

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KONDISI PASAR,  
PROFITABILITAS, DAN *NON DEBT TAX SHIELD* TERHADAP  
KEBIJAKAN HUTANG**

(studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dibursa efek Indonesia periode 2012-2016)

***THE EFFECT OF INSTITUSIONAL OWNERSHIP, MARKET  
CONDITIONS, PROFITABILITAS AND NON DEBT TAX SHIELD TO  
LEVERAGE***

(study on manufacturing companies listed Indonesia stock exchange during the periode 2012-2016)

Oleh : Oknami Dariyanti, Manajemen Fakultas Ekonomi

Email : [oknami.dariyanti.2014@fe.umy.ac.id](mailto:oknami.dariyanti.2014@fe.umy.ac.id)

**Intisari**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kondisi Pasar, Profitabilitas dan *Non Debt Tax Shield* terhadap Kebijakan Hutang. Penelitian ini menggunakan obyek penelitian perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2012-2016. Pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dan di peroleh 44 perusahaan yang memenuhi kriteria. Alat analisis yang digunakan yaitu Regresi data panel. Hasil pengujian menunjukkan bahwa Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang. Kondisi Pasar yang diprosikan *Market To Book Ratio* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Sedangkan, Profitabilitas, *Non Debt Tax Shield*, berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Hutang.

Kata kunci : Kepemilikan Institusional, *Market To Book Ratio*, Profitabilitas, *Non Debt Tax Shield* dan Kebijakan Hutang.

**Abstrak**

*The aims of reseach were to determinane the influence of Institusional Ownership, Market Condittions, Profitability And Non Debt Tax Shield On Debt Policy. This reseach uses object of manufacturing company listed in BEI period 2012 until 2016. The sample selection using purposive sampling technique and obtain 44 companies. The analytical used is regrestion of data panel. The result of reseach show that institusonal ownership hasn't effect on debt policy. The proksi of Market Conditions is Market To Book Ratio hasn't positive signifikan effect on debt policy. While profitability and non debt tax shield has negatively signifikan effect on debt policy.*

*Keywords : Institusional Ownership, Market To Book Ratio, Profitability, Non Debt Tax Shield and Debt Policy.*

## PENDAHULUAN

Dalam dunia bisnis persaingan menjadi hal yang harus diperhatikan perusahaan, tidak hanya perolehan laba yang harus dimaksimalkan namun perusahaan memiliki tujuan salah satunya yaitu untuk menjadi perusahaan yang terbaik serta diminati para investor. Setiap perusahaan harus mampu menunjukkan bahwa perusahaan dengan kondisi baik tercermin pada kondisi keuangan. Dalam hal ini manajer berperan penting sebagai pihak yang menentukan kondisi keuangan perusahaan, terutama manajer keuangan yang bertugas dalam kegiatan pencarian dana, pengolahan dan penggunaan dana. Sumber dana yang diperoleh perusahaan merupakan struktur modal. Brigham dan Houston (2001) kombinasi antara hutang (*eksternal*) dan ekuitas (*internal*) yang berfungsi memaksimalkan harga saham perusahaan merupakan struktur modal. Dana *internal* diperoleh dari modal sendiri perusahaan sedangkan dana *eksternal* diperoleh dari hutang perusahaan lain. Dalam kenyataannya perusahaan banyak menggunakan pendanaan dari sumber dana *eksternal* atau hutang.

Hutang merupakan kewajiban yang harus dibayarkan pihak peminjam dana terhadap pihak pemberi dana sesuai dengan persyaratan dan waktu yang telah ditentukan. Besar kecilnya penggunaan hutang yang di gunakan perusahaan dapat diputuskan melalui kebijakan hutang. Ketika perusahaan meningkatkan tingkat hutangnya, maka secara tidak langsung meningkatkan resiko perusahaan. Resiko tersebut diantaranya tidak mempunya perusahaan dalam membayar kewajiban hutang serta laba yang ditargetkan perusahaan tidak tercapai, oleh sebab itu penggunaan hutang harus dikelola secara optimal. Hanafi (2013) Hutang berfungsi untuk mengontrol dan mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan. Konflik yang terjadi yaitu

antara pemegang hutang dengan kepemilikan institusional.

