 2007 sampai dengan tahun 2008 agar dapat membandingkan dari tahun ke tahun, selain itu penulis juga menambahkan variabel baru dalam penelitian ini, yaitu *size* dan *non-debt tax shield* (Drobetz dan Fix, 2003) karena berdasarkan hasil empiris berbagai penelitian sebelumnya ditemukan hasil empiris yang berbeda-beda dan variabel tersebut erat kaitannya dengan *static trade off* dimana perusahaan dapat mengoptimalkan hutangnya dengan *size* yang besar dan manfaat dari pengurangan pajak yang dapat diperoleh dari penggunaan *non-debt tax shield*.

Berdasarkan uraian tersebut di atas, peneliti akan melakukan penelitian dengan judul “**Analisis Static Trade Off dan Pecking Order Theory Terhadap Optimalisasi Leverage : Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI**”

## B. Perumusan Masalah

Permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah *asset tangibility*, *size*, *growth*, *profitability*, *earning volatility* dan *non-debt tax shield* mempengaruhi optimalisasi *leverage* berdasarkan *static trade off* dan *pecking order theory*?
2. Apakah perusahaan manufaktur di Indonesia lebih cenderung mengikuti *static trade off* atau *pecking order theory* dalam menetapkan keputusan pendanaan perusahaan?

## C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka tujuan dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk menguji secara empiris hubungan *leverage* dengan faktor-faktor penentu keputusan struktur modal perusahaan.
2. Untuk menentukan dalam menetapkan keputusan pendanaan perusahaan manufaktur di Indonesia lebih cenderung mengikuti *static trade off* atau *pecking order theory*.

## D. Motivasi Penelitian

Motivasi penelitian ini yaitu untuk mengetahui apakah dengan menggunakan teori yang sama tetapi dengan lokasi dan sampel yang berbeda akan memberikan hasil yang sama dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya belum bisa memberikan menentukan faktor-faktor yang secara tepat dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan karena hasilnya tidak konsisten sebab keputusan pendanaan berubah

sepanjang waktu. Artinya, keputusan pendanaan berubah seiring dengan perubahan kondisi keuangan perusahaan.

#### **E. Manfaat Penelitian**

Manfaat yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah:

1. Bagi Manajemen Perusahaan

Diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan untuk menentukan alternatif pendanaan perusahaan secara tepat.

2. Bagi Pihak Akademisi

Memberikan bukti empiris mengenai hubungan *leverage* dengan faktor penentu keputusan struktur modal yang ada di Indonesia dan juga dapat digunakan sebagai referensi untuk penelitian selanjutnya.

## **F. Sistematika Penelitian**

Adapun sistematika laporan adalah sebagai berikut:

### **BAB I : BAB PENDAHULUAN**

Bab ini meliputi latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, motivasi penelitian dan manfaat penelitian.

### **BAB II : TINJAUAN PUSTAKA**

Bab ini membahas landasan teori yang diantaranya berupa tinjauan pustaka, kerangka konseptual, dan dilanjutkan dengan penelitian terdahulu yang dikembangkan di hipotesis.

### **BAB III : METODOLOGI PENELITIAN**

Bab ini berisi ruang lingkup penelitian, populasi, sampel, dan teknik sampling; pengukuran variabel; instrumen penelitian; sumber data; metode pengumpulan data; serta metode analisis data.

### **BAB IV : ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN**

Bab ini membahas mengenai data yang digunakan, pengolahan data tersebut dengan alat analisis yang diperlukan dan hasil dari analisis data.

### **BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN**

Bab ini berisi kesimpulan yang diperoleh dari hasil analisis data yang telah dilakukan, saran-saran yang diajukan dari hasil penelitian, dan rekomendasi bagi penelitian selanjutnya.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

Setelah membahas pendahuluan di Bab I. Pada Bab II ini akan menjelaskan mengenai landasan teori kerangka konseptual, serta penelitian terdahulu dan pengembangan hipotesis dalam penelitian ini.

#### A. Telaah Literatur

Pada telaah literatur dalam penelitian ini akan dijabarkan mengenai optimalisasi *leverage* dan faktor-faktor penentu struktur modal, *static trade off* dan *pecking order theory*.

##### 1. Optimalisasi *Leverage*

Salah satu tolak ukur dalam struktur modal perusahaan ditunjukkan oleh *leverage* keuangan (Kim 1992 dalam Christianti, 2006). Menurut FASB, hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi masa mendatang yang mungkin timbul karena kewajiban sekarang suatu entitas untuk menyerahkan aktiva atau untuk memberikan jasa kepada entitas lain dimasa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu. Kebijakan hutang perusahaan dapat dilihat dari rasio *leverage* perusahaan. *Leverage* adalah penggunaan aset dan sumber dana oleh perusahaan yang menimbulkan biaya tetap dengan maksud agar meningkatkan keuntungan (*return*) operasi pemegang saham (*common stock*). *Leverage* ini menunjukkan proporsi atas penggunaan utang untuk membiayai investasinya. Perusahaan yang tidak mempunyai *leverage* berarti menggunakan modalnya sendiri 100 %.

*Leverage* juga menunjukkan tingkat likuiditas perusahaan. *Leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Kreditur lebih menyukai rasio *leverage* yang lebih rendah karena kreditur memiliki tingkat keamanan piutang yang lebih besar. Apabila rasio *leverage* besar hal tersebut menunjukkan perusahaan sangat tergantung terhadap hutang. Semakin besar rasio hutang semakin besar pula peranan kreditur dalam mengendalikan perusahaan. Namun, disisi lain resiko tidak terbayarnya hutang juga lebih besar. Struktur kepemilikan perusahaan diharapkan mampu menjadi penyeimbang aspek pengendalian yang ada di dalam perusahaan. Kepemilikan institusional diharapkan mampu memonitoring terhadap kebijakan hutang yang diambil oleh manajemen.

Pengukuran *leverage* dalam penelitian ini menggunakan proksi *Short Term Debt* (Hutang Jangka Pendek) dan *Long Term Debt* (Hutang Jangka Panjang)

1. Hutang Jangka Pendek

Hutang jangka pendek merupakan hutang yang diharapkan akan dilunasi dalam waktu satu tahun atau satu siklus normal perusahaan dengan menggunakan sumber-sumber aktiva lancar. Siklus operasi adalah periode waktu yang diperlukan antara akuisisi barang dan jasa yang terlibat dalam proses manufaktur serta realisasi kas akhir yang dihasilkan dari penjualan dan penagihan selanjutnya.

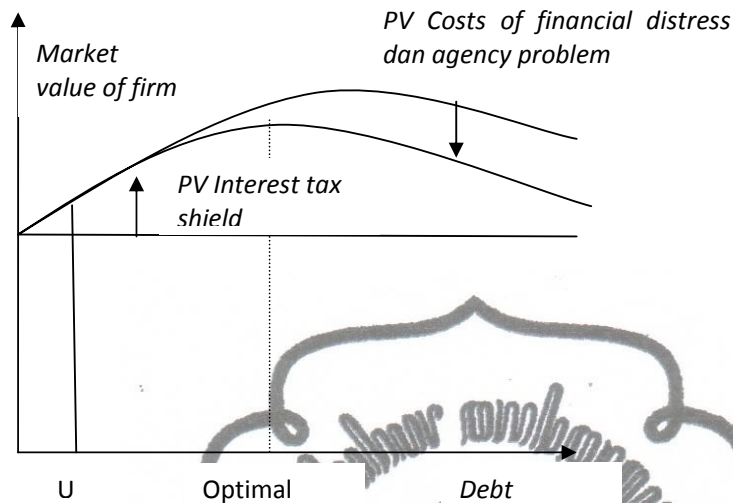
2. Hutang Jangka Panjang

Hutang jangka panjang merupakan hutang yang jangka waktu pembayarannya lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca. Keputusan

pembiayaan melalui hutang mempunyai batasan sampai dimana dana dapat diambil dengan menggunakan rasio yang telah ditentukan jika terlampaui maka biaya akan meningkat dengan cepat. Rasio tersebut adalah LDE (*Long Debt Ratio*) yang menunjukkan sejauh mana hutang dapat ditutupi oleh modal perusahaan. Perusahaan yang menggunakan hutang banyak maka akan meningkatkan beban hutang dan pokok pinjaman yang harus dibayar.

Penggunaan hutang sebagai sumber pembiayaan perusahaan memiliki beberapa keunggulan, antara lain biaya bunga yang mengurangi pajak, *bondholder* hanya mendapat bunga yang relatif tetap sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan, dan *bondholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil. Sedangkan penggunaan hutang juga memiliki kelemahan karena hutang yang semakin tinggi meningkatkan resiko *technical insolvency*, bila bisnis tidak bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik menjadi berkurang, jika hal terus berlangsung maka akan menyebabkan kebangkrutan (Fidyati, 2003).





Sumber : Brigham dan Houston, 1999

**Gambar 2.1 Struktur Modal Optimal**

Pada gambar diatas, ketika perusahaan pada titik U, biaya *financial distress* dan *agency problem* mulai diperhitungkan dan mengurangi keuntungan penggunaan hutang. Antara titik U dan titik optimal biaya *financial distress* dan *agency problem* semakin besar tapi nilai perusahaan masih naik. Setelah titik optimal, penggunaan hutang tidak menguntungkan lagi. Semakin besar hutang, semakin menurun nilai perusahaan. Titik balik tersebut disebut struktur modal yang optimal, menunjukkan jumlah hutang perusahaan yang optimal (Brigham dan Houston, 1999).

Menurut Riyanto (2001), struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata (*average cost of capital*). Oleh karena itu, manajemen dalam menetapkan struktur modal tidak bersifat kaku (dengan satu patokan), tetapi disesuaikan dengan keadaan

perusahaan. Para eksekutif keuangan umumnya menyatakan struktur modal yang optimal dalam rentang waktu tertentu

## 2. Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal

Salah satu tugas manajer keuangan adalah menghimpun dana yang dibutuhkan oleh perusahaan. Keputusan untuk memilih pendanaan perusahaan sering mendatangkan dilema bagi bagi manajer keuangan. Dilema tersebut adalah manajer harus mampu menghimpun dana, baik yang berasal dari dalam perusahaan maupun luar perusahaan secara efisien, dalam arti keputusan modal tersebut harus mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan, karena jika keputusan pendanaan tidak cermat akan menimbulkan biaya modal yang terlalu tinggi dan akhirnya akan mengurangi profitabilitas. (Nurrohim, 2008).

Menurut Arifin (2005) Struktur Modal merupakan kombinasi hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Struktur modal lebih menggambarkan target komposisi hutang dan ekuitas jangka panjang pada suatu perusahaan. Penelitian ini menggunakan beberapa atribut/proksi untuk menentukan struktur modal pada industri manufaktur di BEI berdasarkan pada hipotesis pada *Static Trade Off* atau *Pecking Order Theory*, karena setiap atribut teori untuk mengidentifikasi penentuan struktur modal perusahaan kebanyakan tidak hanya dipengaruhi oleh satu atribut tetapi oleh beberapa indikator akuntansi (sebagai proksi dari setiap atributnya). Kesalahan pengukuran bisa terjadi dalam pengujian bila hanya mengambil salah satu indikator akuntansi sebagai proksi dari setiap atribut teori struktur modal (Chen dan Jiang, 2001). Kedua teori ini, baik

*Static Trade Off* atau *Pecking Order Theory* cukup sering diperdebatkan. Atas alasan itu pula, penelitian ini dilakukan.

Perusahaan dituntut untuk untuk mempertimbangkan dan menganalisis sumber-sumber dana ekonomis untuk membelanjai kebutuhan-kebutuhan investasi serta kegiatan usahanya. Untuk itu perusahaan mempertimbangkan berbagai variabel yang mempengaruhinya (Nurrohim, 2008).

### 3. *Static Trade Off*

Teori struktur modal pertama kali dipelopori oleh Modigliani dan Miller (MM) tahun 1958. Salah satu asumsi dalam pasar sempurna adalah tidak ada pajak. Proporsi MM adalah “jika tidak ada pajak, struktur modal tidak dipengaruhi nilai perusahaan”. Dengan kata lain, jika tidak ada kena pajak, maka struktur modal akan *irrelevance*. Proporsi ini dibuktikan dengan menggunakan *arbitrase*. Dalam perkembangannya, Modigliani-Miller (MM) memasukkan unsur pajak, sehingga struktur modal menjadi relevan, karena bunga yang dibayarkan akibat menggunakan hutang dapat mengurangi penghasilan kena pajak (*tax deductible*). Nilai perusahaan akan maksimum, jika perusahaan menggunakan 100 % hutang dan semakin banyak hutang adalah semakin baik, fenomena ini disebut *corner optimum leverage decision* (Mutamimah dan Rita, 2009).

Dalam praktek penggunaan hutang 100 % sulit dijumpai dan hal ini ditentang oleh *trade-off theory*. Kenyataannya, semakin besar hutang semakin tinggi beban yang harus ditanggung perusahaan, karena adanya *agency cost*, biaya kebangkrutan, keengganan kreditur untuk memberi hutang besar, dan sebagainya (Mutamimah dan Rita, 2009).

*Static Trade Off* merupakan model struktur modal yang mempunyai asumsi bahwa struktur modal perusahaan merupakan keseimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dan biaya *financial distress* (kesulitan keuangan) dan *agency cost* (biaya keagenan), dimana terjadi pertentangan posisi antara manajemen (agen) dengan pemegang saham (sebagai pemilik). Teori ini disebut teori statis sebab teori ini mengasumsikan bahwa perusahaan adalah tetap dari segi aset dan operasi dan hanya mempertimbangkan perubahan yang mungkin dalam rasio hutang-ekuitas. Teori ini disebut teori *trade-off* sebab manajer keuangan sering berpikir bahwa keputusan hutang-ekuitas sebagai *trade-off* antara *interest tax shield* dan biaya *financial distress* (Fadhinalahal, 2007).

Teori ini dikemukakan oleh Stiglitz (1969), Haugen dan Papas. *Trade off* merupakan model yang didasarkan pada *trade off* antara keuntungan dengan kerugian penggunaan hutang. *Trade off* tersebut dipengaruhi oleh beberapa variabel, antara lain oleh keuntungan pajak dari penggunaan hutang, resiko *financial distress* dan penggunaan biaya agensi (Nurrohimi, 2008).

Dari model ini dapat dinyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman keseluruhannya adalah buruk. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang optimal dan berusaha untuk menyesuaikan tingkat hutang aktualnya ke arah titik optimal tersebut ketika perusahaan tersebut berada pada tingkat hutang yang terlalu tinggi (*overlevered*) atau terlalu rendah (*underlevered*). Pada kondisi yang stabil, perusahaan akan menyesuaikan tingkat hutangnya ke tingkat rata-rata hutangnya dalam jangka

panjang. Karena itu, teori ini disebut juga *mean-reverting theory* (Adrianto dan Wibowo, 2007).

Titik optimal ini terjadi karena adanya pajak sebagai faktor yang mendorong perusahaan meningkatkan hutangnya dan biaya *financial distress* yang mendorong perusahaan untuk membatasi tingkat hutangnya. Tingkat keuntungan dan pajak suatu perusahaan memiliki hubungan yang positif, sehingga perusahaan tersebut memiliki motivasi untuk mengurangi pajak perusahaan, dengan jalan meningkatkan hutangnya. Dalam hal ini hutang bertindak sebagai *tax shield*, karena ia dapat mengurangi pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan dalam bentuk pembayaran bunga kepada investor hutang, terdapat bentuk *tax shield* lain yang dapat membuat arus kas tetap membuat arus kas tetap menjadi arus kas internal perusahaan dalam bentuk pengurangan laba, yaitu biaya depresiasi dan amortisasi. Biaya-biaya ini tidak membutuhkan perusahaan untuk mengeluarkan dananya, melainkan hanya perhitungan akuntansi untuk mengakui adanya biaya yang telah dikeluarkan perusahaan untuk investasinya di masa lalu (Sulistyowati, 2007).

Perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang terlalu tinggi lebih rentan terkena resiko *financial distress*, logikanya adalah semakin besar penggunaan hutang, semakin besar pula beban biaya bunga, semakin besar profitabilitas bahwa penurunan penghasilan akan menyebabkan *financial distress*. *Financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan terancam bangkrut. Dalam kondisi ini perusahaan akan kehilangan peluang investasinya karena sebagian besar aset yang dimiliki akan digunakan untuk membayar hutang-

hutangnya. Selain itu, perusahaan akan mengalami peningkatan *cost of capital* ketika melakukan pendanaan eksternal baru karena besarnya resiko *default* yang diekspetasikan oleh investor ketika terjadi ancaman *financial distress* dan kemungkinan terjadinya *overinvestment* (Brigham dan Houston, 1999).

*Static trade off* menyatakan bahwa rasio target hutang mungkin bervariasi antara perusahaan satu dengan yang lainnya. Perusahaan dengan *safe tangible asset* dan cukup banyak *taxable income* yang bisa dilindungi sebaiknya mempunyai target hutang yang tinggi. Perusahaan yang tidak menguntungkan dengan *risky intangible asset* sebaiknya menggunakan pendanaan ekuitas. Tidak seperti teori MM, yang seolah berkata bahwa perusahaan sebaiknya mengambil sebanyak mungkin hutang, *static trade off* memberikan target hutang yang rasional dan moderat (Singh dan Kumar, 2008).

Teori ini disisi lain bisa menjelaskan peristiwa struktur modal pada perusahaan-perusahaan, tetapi disisi lain gagal. *Static trade off* secara sukses menjelaskan banyak industri yang struktur modalnya berbeda. Perusahaan yang bergerak di bidang teknologi dengan pertumbuhan tinggi, dimana asetnya berisiko dan kebanyakan tidak nyata (*intangible asset*), umumnya menggunakan sedikit hutang. Sedangkan industri maskapai penerbangan dapat meminjam lebih banyak karena aset mereka nyata (*tangible asset*) dan relatif aman (Adrianto dan Wibowo, 2007).

Kekurangan *trade-off theory* dalam beberapa hal adalah *static trade off* gagal menjelaskan perilaku struktur modal. Teori ini tidak dapat menjelaskan

Mengapa banyak perusahaan yang sukses mempunyai sedikit hutang (Fadhilanahal, 2007).

Implikasi *trade-off theory* menurut Brealey dan Myers (1991) adalah :

- a. Perusahaan dengan resiko bisnis besar harus menggunakan lebih kecil hutang dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai resiko bisnis rendah, karena semakin besar resiko bisnis, penggunaan hutang yang semakin besar akan meningkatkan beban bunga, sehingga akan semakin mempersulit keuangan perusahaan.
- b. Perusahaan yang dikenai pajak tinggi pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak hutang karena adanya *tax shield*.
- c. Perusahaan dengan laba tinggi seharusnya mempunyai kapasitas hutang yang lebih banyak dan lebih banyak *taxable income* yang dapat dilindungi sehingga seharusnya memberikan target rasio hutang yang lebih tinggi. Perusahaan *unprofitable* dengan resiko tinggi dan *intangible assets* mempunyai rasio hutang yang lebih rendah dan lebih mengandalkan pada ekuitas.

#### **4. Pecking Order Theory**

Teori ini dipopulerkan oleh Myers dan Majluf (1984) dan Myers (1984) meskipun Myers menyatakan bahwa sebelumnya Donaldson (1961) telah melakukan penelitian yang menunjukkan bahwa manajemen perusahaan lebih memilih sumber pendanaan internal daripada eksternal, kecuali dalam kondisi dimana pendanaan eksternal tidak dapat dihindari (Adrianto dan Wibowo, 2007).

Teori ini menyatakan bahwa permasalahan utama di dalam penentuan struktur modal adalah karena adanya informasi simetris antara manajer dengan investor. Asimetri informasi ini terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada investor (Brealey dan Myers, 1991), sedangkan pajak, biaya transaksi dan biaya kebangkrutan pada teori *trade-off* adalah permasalahan yang memiliki implikasi kecil bagi perusahaan. (Adrianto dan Wibowo, 2007).

Menurut Brealey dan Myers (1991), *pecking order theory* menyatakan bahwa;

- a. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan, yang berwujud laba ditahan), karena pendanaan internal terbebas dari masalah informasi.
- b. Perusahaan menyesuaikan *target dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara dramatis.
- c. Kebijakan dividen yang *sticky* ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi, berarti bahwa terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.
- d. Jika pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi (hutang), *convertible bond*, alternatif yang paling akhir adalah sekuritas.



Sesuai dengan teori ini, tidak ada suatu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Perusahaan lebih menyukai penggunaan dana dari modal internal yakni dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan *pecking order theory* adalah *internal fund* (modal internal), *debt* (hutang), *equity* (modal sendiri).

*Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena mereka mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu dana internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Dana internal lebih disukai dari dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan tidak perlu membuka diri lagi terhadap pemodal dari luar (Nurrohim, 2008). Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena dua alasan, antara lain,

a. Pertimbangan biaya emisi

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

b. Manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan akan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya asimetrik antara pihak manajemen dan pihak pemodal.

Dalam *pecking order theory*, ketertarikan pada *interest tax shield* diasumsikan sebagai efek kedua. Rasio hutang berubah saat tidak ada keseimbangan dalam arus kas internal, dividen bersih, dan kesempatan investasi nyata. Perusahaan yang profitnya tinggi dan kesempatan investasi terbatas akan mempunyai rasio hutang rendah. Perusahaan yang kesempatan investasinya melebihi dana internal yang diperoleh akan meminjam lebih banyak dan lebih banyak lagi (Paramu, 2006).

*Pecking order theory* menjelaskan hubungan yang terbalik antara profitabilitas dan hutang dalam satu industri. Investasi perusahaan pada umumnya bertujuan untuk dapat menyamai pertumbuhan industri. Kemudian tingkat investasi akan sama dengan sebuah industri. *Dividen payout* yang tetap, perusahaan yang paling sedikit labanya akan mempunyai sedikit dana internal dan akan meminjam lebih banyak (Fadhilana, 2007).

Myers (1984) di dalam teori *pecking order* menyatakan bahwa permasalahan utama keputusan struktur modal perusahaan adalah informasi yang tidak simetris (*asymmetric information*) di antara manajer dan investor mengenai kondisi internal perusahaan, serta argumentasi bahwa manajer berpihak kepada pemegang saham lama, karena (*asymmetric information*) manajemen perusahaan mengetahui lebih banyak tentang perusahaan dibanding investor di pasar modal.

Dalam kondisi tersebut ketika manajemen perusahaan ingin memaksimalkan nilai untuk pemegang saham saat ini (*current stockholder*), bukan pemegang saham baru, maka akan ada kecenderungan bahwa jika perusahaan memiliki prospek yang cerah, manajemen tidak akan menerbitkan saham baru untuk tapi

menggunakan laba ditahan (supaya prospek cerah tersebut dapat dinikmati *current stockholder*), dan jika prospek kurang baik, manajemen menerbitkan saham baru untuk memperoleh dana. Ini akan menguntungkan *current stockholder* karena tanggung jawab mereka berkurang, masalahnya adalah para investor tahu kecenderungan ini sehingga mereka melihat penawaran saham perusahaan cenderung turun jika saham baru diterbitkan. Ini menyebabkan *cost of equity* menjadi tinggi, biaya modal perusahaan semakin tinggi dan nilai perusahaan cenderung turun. Kedua, permasalahan tersebut menyebabkan perusahaan memiliki hierarki pendanaan yang dimulai dari arus kas internal, hutang, kemudian saham. Versi kuat dari teori ini menyatakan bahwa perusahaan tidak akan pernah menerbitkan saham karena memiliki permasalahan asimetri informasi yang paling tinggi (Brigham dan Houston, 1999).

Hutang sebagai sumber pendanaan eksternal juga memiliki permasalahan informasi, namun derajatnya lebih rendah dan lebih stabil dibanding dengan saham. Dari sudut pandang investor, instrumen hutang mempunyai beberapa kelebihan dibanding saham, yakni (i) memiliki hak klaim yang lebih tinggi atas aset perusahaan ketika perusahaan tidak dapat mengembalikan pinjamannya; (ii) tingkat pengembalian instrumen utang yang relatif tetap memberikan kepastian yang lebih baik bagi investor; (iii) investor dapat membatasi gerak manajer perusahaan melalui kontrak untuk mencegah penggunaan dana pada investasi yang berisiko tinggi; dan (iv) nilai pasar dari instrumen utang tidak sensitif terhadap kinerja perusahaan (Harris dan Raviv, 1991). Rendahnya permasalahan

informasi dari instrumen hutang menyebabkan manajer perusahaan lebih menyukai hutang dalam mendanai defisit investasinya (Adrianto dan Wibowo, 2007).

## **B. Penelitian Terdahulu**

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian Christianti (2006) yang mengukur pengaruh dari perubahan beberapa faktor seperti *assets tangibility*, *growth*, *profitability*, *volatility* dan *flexibility* terhadap *leverage* (*short term debt* dan *long term debt*). Sampel penelitian ini adalah 90 perusahaan yang dimulai dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2003 yang dilakukan pengujian dengan menggunakan *Structural Equation Model* (SEM) dengan *path diagram*. Hasil penelitiannya adalah atribut *assets tangibility*, *growth*, *profitability* mempunyai pengaruh terhadap *leverage* perusahaan yang mendukung hipotesis *pecking order theory* dalam penentuan keputusan pendanaan untuk perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta (BEJ), atribut *earning volatility* mempunyai pengaruh terhadap *leverage* perusahaan yang tidak mendukung baik hipotesis *static order theory* atau *pecking order theory* dalam penentuan keputusan pendanaan untuk perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta, sehingga dapat disimpulkan bahwa perilaku struktur modal untuk perusahaan manufaktur di BEJ mendukung teori struktur modal *pecking order theory*.

Hartono (2003) melakukan penelitian yang bertujuan untuk memperoleh bukti empiris apakah model prediksi *pecking order theory* maupun *a target adjustment trade off theory* memiliki kemampuan dalam menjelaskan perubahan struktur modal yang diproksi dari perubahan hutang jangka panjang. Sampel penelitian adalah 55 perusahaan manufaktur dan di uji dengan regresi berganda.

Hasil temuannya yaitu bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia memiliki kecenderungan, semakin tinggi asset yang dimiliki, semakin besar pula defisit arus kas. Hal ini akan meningkatkan hutang jangka panjangnya sehingga perusahaan-perusahaan dengan ukuran yang lebih besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan memperoleh dana yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang berukuran kecil. Hasil temuan ini konsisten dengan temuan empiris Baskin (1989), Cang dan Rhee (1990) yang menyimpulkan bahwa kenaikan total aktiva sebagai proksi keputusan investasi akan berdampak positif dengan *leverage*. Dalam penelitian ini juga dijelaskan bahwa perubahan struktur modal lebih mampu dijelaskan oleh model *pecking order theory* daripada model *a target adjustment tradeoff theory* setelah memasukkan variabel *size*.

Nurrohim (2008) mengukur pengaruh *profitabilitas*, *fixed asset ratio*, kontrol kepemilikan dan struktur aktiva terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia khususnya adalah perusahaan *consumer goods*. Sampel penelitian hanya terdiri 27 perusahaan *consumer goods* antara tahun 2001 sampai dengan tahun 2005, adapun model analisis yang digunakan adalah *least square regression*. Hasil penelitian ini adalah bahwa secara bersama-sama variabel *profitabilitas*, *fixed asset ratio*, kontrol kepemilikan dan struktur aktiva berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal, sedangkan secara parsial hanya profitabilitas dan kontrol kepemilikan yang berpengaruh secara signifikan sedangkan variabel yang lain, yaitu *fixed asset ratio* dan struktur aktiva tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.

Agustanto (2004) mengukur pengaruh dan hubungan antara peluang investasi dan keputusan pembelanjaan dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Sampel penelitian adalah 72 perusahaan yang terdiri dari 52 perusahaan manufaktur dan 20 perusahaan non manufaktur, kemudian diklasifikasikan ke dalam perusahaan yang memiliki grup pendanaan sebanyak 28 perusahaan grup dan sebanyak 24 perusahaan bukan grup. Hasil penelitiannya adalah terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang berada dalam satu grup dengan perusahaan pendanaan dan perusahaan yang tidak memiliki grup pendanaan dalam membiayai kebutuhan asetnya, dimana perusahaan yang berada dalam satu grup dengan perusahaan pendanaan ada kecenderungan lebih banyak menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan dananya sedangkan perusahaan yang tidak memiliki perusahaan pendanaan sendiri cenderung lebih sedikit menggunakan pinjaman dalam pendanaan investasinya.

Sulistiyowati (2007) menggunakan variabel *tangibility*, *profitabilitas*, *growth*, *non-debt tax shields*, *cash holding* sebagai faktor-faktor penentu kebijakan struktur modal, dimana *tangibility* dan *non-debt tax shields* menunjukkan hubungan positif terhadap *leverage* sedangkan *profitabilitas*, *growth* dan *cash holding* menunjukkan hubungan negatif.