Nabela (2012) Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham atas perusahaan seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Jensen dan meckling (1976). Kepemilikan Institusional memiliki peran penting dalam konflik keagenan perusahaan. Konflik yang terjadi yaitu konflik antara pemegang saham dengan dengan pemegang hutang. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung akan meningkatkan resiko. Hal ini tidak pula menguntungkan bagi para pemegang hutang, dimana ketika perusahaan mengalami keuntungan maka tidak akan berdampak pada para pemegang hutang. Pemegang hutang hanya memperoleh keuntungan atas bunga dana pinjaman dan tidak pada keuntungan perusahaan. Jika terjadi kerugian pemegang saham tidak akan cemas karena taruhnya dip perusahaan. Sedangkan pada pemegang hutang mengalami kecemasan karena ketakutan akan ketidakmampuan perusahaan dalam membayar hutang. Nur dan Indah (2015) Faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan, selain kepemilikan institusional adalah dengan mempertimbangkan beberapa faktor, faktor yang pertama yaitu melihat bagaimana kondisi harga saham perusahaan yang mengalami *fluktuasi*. *Kondisi Pasar* merupakan acuan pasar yang dilihat ketika perusahaan harus melakukan kebijakan hutang dalam melihat harga saham perusahaan. Harga saham ini mencerminkan keputusan yang harus diambil perusahaan dalam menentukan pendanaan perusahaan. Ketika kondisi pasar yang di gambarkan dalam harga saham yang mengalami peningkatan yang baik, hal ini menjadi pertimbangan bagi perusahaan untuk mengurangi hutang. Hal tersebut terjadi sebaliknya ketika kondisi pasar sedang mengalami fluktuasi yang tidak bagus

disertai dengan adanya kebutuhan pendanaan perusahaan maka perusahaan akan mengambil kebijakan hutang. Faktor faktor lain dalam menentukan kebijakan hutang adalah dengan melihat laba yang dihasilkan perusahaan.

Laba perusahaan merupakan hasil perolehan dari kinerja perusahaan. Laba dianggap penting bagi manajer maupun pemegang saham. Untuk mengukur hasil perolehan kinerja, perusahaan dapat melihat dari rasio profitabilitas. Usman (2001) profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan kegiatan operasional. Laba yang tinggi memberikan tingkat prospek perusahaan dimana peningkatan prospek ini menyebabkan peningkatan permintaan saham oleh investor. Semakin meningkatnya profitabilitas maka prospek perusahaan masa mendatang di mata investor dinilai semakin baik. Profitabilitas yang tinggi akan mencerminkan pencapaian laba yg tinggi.

Faktor lain yang harus dipertimbangkan sebelum menentukan kebijakan hutang adalah *non debt tax shield*. Modigliani dan Miller (1963), mengembangkan teori struktur modal dan memperluas pada pajak penghasilan dan pajak peorangan, menyatakan bahwa biaya bunga dapat menghemat pembayaran pajak karena bunga dapat mengurangi keuntungan kena pajak sehingga pajak yang dibayarkan perusahaan menjadi lebih kecil. Sedangkan *non debt tax shields* sebagai penentu struktur modal bukan dari hutang, berupa pembebanan biaya depresiasi dan terhadap laba dan rugi. Depresiasi aktiva sebagai pendorong bagi perusahaan untuk mengurangi pajak. *Non debt tax shields* ini bermanfaat untuk mengurangi hutang perusahaan. Manfaat ini menghindarkan perusahaan dari kebangkrutan. Dewasa ini banyak perusahaan yang terancam bangkrut karena tidak dapat membayar kewajiban hutangnya.