Dobertz dan Fix (2003) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada 124 perusahaan di Swiss yang terdaftar pada *Swiss Performance Index* (SPI), dengan menggunakan variabel antara lain *tangibility*, *firm size*, *growth opportunities*, *profitability*, *volatility*, *non-debt tax shield*, *uniqueness* dan *industry classification*. Berdasarkan model *pecking order* namun berlawanan dengan

model *trade off*, perusahaan yang menghasilkan laba yang besar biasanya sedikit menggunakan *leverage*. Perusahaan dengan *investment opportunities* yang tinggi menggunakan sedikit *leverage* mendukung kedua teori baik *pecking order* maupun *trade off*.

Wijaya dan Hadianto (2008) meneliti pengaruh struktur aktiva, ukuran, likuiditas, dan profitabilitas terhadap struktur modal emiten sektor ritel di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan menggunakan *pecking order theory* antara tahun 2000 – 2005. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aktiva dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Jairo (2000) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada 651 perusahaan di Inggris selama tahun 1985 – 2000 dengan menggunakan *structural equation modeling* (SEM). Variabel laten yang digunakan antara lain, *asset structure (tangibility)*, *non-debt tax shields*, *growth potential (investment opportunities)*, *size*, *volatility of returns (size)*, *past of profitability*, *current of profitability*, *profitability of bankruptcy*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *non-debt tax shields*, *business risk* dan *profitability of bankruptcy* berpengaruh negatif terhadap struktur modal sedangkan *tangibility*, *firm size*, *current profitability* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Singh dan Kumar (2008) meneliti apakah perusahaan di India lebih cenderung mengikuti *trade off theory* atau *pecking order theory* dalam menetapkan keputusan pendanaan perusahaan selama tahun 1991 – 2007, yang

menunjukkan bahwa perusahaan di India lebih mengikuti *trade off theory*. Variabel yang digunakan adalah *tangibility* dan *intangibility assets*, *size of firm*, *non-debt tax shields*, *maturity*, *industry type*, *risk of the earnings*, *profitability*. Hasil tersebut bertentangan dengan penelitian Farhat, Cotei dan Abugri (2006).

Adrianto dan Wibowo (2007) menguji teori *pecking order* pada perusahaan-perusahaan non keuangan LQ45 periode tahun 2001-2005 dengan melihat hubungan antara perubahan *asset tangibility*, peluang pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap perubahan tingkat hutang jangka panjang perusahaan. Perusahaan LQ45 adalah perusahaan yang paling likuid, dalam hal memiliki volume perdagangan dan kapitalisasi terbesar. Sampel penelitian yang diperoleh adalah 28 perusahaan sedangkan metode yang digunakan adalah *period fixed effects model* dengan *white's robust errors* dan *period sur*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa defisit internal bukanlah salah satu faktor utama yang menentukan perubahan tingkat hutang jangka panjang perusahaan sehingga saham sangat mungkin diterbitkan. Dengan demikian bukti empiris bahwa pada perusahaan-perusahaan LQ45 yang relatif memiliki masalah asimetri informasi yang lebih rendah daripada perusahaan terbuka lainnya belum dapat dibuktikan.

Sari (2006) meneliti keadaan struktur modal dan hubungan struktur modal yang didukung bukti empiris pada perusahaan publik yang ada di BEJ berdasarkan *static order theory* dan *pecking order theory* pada tahun 2002 – 2004. Metode penelitian yang digunakan adalah metode statistik dan pengujian hipotesis dengan korelasi parametrik (*pearson two tailed test*) dengan menggunakan dua variabel, yaitu nilai rasio hutang (DER) dan nilai rasio *return on assets* (ROA).



Hasil penelitian menunjukkan bahwa seluruh perusahaan yang diteliti pada tahun 2002 dan 2003 tidak mempunyai hubungan (korelasi) antara besarnya nilai rasio DER dan ROA. Sedangkan pada tahun 2004 mempunyai hubungan atau korelasi antara besarnya nilai rasio DER dan ROA dan adanya hubungan negatif membuktikan bahwa berlakunya *pecking order theory* pada perusahaan *go public* di Indonesia.

Sartono (2001) meneliti pengaruh aliran kas internal dan kepemilikan manajer dalam perusahaan terhadap pembelanjaan modal dengan menggunakan *managerial hypotheses* atau *pecking order hypotheses* pada tahun 1994 – 1998 dengan sampel penelitian sebanyak 223 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan meskipun penelitian tidak secara tegas menunjukkan adanya *pecking order theory* tetapi empat tahun pengamatan menunjukkan adanya *pecking order theory* pada derajat keyakinan satu persen, tetapi untuk *managerial hypotheses* sama sekali tidak terbukti.

Miawan dan Seventi (2008) meneliti pengaruh *activa structure*, *return on asset*, *market to book ratio*, *firm size*, *growth sales* dan *uniqueness* terhadap struktur modal pada 53 perusahaan manufaktur selama tahun 2003 sampai dengan 2006. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada empat variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal secara parsial, yaitu ROA, *size*, *growth sales* dan *uniqueness* dan secara bersama-sama semua variabel tersebut berpengaruh terhadap struktur modal.

Paramu (2006) meneliti pengaruh karakteristik perusahaan pada berbagai jenis industri di Indonesia terhadap struktur modal. Sampel penelitian sebanyak

151 perusahaan selama tahun 1998 sampai dengan 2002. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan, karakteristik perusahaan pada periode sebelumnya yang diproksikan dengan berbagai faktor struktur modal, yaitu biaya hutang, biaya agensi, risiko bisnis, ukuran perusahaan, *dividen payout ratio*, profitabilitas, kepemilikan eksternal dan kepemilikan institusional berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal pada periode sekarang, sedangkan secara parsial karakteristik perusahaan memiliki pengaruh yang bervariasi pada masing-masing sektor.

Frensidy dan Setyawan (2007) meneliti *pengaruh management ownership structure, business risk dan firm growth* terhadap struktur modal pada 40 perusahaan LQ 45 selama tahun 2000 sampai dengan 2004. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya *business risk dan firm growth* yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Mutamimah dan Rita (2009) meneliti keputusan pendanaan pada 40 perusahaan manufaktur di Indonesia selama tahun 2005 sampai dengan tahun 2006 dengan menggunakan pendekatan model *trade-off theory* dan *pecking order theory*. Variabel yang digunakan, yaitu *non debt tax shields, size, liquidity, profitability, cash deficit dan investment*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia cenderung mengikuti model *pecking order theory* dibandingkan dengan *trade-off theory*.

Taufik dan Harjito (2010) meneliti relevansi dari teori fiskal, teori *trade-off* dan teori *pecking order* dalam analisis struktur modal dari perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Variabel yang digunakan, yaitu

*effective tax rate, non-debt tax shields, growth opportunities, asset structure, size* dan *profitability*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *effective tax rate, asset structure* dan *size* menyebabkan adanya pengaruh positif dan signifikan terhadap rasio hutang perusahaan.

Christina dan Halim (2008) meneliti karakteristik struktur modal pada beberapa jenis industri dan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada 230 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2003 sampai dengan tahun 2006. Variabel yang digunakan, yaitu *profitability, size* dan *dividen payout*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa masing-masing industri mempunyai perbedaan dalam keputusan struktur modalnya tergantung pada beberapa faktor.

Fadhilanihal (2007) menguji *static trade-off* dan *pecking order theory* pada struktur modal perusahaan yang masuk indeks LQ45. Dari keseluruhan pengujian, dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang masuk dalam indeks LQ45 tidak mengikuti secara penuh STT maupun POT. Perusahaan disatu sisi mengikuti pandangan STT, tetapi disisi lain memilih pandangan POT sebagai pertimbangan dalam struktur modalnya.

### **C. Hipotesis**

Sejak keputusan struktur modal tercermin dari perubahan keputusan pendanaan, maka penelitian ini menggunakan perubahan *leverage* untuk mengukur keputusan pendanaan perusahaan. Penelitian ini menggunakan beberapa atribut untuk menentukan struktur modal pada industri manufaktur di BEI berdasarkan pada hipotesis *static trade off* dan *pecking order theory*

(Christianti, 2006), berikut ini adalah penjelasan masing-masing atribut yang digunakan dalam penelitian ini,

### ***1. Asset Tangibility***

*Asset tangibility* menunjukkan semakin banyak *assets tangibility* yang dimiliki perusahaan maka semakin banyak *collateral assets* (jaminan) yang dapat digunakan untuk mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang. Hal ini dikarenakan pihak luar akan meminta *collateral assets* sebagai jaminan atas pinjaman. Dobertz et al (2003) menyatakan tanpa ada jaminan, kreditur dapat meminta bunga pembayaran hutang yang tinggi. Dengan demikian menurut *static trade off* diharapkan *assets tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Harris dan Raviv (1991) dalam Christianti (2006) menyatakan bahwa perusahaan dengan *level fixed assets* yang tinggi (perusahaan besar) mempunyai sedikit masalah *asymmetric information* dibandingkan dengan perusahaan dengan *level fixed assets* yang rendah (perusahaan kecil). Perusahaan dengan *level fixed assets* yang tinggi dapat menerbitkan saham dengan harga yang *fair* sehingga tidak menggunakan hutang untuk mendanai investasinya. Menurut *Pecking order theory* menyatakan bahwa permasalahan utama penentuan struktur modal adalah informasi yang tidak simetris. *Asset tangibility* merupakan variabel yang sangat menentukan besar kecilnya masalah ini. Ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya menjadi lebih mudah. Dengan demikian perusahaan akan mengurangi penggunaan hutangnya ketika proporsi aktiva berwujudnya meningkat. (Adrianto dan Wibowo, 2007).

H1 T = *assets tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*

(*static trade off*)

H2 T = *assets tangibility* berpengaruh negatif terhadap *leverage*

(*pecking order theory*)

## 2. *Size*

Ukuran perusahaan menunjukkan berapa asset atau kekayaan yang dimiliki perusahaan. Christianti (2006) menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran yang lebih besar dan kompleks tidak mempunyai kendala untuk memperoleh hutang dari pihak luar. Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa perusahaan kecil lebih banyak mempunyai *leverage* dibandingkan dengan perusahaan besar dan lebih memilih untuk melakukan hutang jangka pendek dibandingkan dengan menerbitkan hutang jangka panjang karena biaya tetap yang lebih rendah berhubungan dengan alternatif tersebut. Miawan dan Seventi (2008), menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih teridentifikasi sehingga *firm size* merupakan proksi kebalikan dari kemungkinan terjadinya kebangkrutan. Dengan demikian, menurut *static trade off*, *size* akan memiliki dampak positif terhadap hutang.

Menurut *pecking order theory*, menyatakan bahwa perusahaan dengan level yang lebih kecil mempunyai *information asymmetric* yang tinggi dan sedikit untuk mendapatkan sumber dana eksternal (hutang) (Frank dan Goyal, 2003). Adrianto dan Wibowo (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran yang semakin besar biasanya lebih terdiversifikasi, memiliki reputasi yang lebih baik dan menghadapi kendala informasi yang lebih rendah, sehingga perusahaan cenderung mendanai keuangannya dari sumber yang sensitif terhadap informasi

internal, yaitu dengan ekuitas melalui pasar modal. Jadi, ukuran perusahaan justru berbanding terbalik dengan *leverage* perusahaan .

H3  $Sz = size$  berpengaruh positif terhadap *leverage*

(*static trade off*)

H4  $Sz = size$  berpengaruh negatif terhadap *leverage*

(*pecking order theory*)

### 3. *Growth*

Pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*) merupakan peningkatan yang terjadi di dalam perusahaan yang digunakan untuk menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Menurut Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa kesempatan pertumbuhan merupakan modal *assets* yang menambah nilai bagi perusahaan, tetapi tidak dijamin dan tidak menghasilkan pajak penghasilan. Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil lebih aman memperoleh lebih banyak hutang dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan penjualannya tidak stabil. Christianti (2006) menyatakan bahwa hipotesis *pecking order theory*, mempunyai dua sinyal yaitu perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung untuk menjaga dan mempertahankan rasio hutang pada level yang rendah (sinyal negatif) atau perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan melakukan ekspansi dengan cara menggunakan dana eksternal berupa hutang (sinyal positif). Adrianto dan Wibowo (2007) menyatakan bahwa peluang pertumbuhan yang tinggi akan menyebabkan perusahaan mengurangi tingkat hutangnya saat ini untuk menjaga

kapasitas pendanaan eksternalnya ketika peluang tersebut direalisasikan oleh perusahaan. Sesuai dengan *trade off theory*, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk membiayai investasinya dengan mengeluarkan saham, karena harga sahamnya relatif tinggi. Alasan lainnya adalah karena perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung menanggung *costs of financial distress* yang besar, karena memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi. Dengan demikian, menurut *static trade off* tingkat pertumbuhan berhubungan negatif dengan tingkat *leverage*. Sebaliknya menurut *pecking order theory*, tingkat pertumbuhan mempunyai hubungan yang positif dengan tingkat *leverage*, karena secara temporer memiliki investasi yang masih terlalu rendah, sehingga untuk sementara memiliki tingkat *leverage* yang rendah (Darminto, 2007).

H5 Gr = *growth* berpengaruh negatif terhadap *leverage*  
(*static trade off*)

H6 Gr = *growth* berpengaruh positif terhadap *leverage*  
(*pecking orde theory*)

#### **4. Profitability**

Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa profitabilitas masa lalu dan jumlah laba yang ditahan menjadi hal yang penting yang menentukan struktur pendanaan. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi mempunyai akses yang lebih besar dalam pendanaan internalnya dan cenderung menggunakan sedikit hutang dalam struktur pendanaannya. Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat keuntungan yang besar memiliki sumber pendanaan internal yang

lebih besar dan memiliki kebutuhan untuk melakukan pembiayaan investasi melalui pendanaan eksternal yang lebih kecil. Karena itu, *pecking order theory* memprediksi hubungan berkebalikan antara profitabilitas dengan tingkat hutang jangka panjangnya. Sebaliknya, *static trade off* memprediksi bahwa semakin tinggi tingkat keuntungan perusahaan yang menyebabkan perusahaan meningkatkan jumlah hutangnya untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pengurangan pajak. (Adrianto dan Wibowo, 2007).

H7 Prf = *profitability* berpengaruh positif terhadap *leverage*  
(*static trade off*)

H8 Prf = *profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage*  
(*pecking order theory*)

##### 5. *Earning Volatility*

*Volatility* merupakan arti dari komoditi atau pasar yang menunjukkan kenaikan atau penurunan pendapatan secara tajam dalam jangka pendek. Christianti (2006) menyatakan bahwa *earning volatility* perusahaan yang tinggi dianggap oleh pasar sebagai hasil kinerja manajemen yang buruk, oleh karenanya perusahaan yang seperti ini sulit untuk mendapatkan dana eksternal. Chen dan Jiang (2001) menyatakan baik *static trade off* maupun *pecking order theory* terdapat pengaruh yang negatif antara *earning volatility* dengan tingkat *leverage*.

H9 Evo = *earning volatility* berpengaruh positif terhadap *leverage*  
(*static trade off*)

H10 Evo = *earning volatility* berpengaruh negatif terhadap *leverage*  
(*pecking order theory*)



## 6. *Non-Debt Tax Shield*

Perusahaan yang dikenai pajak tinggi pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak hutang karena adanya *tax shield*. Perusahaan akan menggunakan pengurangan pajak atas depresiasi dan kredit pajak investasi untuk menghasilkan manfaat pajak dalam pendanaan hutang (Drobetz dan Fix, 2003).

Dalam hal ini hutang bertindak sebagai *tax shields* karena dapat mengurangi pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan dalam bentuk pembayaran bunga kepada pihak yang memberikan hutang. Ada bentuk *tax shields* lain yang dapat membuat arus kas tetap menjadi arus kas internal perusahaan dalam bentuk pengurangan laba, yaitu biaya depresiasi dan amortisasi. Biaya-biaya ini tidak membutuhkan perusahaan untuk mengeluarkan dananya, melainkan perusahaan hanya melakukan perhitungan akuntansi untuk mengakui adanya biaya yang telah dikeluarkan atas investasinya di masa lalu. (Sulistiyowati, 2007).

Modigliani dan Miller (1963) menyatakan bahwa perusahaan mendapatkan keuntungan dalam bentuk pengurangan pajak yang berhubungan dengan pembayaran bunga atas hutang. Perusahaan dengan *non-debt tax* yang tinggi relatif mengharapkan arus kas meliputi pengurangan hutang dalam struktur modalnya. Dengan demikian, *static trade off* memprediksi *non-debt tax shield* berhubungan negatif terhadap *leverage* (Drobetz dan Fix, 2003), sedangkan menurut Titman dan Wessels (1988) tidak menemukan pengaruh antara *non-debt tax shield* dan *leverage*.

H9 Evo = *non-debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap *leverage*  
(*static trade off*)

H10 Evo = *non-debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap *leverage*  
(*pecking order theory*)

**Tabel II.1**  
**Tabel Pengujian Cross Sectional**  
**Prediksi hubungan antara leverage dan beberapa variabel berdasarkan teori**

Variabel	<i>Static Trade Off Theory</i>	<i>Pecking Order Theory</i>
<i>Tangible asset or assets in place</i>	(+)	(-)
<i>intangible assets</i>	(-)	(+)
<i>Industry median</i>	(+)	(+)
<i>Growth options</i>	(-)	(+)
<i>Firm Size</i>	(+)	(-)
<i>Effective tax rate</i>	(+)	
<i>Dividends</i>		(-)
<i>Non debt tax shields</i>	(-)	
<i>Profitability</i>	(+)	(-)
<i>Capital Expenditure</i>		(+)
<i>Maturity</i>	(+)	(-)
<i>Risk of the assets</i>	(-)	
<i>Earning Volatility</i>	(-)	(-)

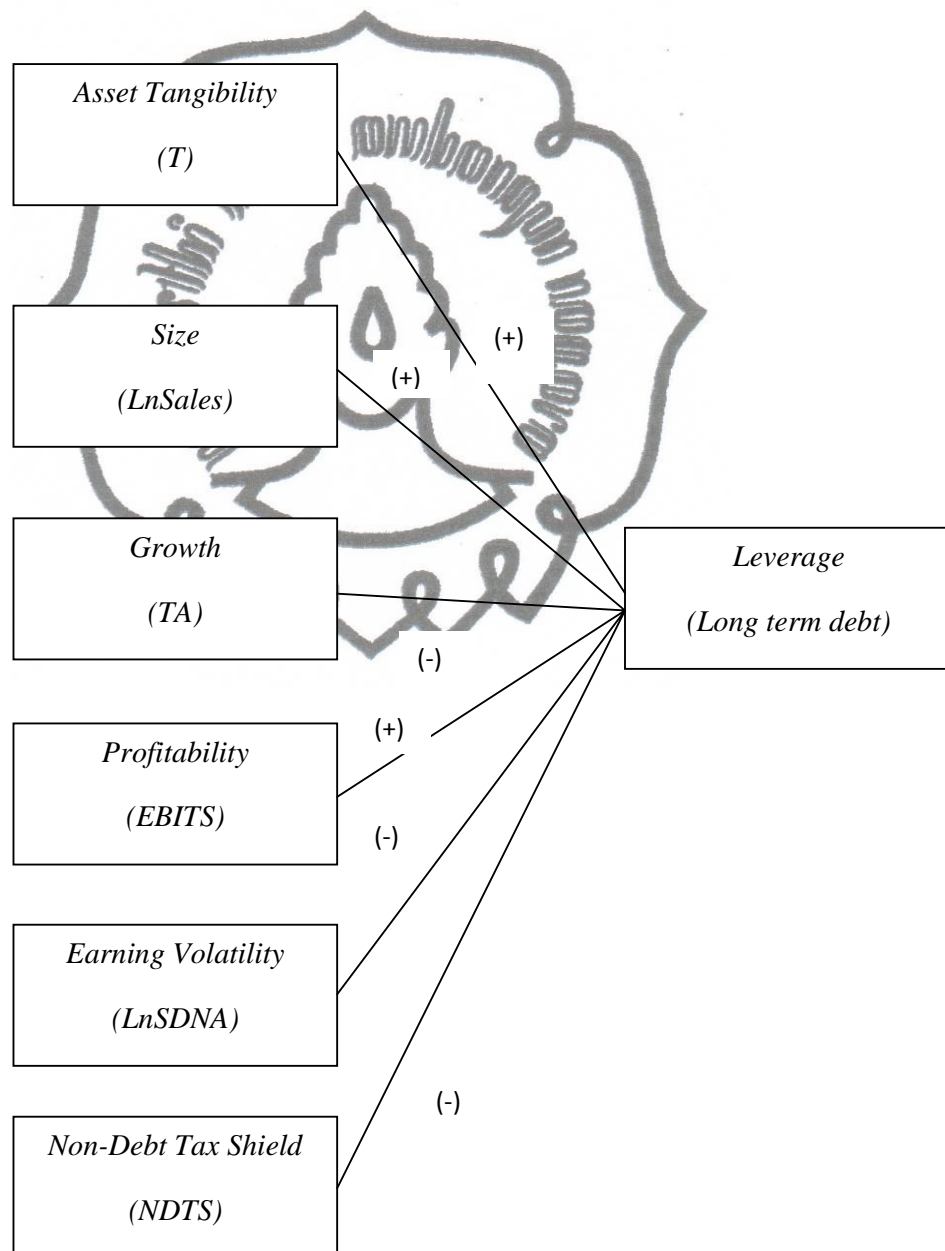
Sumber : Singh dan Kumar (2008)

#### D. Model Penelitian

Model Penelitian dapat dilihat pada bagan dalam gambar berikut:

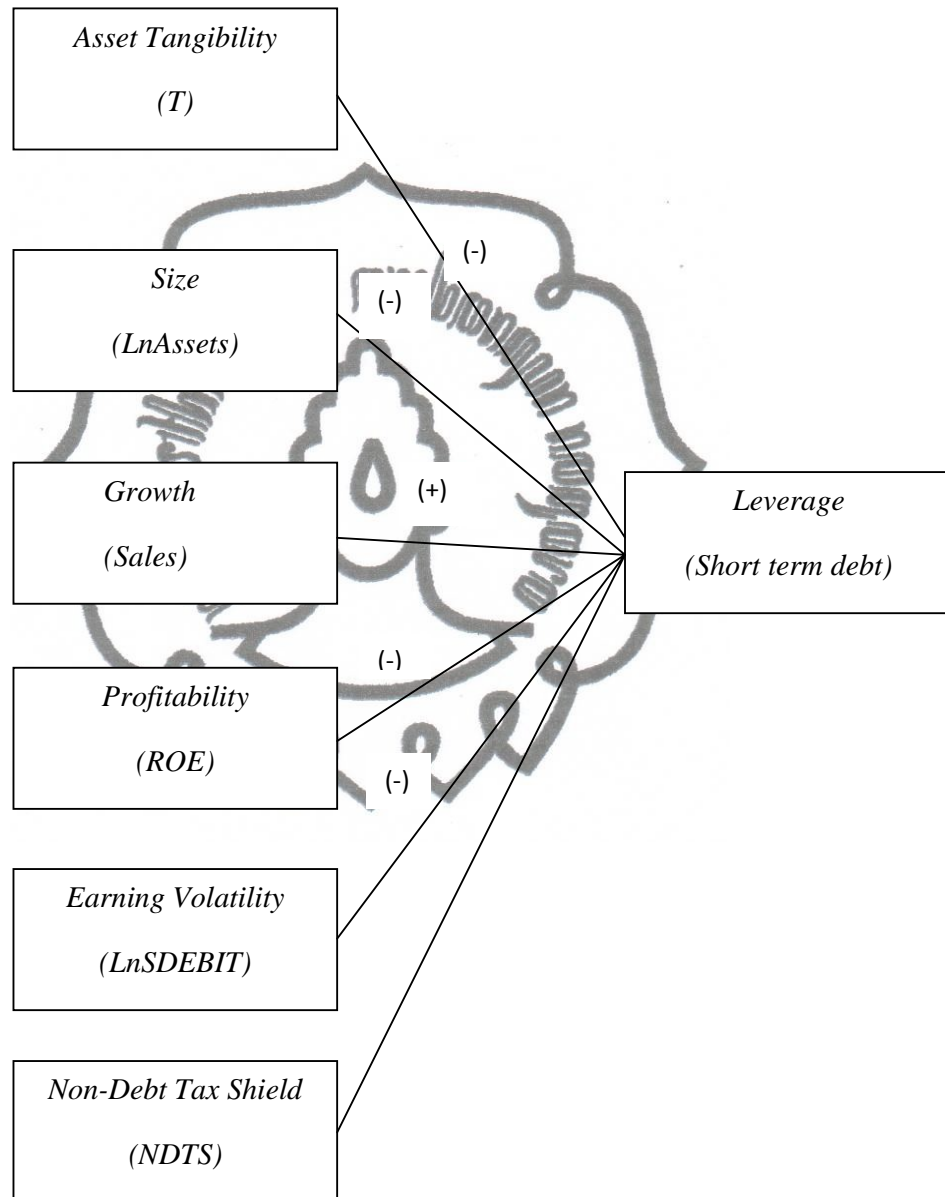
Gambar II. 2

#### Kerangka Teoritis Hubungan Antar Variabel Static Trade Off Theory



*commit to user*

**Gambar II. 3**  
**Kerangka Teoritis Hubungan Antar Variabel Pecking Order Theory**



### BAB III

#### METODE PENELITIAN

Setelah membahas landasan teori dan pengembangan hipotesis di Bab II, maka Bab III akan menjelaskan mengenai ruang lingkup penelitian, populasi, sampel, dan teknik sampling, jenis dan sumber data, pengukuran variabel, dan metode analisis data yang dilakukan dalam penelitian ini.

##### A. Ruang Lingkup Penelitian

Jenis penelitian ini merupakan pengujian hipotesis (*hypothesis testing study*) yaitu menjelaskan sifat hubungan-hubungan tertentu atau menetapkan perbedaan-perbedaan antara dua faktor (kelompok) independen atau lebih dalam sebuah situasi (Sekaran, 2006). Secara garis besar penelitian ini dilakukan dengan 2 regresi yaitu, menguji pengaruh *long term debt* sebagai variabel dependen dan *asset tangibility (t)*, *size (lnsales)*, *growth (ta)*, *profitability (ebits)*, *earning volatility (lnsdna)* dan *non-debt tax shield (ndts)* sebagai variabel independen., serta menguji pengaruh *short term debt* sebagai variabel dependen dan *asset tangibility (t)*, *size (lnassets)*, *growth (sales)*, *profitability (roe)*, *earning volatility (lnsdebit)* dan *non-debt tax shield (ndts)* sebagai variabel independen Penelitian ini bersifat *cross sectional*, karena penelitian ini hanya mengambil sampel waktu dan kejadian pada suatu saat tertentu, yaitu pada tahun 2007 – 2008.

## B. Populasi, Sampel dan Teknik Pengumpulan Data

Populasi adalah keseluruhan kelompok, peristiwa atau suatu ketertarikan yang ingin diselidiki oleh peneliti. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penggunaan perusahaan yang tercatat di BEI sebagai populasi karena perusahaan tersebut mempunyai kewajiban untuk menyampaikan laporan tahunan kepada pihak luar perusahaan, sehingga memungkinkan data laporan tahunan tersebut diperoleh dalam penelitian ini. Sedangkan sampel adalah subkelompok atau sebagian dari populasi. Dengan mempelajari sampel, peneliti akan mampu menarik kesimpulan yang dapat digeneralisasikan terhadap populasi penelitian (Sekaran, 2000). Alasan pemilihan sektor manufaktur disesuaikan dengan banyaknya sampel yang diperlukan serta untuk mengurangi gangguan data yang berfluktuasi baik dalam hal jumlah dan relevansinya, disamping itu kelompok industri manufaktur merupakan kelompok terbesar di BEI sehingga dalam penelitian ini dapat diambil sampel yang mencukupi untuk dilakukan pengujian, selain itu industri manufaktur juga dapat menggambarkan problematika perekonomian Indonesia pada tahun tersebut, hal ini karena industri manufaktur merupakan satu dari tiga sektor *tradables*, dua sektor lainnya adalah pertanian, pertambangan dan galian. Berbagai produk yang dihasilkan oleh sektor *tradables* diperdagangkan secara bebas, baik di pasar internasional maupun domestik, oleh karena itu posisi perusahaan manufaktur rentan terkena imbas langsung dari persoalan yang dihadapi di lingkup pasar domestik dan internasional, selain itu perusahaan manufaktur lebih banyak menggunakan sumber pembiayaan melalui

utang bank dibandingkan dengan sektor lainnya (Bisnis Indonesia, 17 Januari 2008), selanjutnya dari perusahaan kelompok industri manufaktur yang dijadikan sebagai populasi penelitian dilakukan pengambilan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yang berarti sampel ditarik sejumlah tertentu dari populasi dengan menggunakan pertimbangan tertentu. Dalam hal ini sampel yang diambil harus memenuhi karakteristik yang disyaratkan. Adapun ciri-ciri dan sifat-sifat dari perusahaan yang dijadikan sebagai sampel penelitian adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan telah terdaftar di BEJ sejak Desember 2006 dan tidak mengalami *delisting* selama periode penelitian.
2. Perusahaan memiliki hutang jangka panjang selama periode penelitian
3. Perusahaan tidak menghentikan operasinya selama tahun 2007 sampai dengan tahun 2008
4. Perusahaan memberikan laporan keuangan tahunan secara periodik kepada BEJ selama periode penelitian.