Berikut ini adalah daftar perusahaan yang listed di BEI dan terancam dikeluarkan paksa. ([mediaindonesia.com](http://mediaindonesia.com))

**Tabel 1.1**

Daftar Perusahaan Delisting

No	Nama Perusahaan	Kode	Mulai disuspensi
1	PT Permata Prima Sakti Tbk	TKGA	30 Juni 2015
2	PT Inovisi Infracom Tbk	INVS	13 Februari 2015
3	PT Garda Tujuh Buana Tbk	GTBO	12 Februari 2015
4	PT Majapahit Inti Corpora Tbk	AKSI	17 November 2014
5	PT Truba Alam Manunggal Engineering Tbk	TRUB	1 Juli 2013
6	PT Leo Investment Tbk	ITTG	1 Mei 2013
7	PT Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA	25 Januari 2012
8	PT Bank Century Tbk	BCIC	21 November 2008

Data diatas merupakan daftar perusahaan yang akan delisting pada tahun 2017. Penilaian Perusahaan bursa efek Indonesia (BEI) keputusan delisting dapat diterapkan pada perusahaan yang telah mengalami suspensi perdagangan di bursa selama dua tahun. Suspensi (KBBI) adalah pemecatan dari jabatan, pekerjaan untuk sementara waktu. Dalam masa suspensi itu kinerja perusahaan tidak menunjukkan perbaikan atau malah cenderung memburuk. "Delisting yang sudah memenuhi kriteria, ada 3-4 perusahaan pada tahun 2017. Total emiten yang disuspensi ada 27 perusahaan, terdiri atas beragam penyebab, seperti tidak memenuhi waktu laporan keuangan selama dua tahun, perusahaan sudah tidak dapat lagi beroperasi, transaksi yang berfluktuasi terlalu tinggi. Ada juga

perusahaan yang tidak bisa memenuhi kewajiban keterbukaan kepada investor publik. “Pada perusahaan yang disuspensi, sebagian besar memang ekuitinya sudah negatif. Sebagai perusahaan, kalau modal sudah negatif, tidak ada lagi harganya. Itu salah satu yang keputusan yang seharusnya dipertimbangkan ketika berinvestasi di Suatu perusahaan. Sesuai dengan fenomena diatas maka penelitian ini didukung oleh research gap.

Adanya perbedaan pendapat antara peneliti sebelumnya yaitu Penelitian yang dilakukan oleh Riskadan Ratih (2009) membuktikan bahwa Kepemilikan Institusional berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Hal tersebut sejalan dengan penelitian Tutik (2013) yang menyatakan Kepemilikan Institusionalberpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Penelitian yang dilakukan Andi dkk (2015) menyatakan hasil penelitian Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal dan *Non Debt TaxShield* tidak berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal. Hal tersebut sesuai dengan hasil penelitian Zaka (2014) bahwa Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang dan penelitian Kristyana (2011) menyatakan bahwa *Investement Opportunity* yang diprosikan sebagai *Market to Book Ratio* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Sheridan dan Roberto (1988) bahwa *Non Debt Tax Shields* dan Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal.

Hasil yang tidak sejalan yaitu penelitian Nur dan Indah (2015) dengan hasil penelitian Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang. Penelitian Bagus dan Nadia(2014) menyatakan bahwa Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal. Pancawati dan Meita (2012) Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap Hutang. Penelitian Rajan dan Luigi (1995)

menyatakan bahwa *Market to Book Ratio* berpengaruh negatif terhadap Hutang. Putu dan Gusti(2015) dan Rizky dkk (2014) menyatakan bahwa *Non Debt Tax Shield* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Struktur Modal.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang tidak konsisten maka penulis ingin menguji kembali variabel variabel tersebut dengan membuat judul “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, *Market to Book Ratio* dan *Non Debt Tax Shield* terhadap Kebijakan Hutang”. Penelitian ini merupakan replikasi ekstensi dari penelitian Tutik (2013) dengan judul penelitian pengaruh Profitabilitas, dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yaitu terdapat dua tambahan variabel *independen* yaitu *Market to Book Ratio* dan *Non Debt Tax Shield*. Beberapa alasan penulis menggunakan dua variabel tersebut yaitu 1) variabel tersebut sangat jarang diteliti terutama *Market to Book Ratio*. 2) Ingin mengetahui bagaimana pengaruh dua variabel tersebut terhadap kebijakan hutang.