Tahun 2007 sampai dengan 2008 dipilih karena alasan keberadaan data dan untuk tujuan tercukupinya data untuk dilakukan pengujian. Penelitian ini menggunakan atribut *leverage* sebagai variabel dependen, oleh karena itu tahun 2007 sebagai tahun mulai dipilihnya data-data yang berhubungan dengan *leverage* karena pada tahun tersebut krisis keuangan global mulai terjadi . Sedangkan tahun 2008 merupakan tahun terakhir yang digunakan dalam penelitian ini karena melihat ketersediaan laporan keuangan terakhir yang berada dalam *website* bursa efek indonesia, ICMD (*International Capital Market Directory*) ataupun dalam

*website* masing-masing perusahaan yang cukup memadai serta tahun dimana krisis ekonomi dunia sudah terjadi.

### C. Jenis dan Sumber Data

Secara umum data penelitian dikelompokkan menjadi dua, yaitu data primer dan data sekunder. Data primer adalah data yang diperoleh secara langsung dari responden. Data sekunder adalah data yang diperoleh secara tidak langsung dari responden (Sekaran, 2006). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang dibuat atau dikumpulkan oleh pihak luar (Sekaran, 2000:211). Data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dari tahun 2007 sampai dengan 2008 berupa laporan keuangan yang didapat dari pojok BEI FE UNS Surakarta maupun *website* BEI atau masing-masing perusahaan. Data laporan keuangan yang digunakan yaitu meliputi: *fixed assets, total assets, net sales, total equity, EBIT, net income, long term debt, short term debt, capital assets, depreciation* untuk masing-masing sampel penelitian. Data yang diperlukan dalam penelitian ini berupa data dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan Pojok BEI.

### D. Definisi Variabel dan Pengukurannya

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari dua macam variabel, yaitu dua variabel dependen dan enam variabel independen

#### 1. Variabel Dependen

Variabel dalam penelitian ini menggunakan *leverage*. Yang mempunyai 2 proksi, yaitu *leverage* menggunakan hutang jangka panjang dan menggunakan hutang jangka pendek.



*Leverage (L):*

$$\text{LongTerm} = \frac{\text{Book value of long term debt}}{\text{Equity of capital assets}}$$

$$\text{ShortTerm} = \frac{\text{Book value of short term debt}}{\text{Equity of capital asset}}$$

## 2. Variabel Independen

Adapun variabel independen dalam penelitian ini meliputi:

- a. *asset tangibility*
- b. *firm size*
- c. *growth*
- d. *profitability*
- e. *earning volatility*
- f. *non-debt tax shield*

Variabel-variabel yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini akan diukur dengan mengacu pada ukuran penelitian Christianti (2006) dan Drobetz dan Fix (2003) yang terdiri atas:

### a. *Asset tangibility*

*Asset tangibility* menunjukkan suatu kekayaan yang biasanya dapat dijadikan jaminan. Variabel ini diberi simbol T. *Assets tangibility* ini akan dihitung dengan menggunakan perbandingan antara aktiva tetap dan total asset.

$$\text{Tangibility (T)} = \frac{\text{Fixed Asset}}{\text{Total Asset}}$$

Dengan hasil perbandingan antara aktiva tetap dan total aset akan menghasilkan *assets tangibility*, artinya semakin banyak jaminan yang dikeluarkan maka perusahaan akan semakin mudah untuk mendapatkan hutang.

b. *Size*

Ukuran perusahaan menunjukkan berapa aset atau kekayaan yang dimiliki perusahaan. Variabel ini diberi simbol Sz.

$$Size (sz) = Ln (sales)$$

$$Size (sz) = Ln (assets)$$

Ukuran perusahaan (*size*) diukur dengan melihat penjualan bersih yang dimiliki perusahaan karena ukuran perusahaan menunjukkan berapa aset atau kekayaan yang dimiliki perusahaan.

c. *Growth*

Pertumbuhan perusahaan dapat didefinisikan peningkatan yang terjadi dalam perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan yang berarti pula semakin tinggi pula kesempatan bertumbuh perusahaan semakin tinggi, maka akan semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan.

Variabel ini diberi simbol Gr, dengan proksi

$$TA = Total\ assets\ market\ value\ t - total\ asset\ market\ value_{t-1}$$

$$Sales = sales\ t - sales_{t-1}$$

d. *Profitability*

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba.

Variabel ini diberi simbol Prf

*Profitability* (Prf) :

$$EBITS = \frac{EBIT}{Sales}$$

$$ROE = \frac{EBT}{Equity}$$

Profitabilitas menunjukkan berapa *earnings* atau keuntungan yang dimiliki perusahaan karena semakin besar profitabilitas yang diperoleh perusahaan maka semakin kecil pula pendanaan yang berasal dari hutang (eksternal).

e. *Earning Volatility*

*Volatility* merupakan arti dari komoditi atau pasar yang menunjukkan kenaikan atau penurunan pendapatan secara tajam dalam jangka pendek.

Variabel ini diberi simbol *Evo*, diperlukan proksi untuk mengukurnya

$$LnSDNA = Ln(\text{Standard deviation of net assets})$$

$$LnSDEBIT = Ln(\text{Standard deviation of EBIT})$$

f. *Non-Debt Tax Shield*

*Non-debt tax shield* merupakan besarnya biaya yang mendatangkan keuntungan pajak bagi perusahaan selain biaya bunga berupa pengurangan atau perlindungan pajak yang secara akuntansi dapat mengurangi jumlah pajak yang harus dibayar oleh perusahaan.

$$\text{Non-Debt Tax Shield} = \frac{\text{depreasi}}{\text{total asset}}$$

## E. Metode Analisis Data

### 1. Uji Asumsi Klasik

#### a. Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk menguji kenormalan distribusi dalam model regresi pada variabel pengganggu atau variabel residual (Ghazali, 2001). Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan independen memiliki distribusi normal. Pengujian normalitas data dalam penelitian ini menggunakan uji *Kolmogrov Smirnov*, dengan membandingkan nilai *p value* dengan tingkat signifikansi 5%. Jika *p value* > 5%, maka data berdistribusi normal.

#### b. Multikolinieritas

Merupakan uji yang dilakukan dengan tujuan menguji apakah model regresi terdapat korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2001). Model regresi yang baik seharusnya tidak terdapat korelasi di antara variabel independen. Jika terjadi korelasi antar variabel independen maka dikatakan terjadi problem multikolinieritas. Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas dalam model regresi, peneliti akan melihat nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Faktor* (VIF) dengan alat bantu program SPSS 13. *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena  $VIF = 1 / tolerance$ ). Nilai *cutoff* yang dipakai adalah nilai *tolerance* < 0.10 atau

sama dengan nilai  $VIF > 10$ . Jika tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0.10 dan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10, maka tidak terjadi problem multikolinieritas.

c. Autokorelasi

Pengujian apakah dalam sebuah model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena kesalahan pengganggu tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Untuk menguji ada tidaknya autokorelasi, peneliti menggunakan uji Durbin-Watson. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi (Ghozali, 2001). Untuk menguji ada tidaknya masalah autokorelasi, peneliti akan menggunakan uji Durbin-Watson dengan alat bantu SPSS. Patokan yang digunakan adalah patokan yang digunakan dalam buku Ghozali (2001), ketentuan bahwa sebuah model regresi telah terbebas dari autokorelasi adalah apabila nilai Durbin-Watson berada lebih dari nilai  $d_U$  dan lebih kecil dari nilai  $4 - d_U$  atau dalam formulasi:

$$d_U < \text{Durbin-Watson} < 4 - d_U$$

#### d. Heteroskedastisitas

Pengujian ini digunakan untuk melihat apakah spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak sehingga diperoleh informasi apakah fungsi yang digunakan sebaiknya berbentuk linier, kuadrat, atau kubik. Uji *Lagrange Multiplier* digunakan dalam penelitian ini, akan diperoleh besarnya  $c^2$  hitung ( $n \times R^2$ ) dan  $c^2$  tabel. Apabila  $c^2$  hitung  $< c^2$  tabel maka model yang diuji benar.

Metode lain yang digunakan untuk menguji heteroskedastisitas adalah dengan melihat grafik *scatterplot*. Grafik *scatterplot* ini dihasilkan dengan menggunakan alat bantu SPSS 13. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot*, jika ada pola tertentu seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Jika tidak ada pola yang jelas dan titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2001).

## 2. Pengujian Hipotesis

Sesuai kerangka teoritis dan pengajuan hipotesis, maka pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan metode analisis regresi linear sederhana. Pengujian hipotesis menggunakan bantuan program *SPSS versi 13.0*. Koefisien regresi diperoleh dari hasil regresi yang ditunjukkan oleh output yang dinamakan *coefficient* atau nilai beta. Koefisien tiap regresi digunakan untuk menjelaskan

pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Besarnya koefisien tiap regresi diperoleh dari persamaan regresi sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1.T + \beta_2.SZ + \beta_3.GR + \beta_4.PRF + \beta_5.EVO + \beta_6.NDTS + \epsilon$$

Dimana :

Y	=	<i>Leverage</i>
$\alpha$	=	Konstansta
$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 + \beta_5 + \beta_6$	=	Koefisien Regresi
T	=	<i>Assets Tangibility</i>
SZ	=	<i>Size</i>
GR	=	<i>Growth</i>
PRF	=	<i>Profitability</i>
EVO	=	<i>Earning Volatility</i>
NDTS	=	<i>Non-Debt Tax Shield</i>
$\epsilon$	=	<i>Error Term</i>

a. Uji Ketepatan Perkiraan (Uji  $R^2$ )

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) yang diperoleh untuk mengetahui kemampuan variabel independen dalam menjelaskan perubahan variabel dependen secara bersama-sama. Nilai koefisien yang diperoleh akan berkisar  $0 < R^2 \leq 1$  dimana jika nilai  $R^2$  semakin mendekati 1, maka semakin kuat kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen.

b. Uji Koefisien Regresi Simultan (Uji F)

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Hasil uji ini ditunjukkan dari hasil Tabel Anova untuk model (1) dan (2). Untuk mengetahui signifikansi analisis jalur, kita bandingkan nilai probabilitas dengan nilai probabilitas signifikansi. Apabila  $p\ value \geq 0.05$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima (model regresi signifikan), dan sebaliknya.

c. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t)

Uji t dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen secara parsial mempengaruhi variabel dependen dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Hasil uji ini ditunjukkan dari hasil Tabel *Coefficients* model (1) dan model (2). Untuk mengetahui signifikansi analisis jalur, kita bandingkan nilai probabilitas dengan nilai probabilitas signifikansi. Apabila  $p\ value \geq 0.05$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima (model regresi signifikan), dan sebaliknya.



## BAB IV

### ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Dalam Bab IV ini akan dibahas tahap-tahap dan pengolahan data yang kemudian akan dianalisis tentang “Pengaruh *Asset Tangibility*, *Size*, *Growth*, *Profitability*, *Earning Volatility* dan *Non-Debt Tax Shield* terhadap *Leverage* pada Perusahaan Manufaktur di BEI : dengan Pengujian *Static Trade Off* atau *Pecking Order Theory*”. Teknik sampling menggunakan metode *purposive sampling*, artinya sampel harus sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan pengujian data dengan model analisis *regression* menggunakan *software* SPSS *release* 13.0.

#### A. Deskripsi Data

Deskripsi mengenai data dalam penelitian ini meliputi seleksi sampel dan analisis statistik deskriptif

##### 1. Seleksi Sampel

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan yang yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam kurun waktu Tahun 2007-2008, sehingga sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang diperoleh melalui *website* resmi Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) maupun situs resmi dari masing-masing perusahaan. Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, diperoleh sampel penelitian dengan rincian sebagai berikut.

**Tabel IV.1**  
**Hasil Pengambilan Sampel**

Tahun	Populasi	Sampel Digunakan	Sampel Tidak Valid/Tidak Lengkap
2007	142	135	7
2008	149	135	14
Total	291	270	21

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan selama tahun 2007-2008 yang berjumlah 302 perusahaan. Pada tabel IV.1 dijelaskan bahwa jumlah sampel pada tahun 2007 dan 2008 adalah 135 perusahaan manufaktur. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Perusahaan yang menjadi sampel adalah perusahaan yang memenuhi beberapa kriteria tertentu yang sudah dijelaskan di Bab III. Berdasarkan teknik pengambilan sampel tersebut, maka jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 270 perusahaan.

## 2. Statistik Deskriptif

Pada Tabel 4.2 di bawah ini dijelaskan statistik deskriptif dari variabel dependen penelitian. Informasi mengenai statistik deskriptif tersebut meliputi: nilai minimum, maksimum, rerata (*mean*), dan standar deviasi yang dihitung dengan menggunakan alat bantu statistik SPSS *release 13*. Hasil dari perhitungan tersebut ditampilkan pada Tabel IV.2 berikut:

**Tabel IV.2**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	SD
<i>Asset Tangibility (T)</i>	270	0.00	0.90	034	0.21
<i>Size (Lnsales)</i>	270	0.00	32.21	27.25	2.43
<i>Size (Lnassets)</i>	270	20.75	32.02	27.28	1.72
<i>Growth (TA)</i>	270	-535191925874	1722000000 0000	472720142921,4 4	1892025080783, 877
<i>Growth (Sales)</i>	270	- 8931312325000	3025161561 0635	764555033139,0 5	3117331600895, 61
<i>Profitability (EBITS)</i>	270	-1.82	0.42	0.00	0.23
<i>Profitability (ROE)</i>	270	-59.27	6.08	-0.08	3.67
<i>Earning Volatility (LnSDNA)</i>	270	29.54	29.77	29.65	0.11
<i>Earning Volatility (LnSDEBIT)</i>	270	27.75	28.08	27.91	0.16
<i>Non-Debt Tax Shield (NDTS)</i>	270	0.00	1.67	0.35	0.28
<i>Long Term Debt</i>	270	-15.93	135.51	1.14	8.80
<i>Short Term Debt</i>	270	-11.15	186.76	2.23	12.82

Sumber: Hasil Olah Data Statistik Deskriptif, 2011.

Dari hasil statistik deskriptif pada Tabel 4.2, dapat dilihat bahwa untuk variabel independen *long term debt* rerata 270 perusahaan manufaktur memiliki nilai sebesar 1.14 dan untuk variabel independen *short term debt* memiliki rerata sebesar 2.23. Perusahaan yang memiliki nilai *long term debt* terbesar adalah PT Century Textile Industry (2008) Tbk, yaitu sebesar 135.51 % sedangkan untuk perusahaan yang memiliki nilai *short term debt* terendah adalah PT Panasia Filamen Inti Tbk (2008), yaitu sebesar -15.93 %. Untuk perusahaan yang

memiliki nilai *short term debt* terbesar adalah PT Century Textile Industry (2008) Tbk, yaitu sebesar 186.76 % sedangkan untuk perusahaan yang memiliki nilai *short term debt* terendah adalah PT Karwell Indonesia Tbk (2007), yaitu sebesar - 11.15 %.

Selanjutnya untuk variabel dependen pertama *Asset Tangibility (T)* nilai paling besar dimiliki oleh PT Surabaya Agung Industry Tbk (2007), yaitu sebesar 0.90 %. Sementara nilai yang paling rendah dimiliki oleh PT Toba Pulp Lestari Tbk (2007), yaitu sebesar 0.00007 %. Rerata nilai *Asset Tangibility (T)* yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah sebesar 0.34 %.

Untuk variabel *Size (Sz)*, nilai *LnSales* paling tinggi dimiliki oleh PT Astra International Tbk (2008), yaitu sebesar 32.21 %. Nilai *LnSales* yang paling rendah dimiliki oleh PT Hanson International Tbk (2008), yaitu sebesar 0.00 %, sedangkan rerata *LnSales* yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah sebesar 27.25 %. Sementara itu, nilai *LnAssets* yang paling tinggi dimiliki oleh PT Astra International Tbk (2008), yaitu sebesar 32.02 %. Nilai *LnAssets* yang paling rendah dimiliki oleh PT Goodyear Indonesia Tbk (2008), yaitu sebesar 20.75 %, sedangkan rerata *LnAssets* yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah sebesar 27.28 %.

Untuk variabel *Growth (Gr)*, nilai TA paling tinggi yang dimiliki oleh PT Astra International Tbk (2008), yaitu sebesar Rp 17,220,000,000,000. Nilai TA yang paling rendah dimiliki oleh PT Polysindo Eka Persada Tbk (2008), yaitu sebesar – Rp 535,191,925,874. Rerata TA yang dimiliki oleh perusahaan

manufaktur yang terdaftar di BEI adalah sebesar Rp 472,720,142,921.44 sementara itu, nilai *Sales* paling tinggi dimiliki oleh PT Gudang Garam Tbk (2008), yaitu sebesar Rp 30,251,615,610,635. Nilai *Sales* yang paling rendah dimiliki oleh PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk (2008), yaitu sebesar – Rp 8,931,312,325,000, sedangkan nilai rerata *Sales* yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah sebesar Rp 764,555,033,139.05.

Untuk variabel *Profitability (Prf)*, nilai *EBITS* paling tinggi dimiliki oleh PT Sepatu Bata Tbk (2008), yaitu sebesar 0.43 %. Nilai *EBITS* yang paling rendah dimiliki oleh PT Surya Intrindo Makmur Tbk (2008), yaitu sebesar -1.82 %, sedangkan rerata *EBITS* yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah sebesar -0.08 %. Nilai *ROE* paling tinggi dimiliki oleh PT Panasia Filament Inti Tbk (2008), yaitu sebesar 6.08 %. Nilai *ROE* yang paling rendah dimiliki oleh PT Century Textile Industry Tbk (2008), yaitu sebesar – 59.27 %, sedangkan nilai rerata *ROE* yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah sebesar – 0.08 %.

Untuk variabel *Earning Volatility (Evo)*, nilai *LnSDNA* paling tinggi dimiliki oleh PT Indofood Sukses Makmur Tbk, yaitu sebesar 29.77 %. Nilai *LnSDNA* yang paling rendah dimiliki oleh PT Hanson International Tbk, yaitu sebesar 29.54 %, sedangkan rerata nilai *LnSDNA* yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah sebesar 29.65 %. Nilai *LnSDEBIT* paling tinggi dimiliki oleh PT Astra International Tbk (2008), yaitu sebesar 28.08 %. Nilai *LnSDEBIT* yang paling rendah dimiliki oleh PT Barito Pacific Tbk (2008),

yaitu sebesar 27.75 %, sedangkan rerata nilai LnSDEBIT yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah sebesar 27.91 %.

Variabel dependen terakhir adalah *Non-Debt Tax Shielded (NDTS)*, nilai NDTS paling tinggi yang adalah PT Unitex Tbk (2008), yaitu sebesar 1.67 %. Nilai NDTS yang paling rendah adalah PT Voksel Electric Tbk (2008), yaitu sebesar 0.0001 %, sedangkan rerata nilai NDTS yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah sebesar 0.32 %.

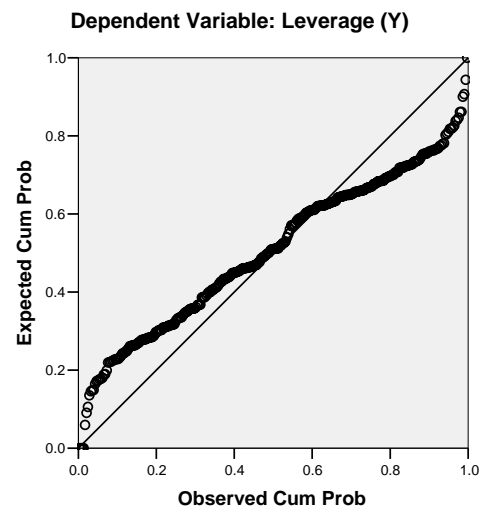
## **B. Uji Asumsi Klasik**

### **1. Uji Normalitas**

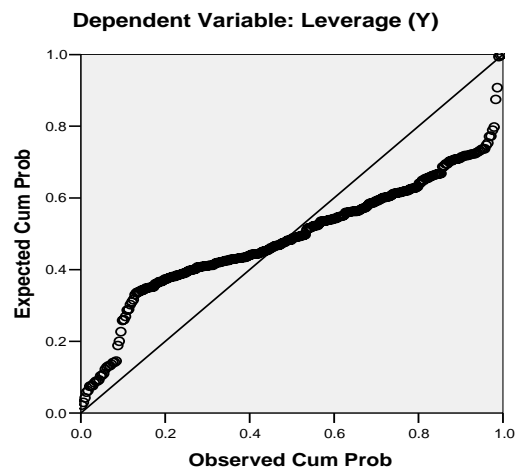
Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel dependen dan variabel independen mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Ghozali, 2001). Untuk menguji normalitas, kita dapat menganalisis penyebaran data pada sumbu diagonal *Normal Probability Plot*. Dasar pengambilan keputusan adalah jika data menyebar disekitar garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

Hasil uji normalitas dengan *Normal Probability Plot* sbb:

**Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual**



**Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual**



**Gambar IV.1.**  
*Normal Probability Plot*

*commit to user*

Berdasarkan hasil uji normalitas dengan *Normal Probability Plot* di atas terlihat bahwa data menyebar disekitar garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

## 2. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas adalah suatu keadaan dimana salah satu atau lebih variabel independen dapat dinyatakan sebagai kombinasi linier dari variabel independen lainnya. Salah satu asumsi regresi linier klasik adalah tidak adanya multikolinearitas sempurna (*no perfect multikolinearitas*). Suatu model regresi dikatakan terkena multikolinearitas apabila terjadi hubungan linier yang *perfect* atau *exact* diantara beberapa atau semua variabel bebas. Akibatnya akan sulit untuk melihat pengaruh secara individu variabel bebas terhadap variabel tak bebas (Madalla, 1999: 269-270). Pendeteksian multikolinearitas dalam penelitian ini dilakukan dengan metode VIF.

Kriteria pengujian :

Jika  $VIF > 10$ , maka  $H_0$  ditolak

Jika  $VIF < 10$ , maka  $H_0$  diterima



Hasil uji multikolinearitas dengan metode VIF sbb :

**Tabel IV.3**  
**Hasil Uji Multikolinearitas dengan Metode VIF**

Persamaan	VIF	VIF	Nilai Kritis	Keterangan
<i>Asset Tangibility</i>	2,809	3,645	10	Tidak terkena multikolinearitas
<i>Size</i>	4,469	1,932	10	Tidak terkena multikolinearitas
<i>Growth</i>	1,003	1,015	10	Tidak terkena multikolinearitas
<i>Profitability</i>	2,348	1,695	10	Tidak terkena multikolinearitas
<i>Earning volatility</i>	3,801	4,053	10	Tidak terkena multikolinearitas
<i>Non-Debt Tax Shield</i>	1,378	3,315	10	Tidak terkena multikolinearitas

Sumber: Lampiran Hasil Olah Data Uji VIF, 2011.

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas dengan metode VIF, nilai VIF < 10, artinya bahwa semua variabel bebas tidak terjadi multikolinearitas sehingga tidak membiaskan interpretasi hasil analisis regresi.

### 3. Uji Heteroskedastisitas

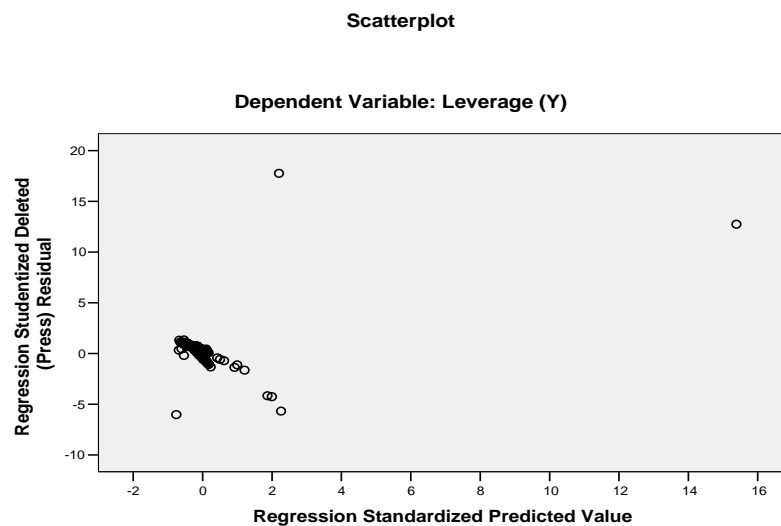
Homoskedastisitas adalah situasi dimana varian ( $\sigma^2$ ) dari faktor pengganggu atau *disturbance term* adalah sama untuk semua observasi X. Penyimpangan terhadap asumsi ini yaitu disebut heteroskedastisitas yaitu apabila nilai varian ( $\sigma^2$ ) variabel tak bebas ( $Y_i$ ) meningkat sebagai akibat dari meningkatnya varian dari variabel bebas ( $X_i$ ), maka varian dari  $Y_i$  tidak sama (Insukindro, 2001:62). Pendeteksian heteroskedastisitas dalam penelitian ini

dilakukan dengan metode *scatter plot*. Caranya dengan melihat pola tertentu dari titik-titik (poin-poin) pada *scatter plot* (Ghozali, 2001:73).

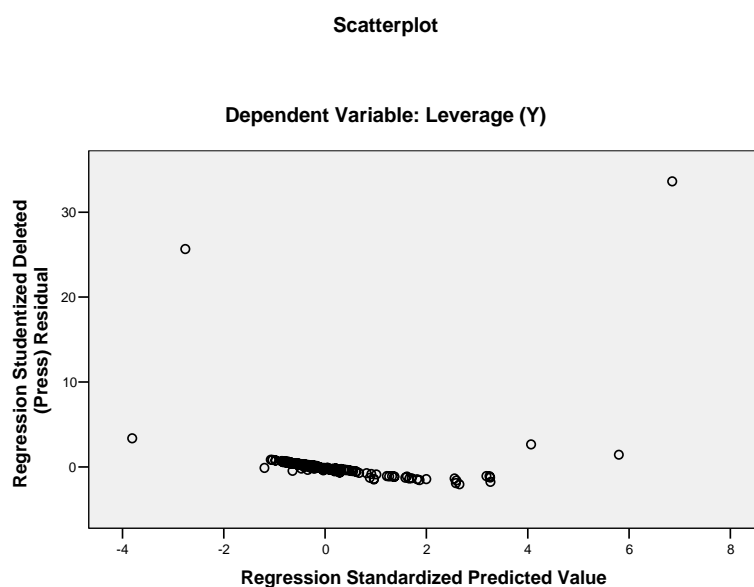
Dasar pengujian:

- a. Jika ada pola tertentu terdapat titik-titik (poin-poin) yang ada membentuk suatu pola beraturan (bergelombang, melebar, kemudian menyempit) maka terjadi heteroskedastisitas.
- b. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik – titik menyebar ke atas dan di bawah 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Hasil uji heteroskedastisitas dengan *scatter plot* sbb :



Sumber: Lampiran Hasil Olah Data Uji heteroskedastisitas, 2011.



**Gambar IV.2**  
**Scatter Plot Uji Heteroskedastisitas**

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan *scatter plot* tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar ke atas dan di bawah 0 pada sumbu Y. Hal ini berarti model yang diestimasi bebas dari heteroskedastisitas.

#### 4. Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah suatu keadaan dimana faktor pengganggu (*error term*) pada periode tertentu berkorelasi dengan faktor pengganggu pada periode lain. Faktor pengganggu tidak random (*unrandom*). Autokorelasi disebabkan oleh faktor-faktor kelembaman (*inersial*), manipulasi data, kesalahan dalam menentukan model (*bias spesification*), adanya fenomena sarang laba-laba, dan penggunaan *lag* dalam model. Pendeteksian asumsi autokorelasi dalam penelitian ini dilakukan dengan uji *Durbin-Watson*.

Kriteria pengujian :

- Jika  $d_{hitung} < d_L$  atau  $d_{hitung} > (4-d_L)$ ,  $H_0$  ditolak, berarti ada autokorelasi
- Jika  $d_U > d_{hitung} < (4 - d_U)$ ,  $H_0$  diterima, berarti tidak terjadi autokorelasi
- Jika  $d_L < d_{hitung} < d_U$  atau  $(4-d_U) < d_{hitung} < (4-d_L)$ , maka tidak dapat disimpulkan ada tidaknya autokorelasi.