## TINJAUAN PUSTAKA

### *Pecking Order*

Myers dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) teori *pecking order* menunjukkan bahwa perusahaan dengan keuntungan yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang lebih rendah. Urutan pendanaan perusahaan dalam *pecking order* sebagai berikut :

- 1) Perusahaan memilih dana internal yang berasal dari laba ditahan (keuntungan)
- 2) Pembayaran dividen diusahakan konstan, kalau terjadi secara gradual dan tidak berubah secara signifikan.
- 3) Kebijakan deviden yang konstan digabung dengan fluktuatif keuntungan dan investasi yang tidak dapat diprediksi menyebabkan aliran kas yg diterima perusahaan akan lebih besar. Jika kas tersebut lebih besar

perusahaan akan membayar hutang dan membeli surat berharga namun jika kas tersebut lebih kecil, perusahaan akan menggunakan kas untuk menjual surat berharga.

- 4) Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan memulai dengan hutang dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

Dapat dijelaskan secara singkat bahwa teori *pecking order* mengutamakan menggunakan dana internal yang berasal dari keuntungan perusahaan yaitu laba ditahan. Apabila dana internal tidak cukup untuk mendanai dan terpaksa harus menggunakan dana eksternal maka perusahaan akan menerbitkan obligasi (surat hutang). Baru hal tersebut yang akan dilakukan terlebih dahulu, apabila dana yang dibutuhkan perusahaan belum juga tercukupi maka perusahaan akan menerbitkan saham baru.

#### **Trade Off Teory**

Myers dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) menyatakan bahwa perusahaan akan memilih mengurangi pajak perusahaan yang berasal dari bunga hutang.

#### **Kebijakan Hutang**

Hutang Menurut Djarwanto (2004) merupakan kewajiban perusahaan kepada pihak lain untuk membayar sejumlah uang atau menyerahkan barang atau jasa pada tanggal tertentu. Hutang juga merupakan salah satu sumber pembiayaan *eksternal* yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Hutang menunjukkan sumber modal yang berasal dari kreditur. Dalam jangka waktu tertentu

pihak perusahaan wajib membayar kembali atau wajib memenuhi tagihan yang berasal dari pihak luar tersebut. Pemenuhan kewajiban ini dapat berupa pembayaran uang, penyerahan barang atau jasa kepada pihak yang telah memberikan pinjaman kepada perusahaan.

#### **Kepemilikan Institusional**

Nabela (2012) Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham atas perusahaan seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan institusional memiliki peran penting dalam konflik keagenan dalam perusahaan. Konflik yang terjadi yaitu konflik antara pemegang saham dengan manajer dan pemegang saham dengan pemegang hutang. Nabela (2012) dengan adanya kepemilikan institusional menyebabkan perilaku manajer lebih terkontrol dengan baik oleh pihak pemegang saham.

#### **Kondisi Pasar**

Baker dan Wurgler (2002) Kondisi Pasar yang diprosikan *Market to book ratio* adalah acuan keuangan yang digunakan untuk mengevaluasi nilai pasar perusahaan. Nilai pasar adalah harga saham saat ini dari semua saham yang beredar (yaitu harga yang diyakini pasar perusahaan). Nilai buku adalah jumlah yang akan ditinggalkan jika perusahaan mencairkan seluruh asetnya dan melunasi semua kewajibannya. Nilai buku sama dengan aset bersih perusahaan.

#### **Profitabilitas**

Pramesti dkk. (2012) Profitabilitas adalah hasil bersih dari berbagai kebijaksanaan dan keputusan investor di pasar modal sangat memperhatikan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan, menunjang dan meningkatkan profit. Tutik (2013) Profitabilitas merupakan salah satu indikator yang penting untuk menilai suatu perusahaan. Profitabilitas selain digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba juga untuk

mengetahui efektivitas perusahaan dalam mengelola sumber dana yang dimilikinya. Profitabilitas juga mempunyai arti penting dalam usaha mempertahankan kelangsungan hidup suatu perusahaan dalam jangka panjang, karena profitabilitas menunjukkan apakah perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang.