**Tabel IV.4**  
**Hasil Uji Autokorelasi**

Tingkat Autokorelasi (DW)	Jenis Autokorelasi
$(4 - DW.L) < DW < 4$	Ada Autokorelasi negatif
$(4 - DW.U) < DW < (4 - DW.L)$	Tanpa kesimpulan
$2 < 2,041$ dan $2,132 < (2,43)$	Tidak Ada Autokorelasi
$DW.L < DW < DW.U$	Tanpa Kesimpulan
$0 < DW < DW.L$	Ada Autokorelasi positif

Sumber: Lampiran Hasil Olah Data Durbin Watson, 2011.

Dari hasil regresi diperoleh nilai  $D-W_{statistik}$  sebesar 2,041 dan 2,132. Dengan  $n = 270$ ,  $k = 6$  dan taraf nyata ( $\alpha$ ) 5 %, maka nilai  $d_L = 1,57$ ,  $d_U = 1,78$ , sehingga  $(4-d_U) = 4-1,78 = 2,22$  dan  $(4-d_L) = 4-1,57 = 2,43$ . Ternyata nilai  $D-W_{statistik}$  sebesar 2,041 dan 2,132 berada di daerah penerimaan  $H_0$  ( $2 < 2,041$  dan  $2,132 < (2,43)$ ). Hal ini berarti model yang diestimasi tidak terkena autokorelasi.

### C. Hasil Analisis Regresi Berganda dan Pembahasan

Analisis dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh dari variabel *Asset Tangibility*, *Size*, *Growth*, *Profitability*, *Earning Volatility*, dan *Non-Debt Tax Shield* terhadap *Leverage*. Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan program statistik komputer *SPSS for Windows Release 13.00* diperoleh hasil sebagai berikut :

**Tabel IV.5**  
**Hasil Regresi Linier Berganda Metode OLS untuk Long Term Debt**

Variabel	Koefisien Regresi	Probabilitas
Konstanta	177,420	0,015**
T	-44,903	0,000*
Lnsales	-5,361	0,000*
TA	8,00E-014	0,291
EBITS	-4,406	0,000*
LnSDNA	-0,607	0,802
NDTS	8,842	0,000*
R <sup>2</sup>	0,931	p-value 0,000
Adjusted R <sup>2</sup>	0,929	
F-statistik	589,696	
DW-statistik	2,041	
N	270	

Sumber: Hasil Olah Data Regresi Linier Berganda, 2011.

Keterangan : \* signifikan pada tingkat 1%, \*\* signifikan pada tingkat 5%

**Tabel IV.6**  
**Hasil Regresi Linier Berganda Metode OLS untuk Short Term Debt**

Variabel	Koefisien Regresi	Probabilitas
Konstanta	-2030,355	0,000*
T	-175,089	0,000*
Lnassets	43,263	0,000*
Sales	-6,77E-016	0,997
ROE	-0,340	0,049 **
LnsDEBIT	30,922	0,000*
NDTS	138,743	0,000*
R <sup>2</sup>	0,469	p-value 0,000
Adjusted R <sup>2</sup>	0,457	
F-statistik	38,782	
DW-statistik	2,132	
N	270	

Sumber: Hasil Olah Data Regresi Linier Berganda, 2011.

Keterangan : \* signifikan pada tingkat 1%, \*\* signifikan pada tingkat 5%

R<sup>2</sup> (Koefisien Determinasi) ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan Secara komprehensif terhadap variabel dependen. Nilai R<sup>2</sup> (Koefisien Determinasi) mempunyai *range* antara 0-1. Semakin besar R<sup>2</sup> mengindikasikan semakin besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen (Ghozali, 2001).

Hasil dari regresi dengan metode OLS diperoleh R<sup>2</sup> (Koefisien Determinasi) sebesar 0,931 dan 0,469 artinya variabel dependen (Y) dalam model yaitu *leverage* dijelaskan oleh variabel independen yaitu *asset tangibility*, *size*, *growth*, *profitability*, *earning volatility*, dan *non-debt tax shield* sebesar 93,2% dan sisanya 06,8% dijelaskan oleh faktor lain di dalam model untuk hutang jangka panjang

serta 46,9% dan sisanya 53,1% dijelaskan oleh faktor lain di dalam model untuk hutang jangka pendek.

Dalam tabel tersebut juga menunjukkan nilai F hitung untuk variabel dependen *long term debt* sebesar 589,696 dan untuk *short term debt* 38,782 dengan probabilitas 0,000 ( $p - value < 0,050$ ). Karena nilai F lebih besar dari 4 dan probabilitas jauh lebih kecil dari 5,000% maka model regresi ini menunjukkan tingkatan yang baik (*good overall model fit*) sehingga model regresi dapat digunakan untuk memprediksi kebijakan struktur modal atau dapat dikatakan bahwa *asset tangibility*, *size*, *growth*, *profitability*, *earning volatility*, dan *non-debt tax shield* secara bersama-sama berpengaruh terhadap *leverage* (Ghozali, 2001).

Uji t digunakan untuk membuktikan pengaruh *asset tangibility*, *size*, *growth*, *profitability*, *earning volatility*, dan *non-debt tax shield* terhadap *leverage* secara individual (uji t) dengan asumsi bahwa variabel yang lain tetap atau konstan.

Pengaruh signifikan dari tiap-tiap variabel independen terhadap variabel dependen dapat diketahui dari besarnya *p-value*. Apabila *p-value* lebih kecil dari tingkat signifikansi, maka variabel independen tersebut secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Sebaliknya, apabila *p-value* lebih besar dari tingkat signifikansi, maka variabel independen tersebut secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan program statistik komputer *SPSS for Windows Release 13.00* diperoleh hasil sebagai berikut.

### a. **Assets Tangibility**

*Asset tangibility* memiliki nilai *p-value* sebesar 0,000 pada tingkat signifikan 5% menunjukkan bahwa ada pengaruh antara *asset tangibility* terhadap variabel *leverage*, baik untuk *long term debt* maupun *short term debt*, serta memiliki koefisien regresi sebesar 4,903 untuk *long term debt* dan 175,089 untuk *short term debt* dan bertanda negatif berarti bahwa hubungan antara variabel *asset tangibility* dan variabel *long term debt* maupun *short term debt* bersifat beda arah, artinya bahwa setiap perubahan atau ada kenaikan pada variabel independen *asset tangibility* akan berbanding terbalik dengan perubahan nilai variabel dependen *leverage*. Hasil ini mendukung hipotesis *pecking order theory* yang menjelaskan ketika *asset tangibility* mengalami peningkatan, maka *leverage* dapat mengalami penurunan dan menolak hipotesis *static trade off*. *Asset tangibility* menunjukkan semakin banyak *assets tangibility* yang dimiliki perusahaan maka semakin banyak *collateral assets* (jaminan) yang dapat digunakan untuk mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang. Hal ini dikarenakan pihak luar akan meminta *collateral assets* sebagai jaminan atas pinjaman. Dobertz et al (2003) menyatakan tanpa ada jaminan, kreditur dapat meminta bunga pembayaran hutang yang tinggi.

Hasil penelitian ini konsisten dengan Christianti (2006) serta Harris dan Raviv (1991) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *level fixed assets* yang tinggi (perusahaan besar) mempunyai sedikit masalah *asymmetric information* dibandingkan dengan perusahaan dengan *level fixed assets* yang rendah (perusahaan kecil). Perusahaan dengan *level fixed assets* yang tinggi dapat menerbitkan saham dengan harga yang *fair* sehingga tidak menggunakan hutang



untuk mendanai investasinya. Dengan demikian diharapkan *assets tangibility* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. *Pecking order theory* menyatakan bahwa permasalahan utama penentuan struktur modal adalah informasi yang tidak simetris. *Asset tangibility* merupakan variabel yang sangat menentukan besar kecilnya masalah ini, ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya menjadi lebih mudah. Dengan demikian perusahaan akan mengurangi penggunaan hutangnya ketika proporsi aktiva berwujudnya meningkat.

#### **b. Size**

*Size* yang diproksikan dengan *LnSales* memiliki *p-value* sebesar 0,000 pada tingkat signifikan 5 %, menunjukkan bahwa ada pengaruh antara *size* terhadap variabel *leverage (long term debt)* serta memiliki koefisien regresi sebesar 5,361 dan bertanda negatif, artinya setiap perubahan atau ada kenaikan pada variabel independen *size* akan berbanding terbalik dengan perubahan nilai variabel dependen *leverage*. Hasil ini mendukung hipotesis *pecking order theory* dan konsisten dengan Frank dan Goyal (2003) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan level yang lebih kecil mempunyai *information asymmetric* yang tinggi dan sedikit untuk mendapatkan sumber dana eksternal (hutang). *Information asymmetries* antara pihak internal dan pihak eksternal pada perusahaan yang besar cenderung lebih sedikit dibandingkan dengan perusahaan kecil. Dengan kata lain, informasi pada perusahaan besar bersifat lebih transparan atau lebih mudah diakses oleh pihak luar, sehingga perusahaan cenderung mendanai keuangannya dari sumber yang sensitif terhadap informasi internal, yaitu dengan ekuitas

melalui pasar modal. Jadi, ukuran perusahaan justru berbanding terbalik dengan *leverage* perusahaan.

Sementara itu untuk *size* yang diproksikan dengan *LnAssets* memiliki *p-value* sebesar 0,000 pada tingkat signifikan 5 %, menunjukkan bahwa ada pengaruh antara *size* terhadap variabel *leverage* (*short term debt*) serta memiliki koefisien regresi sebesar 43,263 dan bertanda positif, artinya setiap perubahan atau ada kenaikan pada variabel independen *size* akan berbanding lurus dengan perubahan nilai variabel dependen *leverage*.

Hasil ini mendukung hipotesis *static trade off* dan konsisten dengan penelitian Drobertz dan Fix (2003), Kurshev dan Strebulaev (2007). Perusahaan dengan ukuran besar mempunyai resiko kebangkrutan yang kecil dibandingkan dengan perusahaan level yang lebih kecil sehingga lebih mudah untuk menarik pinjaman dari bank dibandingkan dengan perusahaan kecil. (Drobetz dan Fix, 2003). Adrianto dan Wibowo (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran yang semakin besar biasanya lebih terdiversifikasi, memiliki reputasi yang lebih baik pada pasar hutang, dan menghadapi kendala informasi yang lebih rendah saat melakukan pinjaman. Christianti (2006) menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran yang lebih besar dan kompleks tidak mempunyai kendala untuk memperoleh hutang dari pihak luar. Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa perusahaan kecil lebih banyak mempunyai *leverage* dibandingkan dengan perusahaan besar dan lebih memilih untuk melakukan hutang jangka pendek dibandingkan dengan menerbitkan hutang jangka panjang karena biaya tetap yang lebih rendah berhubungan dengan

alternatif tersebut. Miawan dan Seventi (2008), menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih teridentifikasi sehingga *firm size* merupakan proksi kebalikan dari kemungkinan terjadinya kebangkrutan. Dengan demikian, *size* akan mempunyai dampak positif terhadap hutang.

### c. Growth

Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh signifikan antara *growth* terhadap variabel *leverage*, dengan p-value sebesar 0,291 dan  $0,997 > 0,05$ . Artinya jika *growth* mengalami peningkatan, maka *leverage* tidak mengalami perubahan atau konstan. Dengan demikian hipotesis *pecking order theory* dan *static trade off* tidak terdukung. Pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*) merupakan peningkatan yang terjadi di dalam perusahaan yang digunakan untuk menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Christianti (2006) menyatakan bahwa hipotesis *pecking order theory*, mempunyai dua sinyal yaitu perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung untuk menjaga dan mempertahankan rasio hutang pada level yang rendah (sinyal negatif) atau perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan melakukan ekspansi dengan cara menggunakan dana eksternal berupa hutang (sinyal positif). Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa kesempatan pertumbuhan merupakan modal assets yang menambah nilai bagi perusahaan, tetapi tidak dijamin dan tidak menghasilkan pajak penghasilan. Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil lebih aman memperoleh

lebih banyak hutang dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan penjualannya tidak stabil.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *growth* baik yang dihitung melalui pertumbuhan penjualan maupun total asset tidak menunjukkan signifikansi namun memiliki arah yang sesuai dengan prediksi *static trade off* (negatif) dan *pecking order theory* (positif dan negatif), sehingga dapat disimpulkan bahwa penggunaan hutang oleh perusahaan tidak sensitif terhadap *growth*. Dengan kata lain, perusahaan tidak berusaha untuk menjaga kapasitas hutangnya saat ini ketika memiliki peluang investasi yang lebih besar di masa depan. Hasil ini didukung oleh Adrianto dan Wibowo (2007), Taufik dan Harjito (2010), Nanok (2008), Sen dan Noc (2008), serta Kila dan Mahmood (2009) yang menyatakan tidak ada pengaruh antara variabel *growth* terhadap *leverage*.

#### **d. Profitability**

*Profitability* yang diproksikan dengan EBITs memiliki nilai *p-value* sebesar 0,000 pada tingkat signifikan 5% menunjukkan bahwa ada pengaruh antara *profitability* terhadap variabel *leverage (long term debt)* serta memiliki koefisien regresi sebesar 4,406 bertanda negatif berarti bahwa hubungan antara variabel *profitability* dan variabel *long term debt* bersifat beda arah, artinya bahwa setiap perubahan atau ada kenaikan pada variabel independen *profitability* akan berbanding terbalik dengan perubahan nilai variabel dependen *leverage*.

Sementara itu, *Profitability* yang diproksikan dengan ROE memiliki nilai *p-value* sebesar 0,097 pada tingkat signifikan 10% menunjukkan bahwa ada pengaruh antara *profitability* terhadap variabel *leverage (short term debt)* serta

memiliki koefisien regresi sebesar 0,340 bertanda negatif berarti bahwa hubungan antara variabel *profitability* dan variabel *short term debt* bersifat beda arah, artinya bahwa setiap perubahan atau ada kenaikan pada variabel independen *profitability* akan berbanding terbalik dengan perubahan nilai variabel dependen *leverage*.

Hasil penelitian ini konsisten dengan Christiani (2006), Halim dan Christina (2006) serta Drobetz dan Fix (2003). Titman dan Wessels (1998) menyatakan bahwa profitabilitas masa lalu dan jumlah laba yang ditahan menjadi hal yang penting yang menentukan struktur pendanaan. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi mempunyai akses yang lebih besar dalam pendanaan internalnya dan cenderung menggunakan sedikit hutang dalam struktur pendanaannya. Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat keuntungan yang besar memiliki sumber pendanaan internal yang lebih besar dan memiliki kebutuhan untuk melakukan pembiayaan investasi melalui pendanaan eksternal yang lebih kecil. Karena itu, *pecking order theory* memprediksi hubungan berkebalikan antara profitabilitas dengan tingkat hutang jangka panjangnya. Oleh karena itu, hal ini mendukung hipotesis *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984) yang menjelaskan bahwa semakin tinggi *profitability* perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal. Sebaliknya, *static trade off* memprediksi bahwa semakin tinggi tingkat keuntungan perusahaan yang menyebabkan perusahaan meningkatkan jumlah hutangnya untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pengurangan pajak.

#### e. Earning Volatility

*Earning volatility* yang diproksikan dengan LnSDNA memiliki nilai *p-value* sebesar 0,802 pada tingkat signifikan 5% menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh antara *earning volatility* terhadap variabel *leverage (long term debt)* artinya bahwa setiap perubahan atau ada kenaikan pada variabel independen *earning volatility* tidak mempengaruhi perubahan nilai variabel dependen *leverage*.

Sementara itu untuk *earning volatility* yang diproksikan dengan LnSDEBIT memiliki nilai *p-value* sebesar 0,000 pada tingkat signifikan 5% menunjukkan bahwa ada pengaruh antara *profitability* terhadap variabel *leverage (short term debt)* serta memiliki koefisien regresi sebesar 30,992 bertanda positif berarti bahwa hubungan antara variabel *profitability* dan variabel *long term debt* bersifat satu arah, artinya bahwa setiap perubahan atau ada kenaikan pada variabel independen *profitability* akan berbanding lurus dengan perubahan nilai variabel dependen *leverage*.

*Volatility* merupakan arti dari komoditi atau pasar yang menunjukkan kenaikan atau penurunan pendapatan secara tajam dalam jangka pendek. Christianti (2006) menyatakan bahwa *earning volatility* perusahaan yang tinggi dianggap oleh pasar sebagai hasil kinerja manajemen yang buruk, oleh karenanya perusahaan yang seperti ini sulit untuk mendapatkan dana eksternal. Chen dan Jiang (2001) menyatakan terdapat pengaruh yang negatif antara *earning volatility* dengan tingkat *leverage*. Bradley et al. (1984) melakukan penelitian berhubungan dengan berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal optimal. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif volatilitas

pendapatan dan kos iklan dan R&D terhadap rasio hutang. Perusahaan dengan pendapatan yang relatif stabil memungkinkan untuk dapat memprediksikan pendapatan yang akan datang secara tepat. Pendapatan yang stabil memungkinkan perusahaan mampu meminjam lebih besar. Volatilitas yang tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ternyata *static trade off* dan *pecking order theory* untuk atribut *earning volatility* tidak terbukti dan konsisten dengan Christianti (2006). Hal ini menunjukkan bahwa dalam hubungannya dengan volatilitas laba, perusahaan manufaktur di BEI masih cenderung menggunakan *leverage* yang tinggi ketika *earning volatility* tinggi. Kemungkinan hal ini terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara *insider* dan *outsider* yang menyebabkan terjadinya *agency cost equity*. *Agency cost equity* terjadi karena manajer cenderung menggunakan hutang yang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan tetapi untuk kepentingan opportunistik. Artinya, manajer memiliki hak untuk mengelola perusahaan dan dana investor yang memungkinkan manajer dapat melakukan ekspropriasi dana investor. Berkaitan dengan hal tersebut, Shleifer dan Vishny (1997) dalam Christianti (2006) menyatakan bahwa *Corporate Governance* merupakan mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas dari ekspropriasi yang dilakukan manajer dan pemegang saham pengendali dengan penekanan pada mekanisme legal. Dengan demikian, *corporate governance* merupakan suatu elemen kunci dalam meningkatkan hubungan antara manajemen perusahaan, dewan direksi, para pemegang saham, dan *stakeholder* lainnya.

#### f. Non-Debt Tax Shield

*Non-debt tax shield* memiliki nilai *p-value* sebesar 0,000 pada tingkat signifikan 5% menunjukkan bahwa ada pengaruh antara *non-debt tax shield* terhadap variabel *leverage (long term debt)* serta memiliki koefisien regresi sebesar 8,842 untuk *long term debt* serta 138,743 untuk *short term debt* dan bertanda positif berarti bahwa hubungan antara variabel *non-debt tax shield* dan variabel *long term debt* bersifat satu arah, artinya bahwa setiap perubahan atau ada kenaikan pada variabel independen *non-debt tax shield* dapat berbanding lurus dengan perubahan nilai variabel dependen *leverage*.

Dengan demikian *hipotesis static trade off* tidak terdukung, perusahaan yang dikenai pajak tinggi pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak hutang karena adanya *tax shield*. Perusahaan akan menggunakan pengurangan pajak atas depresiasi dan kredit pajak investasi untuk menghasilkan manfaat pajak dalam pendanaan hutang. Tingkat keuntungan dan pajak suatu perusahaan mempunyai hubungan yang positif, sehingga perusahaan tersebut memiliki motivasi untuk mengurangi pajak perusahaan, yang antara lain dapat dilakukan dengan meningkatkan hutangnya (Sulistiyowati, 2007). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Bradley et al (1984), Sulistiyowati (2007), Gardner dan Trcinka (1992) yang menemukan hubungan positif antara *non-debt tax shield* dengan *leverage*, namun tidak konsisten dengan penelitian Titman dan Wessels (1988), yang tidak menemukan pengaruh antara *non-debt tax shield* dan *leverage* dan tidak konsisten dengan (Drobetz dan Fix, 2003) yang tidak menemukan pengaruh negatif antara *non-debt tax shield* dan *leverage*



**Tabel IV.7**  
**Ringkasan Hasil Uji Statistik**  
**Hubungan antara leverage dan beberapa variabel berdasarkan teori**

<i>Variabel</i>	<i>Static Trade Off Theory</i>	<i>Pecking Order Theory</i>	Hasil Empiris
<i>Asset Tangibility</i>	(+)	(-)	(-)
<i>Size</i>	(+)	(-)	(-)
<i>Growth</i>	(-)	(+)	X
<i>Profitability</i>	(+)	(-)	(-)
<i>Earning Volatility</i>	(-)	(-)	(+)
<i>Non-Debt Tax Shield</i>	(-)	X	(+)

(-) = Berpengaruh negatif    (+) = Berpengaruh positif    X = Tidak signifikan

Tabel IV.7 menunjukkan bahwa *asset tangibility*, *size* dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage* sehingga mendukung *pecking order theory*. Hasil ini sesuai dengan penelitian Christianti (2006) yang menyebutkan bahwa perilaku struktur modal di Indonesia lebih baik dijelaskan dengan *pecking order theory*. Sedangkan *earning volatility* dan *non-debt tax shield* berpengaruh positif serta *growth* tidak berpengaruh terhadap *leverage* namun tidak sesuai dengan prediksi *static trade off* maupun *pecking order theory*.

## BAB V

### PENUTUP

Kesimpulan dan saran ini merupakan dari penelitian mengenai "Pengaruh *Asset Tangibility, Size, Growth, Profitability, Earning Volatility* dan *Non-Debt Tax Shield* terhadap *Leverage* pada Perusahaan Manufaktur di BEI : Dengan Pengujian *Static Trade Off* atau *Pecking Order Theory*". Kesimpulan yang diperoleh dari hasil penelitian yang dilakukan, keterbatasan dan saran akan diuraikan sebagai berikut :

#### A. Kesimpulan

1. Model analisis yang digunakan dapat menjelaskan sebesar 93,2% bahwa kebijakan hutang jangka panjang perusahaan dijelaskan oleh variabel *asset tangibility, size, growth, profitability, earning volatility*, dan *non-debt tax shield*, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini. Sementara itu, 46,9 % kebijakan hutang jangka pendek perusahaan dijelaskan oleh variabel *asset tangibility, size, growth, profitability, earning volatility*, dan *non-debt tax shield*, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini.
2. Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh secara negatif *asset tangibility* terhadap variabel *leverage*. Artinya Jika *asset tangibility* mengalami peningkatan, maka *leverage* akan mengalami penurunan. Dengan demikian hipotesis untuk atribut *asset tangibility*

terbukti atau dalam hal ini berlaku hipotesis *pecking order theory*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Christianti (2006).

3. Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh secara negatif, artinya jika *size* mengalami peningkatan, maka *leverage* dapat mengalami penurunan dan berlaku hipotesis *pecking order theory* serta konsisten dengan penelitian Frank dan Goyal (2003) serta memiliki pengaruh positif antara *size* terhadap variabel *leverage*, artinya jika *size* mengalami peningkatan, maka *leverage* dapat mengalami peningkatan dan berlaku hipotesis *static order theory* dan konsisten dengan penelitian Drobertz dan Fix (2003).
4. Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh baik secara positif maupun negatif antara *growth* terhadap variabel *leverage*. Artinya jika *growth* mengalami peningkatan, maka *leverage* juga dapat mengalami peningkatan dan penurunan. Dengan demikian hipotesis untuk atribut *growth* tidak terbukti atau dalam hal ini tidak berlaku hipotesis *static order theory* dan hipotesis *pecking order theory*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Adrianto dan Wibowo (2007), Taufik dan Harjito (2010), Nanok (2008), Sen dan Noc (2008), serta Kila dan Mahmood (2009).
5. Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh secara negatif dan signifikan antara *profitability* terhadap variabel *leverage*. Artinya jika *profitability* mengalami peningkatan, maka *leverage* dapat mengalami peningkatan, maka *leverage* juga akan mengalami penurunan. Dengan demikian hipotesis untuk atribut *profitability* terbukti atau dalam

hal ini berlaku *pecking order theory* dengan arah negatif dan konsisten dengan penelitian Christiani (2006), Halim dan Christina (2006) serta Drobetz dan Fix (2003).

6. Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh positif antara *earning volatility* terhadap variabel *leverage*. Artinya jika *earning volatility* mengalami peningkatan, maka dapat *leverage* mengalami peningkatan. Dengan demikian hipotesis *static order theory* dan *pecking order theory* untuk atribut *earning volatility* tidak terbukti dan konsisten dengan penelitian Christiani (2006).
7. Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh secara positif antara *non-debt tax shield* terhadap variabel *leverage*. Artinya jika *non-debt tax shield* mengalami peningkatan, maka *leverage* dapat mengalami peningkatan. Dengan demikian hipotesis *static order theory* untuk atribut *non-debt tax shield* tidak terbukti dan konsisten dengan penelitian Sulistyowati (2007).
8. Perusahaan manufaktur di Indonesia lebih cenderung mengikuti *Pecking order theory* dalam menetapkan keputusan pendanaan perusahaan. Hal ini diwujudkan dengan atribut *assets tangibility*, *size*, *profitability* mempunyai pengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan dan mendukung hipotesis *pecking order theory* dalam penentuan keputusan pendanaan untuk perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

## B. Keterbatasan

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan yang dengan keterbatasan ini kemungkinan dapat mempengaruhi hasil penelitian. Adapun keterbatasan-keterbatasan yang dimaksud seperti berikut ini.

1. Penelitian ini menggunakan jangka waktu yang relatif pendek yaitu dua tahun dari tahun 2007 sampai dengan 2008.
2. Penelitian ini menggunakan enam variabel yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan hutang, dengan hanya menggunakan enam variabel ini menjadikan kemampuan menjelaskan variabilitas kebijakan hutang perusahaan menjadi rendah.
3. Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan manufaktur, sehingga hasil penelitian kurang dapat diterapkan pada industri atau perusahaan sektor lainnya.
4. Penulis tidak memperhatikan kondisi ekonomi, politik maupun alam yang terjadi di Indonesia atau melihat faktor internal perusahaan yang kemungkinan bisa mempengaruhi keakuratan sampel yang digunakan.
5. Teori tersebut membahas optimalisasi *leverage* hanya saja penelitian ini hanya membahas *leverage*.

## C. Saran

1. Hutang atau *leverage* juga dapat digunakan untuk mengukur posisi perusahaan dalam persaingan industri. Semakin tinggi dividen atau *leverage* mencerminkan semakin tinggi kekuatan perusahaan dalam persaingan pasar. Sehubungan dengan hal ini, maka sebaiknya perusahaan meningkatkan

*leverage* misalnya membuat isu positif, perbaikan manajemen perusahaan, sehingga investor tertarik melakukan investasi dalam rangka meningkatkan modal dan pada akhirnya berimplikasi terhadap naiknya laba perusahaan.

2. Berkaitan dengan variabel *leverage* dapat diberikan saran bagi perusahaan di dalam menjalankan usahanya, perusahaan hendaknya selalu memperhatikan aspek fundamental perusahaan terutama yang menyangkut *leverage*, karena aspek *leverage* ini selain memberikan daya tarik yang besar bagi investor yang akan menanamkan dananya pada perusahaan juga sebagai alat ukur terhadap efektivitas dan efisiensi penggunaan semua sumber daya yang ada di dalam proses operasional perusahaan yang akan berimplikasi terhadap naiknya laba perusahaan.
3. Dapat diberikan saran bagi investor, berkaitan dengan likuiditas, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, dan *leverage* dapat dijadikan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi karena rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan tingkat laba atas investasi yang dilakukan pada perusahaan tersebut.
4. Saran bagi penelitian selanjutnya yang tertarik meneliti masalah *leverage*, penelitian ini bisa dilanjutkan dengan menyelidiki pengaruh *debt interest ratio* terhadap *leverage*, dengan penggunaan rentang waktu penelitian yang lebih panjang, sehingga dihasilkan kesimpulan yang lebih valid. Penelitian ini hanya meneliti dengan objek perusahaan manufaktur, peneliti selanjutnya disarankan meneliti perusahaan yang tergolong dalam kelompok LQ45 (perusahaan manufaktur, perbankan dan lembaga keuangan yang

profitabilitas, kinerja perusahaan dan keuangannya dianggap baik). Tahun penelitian juga perlu ditambah supaya hasil estimasi dan hasil penelitian lebih representatif (mewakili hasil regresi sebenarnya atau sesuai dengan dugaan dalam hipotesis) dan hasil estimasi tidak bias.

5. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan juga mempertimbangkan kondisi-kondisi ekonomi, politik maupun alam yang terjadi di Indonesia atau melihat faktor internal perusahaan yang kemungkinan bisa mempengaruhi keakuratan sampel yang digunakan.