### ***Non Debt Tax Shield***

Modigliani dan Miller (1960) *Non debt tax shields* sebagai penentu struktur modal bukan dari hutang, berupa pembebanan biaya depresiasi dari aktiva. Sesuai dengan pasal 6 ayat 1 tentang pajak penghasilan. Beban-beban yang dapat dikurangkan dari penghasilan bruto dapat dibagi dalam 2 (dua) golongan, yaitu beban atau biaya yang mempunyai masa manfaat tidak lebih dari 1 (satu) tahun dan yang mempunyai masa manfaat lebih dari 1 (satu) tahun. Beban yang mempunyai masa manfaat tidak lebih dari 1 (satu) tahun merupakan biaya pada tahun yang bersangkutan, misalnya gaji, biaya administrasi dan bunga, biaya rutin pengolahan limbah dan sebagainya, sedangkan pengeluaran yang mempunyai masa manfaat lebih dari 1 (satu) tahun, pembebanannya dilakukan melalui penyusutan. Di samping itu, apabila dalam suatu tahun pajak didapat kerugian karena penjualan harta atau karena selisih kurs, kerugian-kerugian tersebut dapat dikurangkan dari penghasilan bruto. Adanya hal tersebut dapat diketahui bahwa Semakin banyak aktiva yang mengalami penyusutan atau depresiasi maka semakin banyak pengurangan hutang.

### **Hipotesa**

#### **Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang**

Nabela (2012) Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham atas perusahaan seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Konflik yang bisa saja terjadi dalam penentuan struktur modal yaitu adalah konflik yang terjadi yaitu antara pemegang

saham dengan manajer. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung akan meningkatkan resiko ketidakmampuan perusahaan dalam membayar kewajiban hutang. Hal ini dihindari oleh pemegang saham, pemegang saham menginginkan agar manajer mengoptimalkan dana internal sebagai pendanaan perusahaan. Namun berbeda dengan keinginan manajer yang apabila perusahaan memiliki hutang yang tinggi berdampak pada keutungan yang tinggi dimasa depan. Dalam hal ini pemegang saham memiliki wewenang dalam menerapkan pengawasan yang tinggi terhadap manajer untuk tidak berperilaku oportunistis. Semakin tinggi pengawasan yang dilakukan oleh para pemilik institusional maka semakin tinggi manajer berhati-hati dalam menggunakan hutang. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil penelitian Nur dan Indah (2015), Dennys dan Desy (2012) bahwa Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif signifikan Terhadap Kebijakan Hutang. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H1: Kepemilikan Institusional Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang.

#### **Pengaruh Kondisi Pasar Terhadap Kebijakan Hutang**

Kondisi Pasar yang diprosikan *Market to book ratio* merupakan variabel yang mencerminkan tentang pasar perusahaan. Pada saat kondisi pasar menguntungkan dengan asumsi perusahaan membutuhkan dana tambahan untuk kegiatan operasionalnya, yang dilakukan perusahaan yaitu meningkatkan hutang. Hal tersebut dilakukan oleh perusahaan karena keinginan dari para pemegang saham. Pemegang saham beranggapan bahwa ketika perusahaan menerbitkan saham baru maka pemegang saham akan kehilangan presentase kepemilikan atas perusahaan. Hutang memiliki manfaat untuk mengurangi pajak yang berasal dari bunga hutang. Oleh karena itu semakin baik kondisi pasar maka perusahaan akan semakin meningkatkannya hutang. Hal

tersebut sesuai dengan Myers dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) menyatakan bahwa perusahaan akan memilih menggunakan hutang terlebih dahulu dibandingkan dengan mengutamakan penggunaan dana perusahaan dari dana internal perusahaan. Hal tersebut dilakukan karena menurut teori *trade off* penggunaan hutang yang optimal akan mengurangi pajak perusahaan yang berasal dari bunga hutang. Pernyataan ini didukung dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Dennys dan Dessy (2012), Krisyana (2011) menyatakan bahwa *Market To Book Ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap Leverage. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

H2: *Market To Book Ratio* Berpengaruh Positif Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang.

### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang**

Usman (2001) profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan kegiatan operasional. profitabilitas yang tinggi akan mencerminkan bagaimana kinerja perusahaan. Keuntungan yang tinggi memberikan tingkat prospek baik perusahaan dimana ketika perusahaan memiliki laba yang tinggi dengan asumsi telah membiayai semua kegiatan operasionalnya maka laba ditahan yang dihasilkan perusahaan juga akan tinggi. laba ditahan ini dapat menjadi sumber dana internal. Semakin tinggi laba ditahan yang dihasilkan perusahaan maka semakin besar kemungkinan perusahaan akan mengurangi hutang. Hal tersebut karena dengan tingginya laba ditahan perusahaan sudah mampu dalam mendanai kebutuhan dana yang diperlukan perusahaan. Oleh karena itu perusahaan tidak perlu untuk meningkatkan hutang. Hal tersebut sesuai dengan teori *pecking order* Myers dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) menjelaskan perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru

mempunyai tingkat hutang yang lebih rendah. Tingkat hutang yang rendah tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target hutang yang rendah, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi. Pernyataan di atas sesuai dengan hasil penelitian Andi dkk. (2015), Tutik (2013), Zaka (2017), Siti dan Ikhsan (2016) serta Rajandan Luigi (1995) bahwa Profitabilitas Berpengaruh negatif Signifikan Terhadap Struktur Modal. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

H3: Profitabilitas Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang

### **Pengaruh *Non debt tax shield* terhadap kebijakan hutang**

Modigliani dan Miller (1960) *Non debt tax shields* sebagai penentu struktur modal bukan dari hutang, berupa pembebanan biaya depresiasi dari aktiva atau perisai pajak yang berasal dari depresiasi aktiva. *Non debt tax shield* merupakan pengurangan pajak yang berasal dari penyusutan atau depresiasi aktiva. Penyusutan atau depresiasi ini dapat bermanfaat sebagai sumber dana internal. Semakin besar aktiva yang dimiliki perusahaan maka semakin besar depresiasi yang diperoleh. Semakin besarnya depresiasi menyebabkan pembayaran pajak yang kecil. Karena pembayaran pajak kecil maka dana dari depresiasi aktiva tersebut dapat dijadikan sebagai sumber dana internal. semakin besarnya sumber dana internal yang diperoleh perusahaan maka semakin besar perusahaan mengurangi hutang. Myres dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) teori *pecking order* menunjukkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan pendanaan maka perusahaan akan mengutamakan menggunakan dana yang berasal dari dana internal perusahaan. Ketika dana internal tersebut tidak cukup maka pilihannya yaitu meningkatkan hutang. Semakin banyak

aktiva yang mengalami penyusutan atau depresiasi maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengurangi hutang. *Non debt tax*. Pernyataan di atas sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bagus dan Nadia (2014), Rizky dkk. (2014), Andi dkk. (2015) dan Sheridan dan Robertobahwa *Non Debt Tax Shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis dapat dirumuskan:

H4 : *Non Debt Tax Shield* Berpengaruh Negatif Signifikaan Terhadap Kebijakan Hutang.

## METODE PENELITIAN

### Objek Penelitian

Peneliti mengambil objek penelitian yaitu semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2012-2016. Alasan memilih perusahaan manufaktur karena di dalam perusahaan manufaktur banyak perusahaan dengan berbagai sector penggolongan sehingga mencegah kekurangan data dalam penelitian.

### Teknik Pengumpulan Data Dan Sumber Data

Dalam penelitian ini penulis menggunakan teknik pengumpulan data dokumentasi dengan jenis data yaitu data sekunder yang berasal dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 2012-2016. Laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur diperoleh dari galeri BEI (Bursa Efek Indonesia) dan Saham OK.

### Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah teknik pengambilan sampel berdasarkan pada kriteria tertentu. kriteria pengambilan sampel yaitu :

1. Perusahaan manufaktur yang masih listed di BEI periode 2012-2016
2. Perusahaan manufaktur tidak mengalami *delisting* selama periode penelitian.
3. Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangan

secara lengkap dan berturut-turut pada periode 2012-2016.

4. Perusahaan manufaktur yang menyajikan laporan keuangan dalam rupiah.
5. Perusahaan manufaktur yang memiliki *Ekuitas* positif berturut-turut pada periode 2012-2016.
6. Perusahaan manufaktur yang memiliki Profitabilitas positif.
7. Perusahaan manufaktur yang memiliki Kepemilikan Institusional.

## Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel adalah meletakkan arti pada suatu variabel dengan cara menetapkan keinginan atau tindakan yang perlu untuk mengukur variabel itu. Sedangkan F.N Kerlinger (1973) pengertian Variabel adalah menyebut variabel sebagai sebuah konsep. Menurut Sugiono (2009) ada beberapa jenis variabel yaitu ; Variabel *independent* (bebas) adalah variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebabtimbulnya variabel dependen. Variabel terikat (*dependen*) adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas. Pada penelitian ini menggunakan lima variabel *dependen* dan satu variabel *independen* yang diantaranya yaitu:

### 1. Variabel *Independen*

#### a. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional merupakan proksi kepemilikan saham perusahaan pada akhir tahun dalam presentase saham yang dimiliki oleh investor. Madupi (2005) dalam kepemilikan institusional dapat dirumuskan :

$$INST = \frac{\text{Jumlah Saham Yang Dimiliki Institusi}}{\text{Jumlah Saham Yang Beredar}}$$

#### b. Kondisi Pasar

Baker dan walkger (2002) menjelaskan bahwa kondisi pasar dapat diproksikan dalam *market to book ratio*. Proksi dari kondisi pasar yaitu sebagai berikut:



$$MBE = \frac{\text{Hargapenutupan}}{\frac{\text{BookEquity}}{\text{JumlahLembarSahamberedar}}}$$

$$\text{Booklverage} = \frac{\text{TotalHutang}}{\text{TotalHutang} + \text{BookEquity}}$$

### c. Profitabilitas

Profitabilitas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan. Menurut Keown (2004) laba atau profit adalah pendapatan bersih yang akan dikurangi dengan beban atau biaya-biaya yang dikeluarkan perusahaan pada periode tertentu. Jadi, laba merupakan hasil akhir kinerja perusahaan. Sedangkan profitabilitas kemampuan sebuah perusahaan dalam menghasilkan laba bersihnya. Menurut Suad (2001) suatu profitabilitas akan mempengaruhi harga pasar saham dimasa mendatang. Brigham dan Houston (2001) Perhitungan profitabilitas dirumuskan sebagai berikut :

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

### d. Non Debt Tax Shield

Hanafi (2013) keuntungan dari hutang yaitu adalah bunga hutang. Dimana bunga hutang dapat berguna dalam penghematan pajak. Akan Tetapi dalam penghematan pajak, perusahaan juga dapat menggunakan cara lain yaitu dari depresiasi aktiva. Dapat dikatakan bahwa depresiasi aktiva dapat mengurangi pajak. Hal tersebut membuat perusahaan akan cenderung tidak menggunakan hutang untuk penghematan pajak. Tetapi menggunakan depresiasi dari aktiva yang dimiliki perusahaan mampu untuk penghematan pajak. Hanafi (2013) Rasio yang dipakai untuk proksi adalah:

$$\text{Non Debt Tax Shield} = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Total Aset}}$$

### 2. Variabel *Dependen*

Dalam Penelitian ini variable *dependennya* yaitu Kebijakan Hutang, Penulis Menggunakan Proksi Book Leverage. Book leverage digunakan untuk memperkirakan nilai hutang dimasa sekarang. Frank Dan Goyal (2009) book leverage dapat dihitung :

### Analisis Data Dan Uji Hipotesis

#### 1. Statistik deskriptif

Iqbal Hasan (2002) menjelaskan bahwa analisis deskriptif bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengumpulan dan penyajian data yang baik dan benar dalam penelitian. Hal tersebut berfungsi untuk menerangkan nilai rata-rata (mean), standar deviasi, maksimum, minimum, sum, range, kurtosis, skewness (kemencengan distribusi) dalam suatu penelitian.

#### 2. Regresi Model

Pada penelitian ini pengolahan data yang dilakukan yaitu menggunakan program E-Views 7. Model Regresi yang digunakan pada penelitian ini yaitu menggunakan model analisis regresi data panel. Gujarati (2009) data panel adalah data gabungan antara jenis data times series dan cross section. Artinya data panel adalah data yang memiliki ruang dan waktu. Keuntungan menggunakan data panel adalah :

- a. Adanya heterogenitas dan meminimumkan bias.
- b. Lebih variasi, lebih banyak informasi, *degree of freedom* lebih besar dan efisien.
- c. Memudahkan dalam mempelajari model perilaku yang rumit.
- d. Dapat mendeteksi dan mengukur dampak yang secara sederhana yang tidak dapat dijelaskan dalam data cross section atau time series murni.
- e. Memudahkan dalam mempelajari dinamika perubahan.

Berikut model penelitian sebagai berikut:

$$BL = \beta_0 + \beta_1 INST_i + \beta_2 MBI + \beta_3 PROF_i + \beta_4 NDTSi + \epsilon_i$$

#### 3. Pemilihan Pendekatan Regresi Data Panel

Pada penelitian ini data yang digunakan yaitu data panel. Gujarati (2009) dalam model regresi data panel dapat menggunakan tiga macam pendekatan yaitu pendekatan kuadrat

terkecil (*common effect*), pendekatan efek tetap (*fixed effect*) serta pendekatan efek acak (*random effect*). Berikut adalah penjelasan dari masing-masing pendekatan:

a. Pendekatan Kuadrat Terkecil (*common effect*)

Pendekatan *common effect* adalah pendekatan paling sederhana dibandingkan dengan model *fixed effect* atau *random effect*. Pendekatan ini merupakan pendekatan yang mengasumsikan bahwa *intercept* dan *slope* tidak berubah dari antar individu maupun antar waktu. Hal tersebut memperlihatkan bahwa perbedaan antar individu dan perbedaan antar waktu memiliki perilaku yang sama dalam berbagai kurun waktu.

b. Pendekatan Efek Tetap (*fixed effect*)

Kelemahan dalam pendekatan *common effect* yang memiliki asumsi bahwa *intercept* dan *slope* pada persamaan regresi cenderung konstan baik antar waktu dan perusahaan dengan tidak memiliki alasan. Generalisasi yang dilakukan yaitu memasukan variabel boneka atau yang disebut pendekatan *efixed effect*. Variabel boneka tersebut digunakan untuk mengizinkan terjadinya nilai parameter berbeda-beda baik dari lintas unit *cross section* maupun antar unit waktu.

c. Pendekatan Efek Acak (*random effect*)

Pendekatan *random effect* merupakan pendekatan yang digunakan untuk mengatasi kelemahan pendekatan *fixed effect*. Dimana ketika keputusan memasukan variabel boneka dalam pendekatan *fixed effect* akan menimbulkan konsekuensi tersendiri yaitu karena adanya nilai parameter yang berbeda. Untuk itu dalam pendekatan *random effect* nilai parameter yang berbeda-beda antar daerah dan waktu tersebut akan dimasukan kedalam komponen error. Hal tersebut dilakukan untuk mendapatkan hasil estimasi yang lebih efisien.

Dalam melakukan pemilihan model terlebih dahulu harus melakukan pengujian terhadap masing-masing pendekatan. Gujarati (2009) Berikut ini adalah pengujian untuk 3 macam pendekatan:

1) Chow test (*F-test*) yaitu pengujian untuk memilih antara Penggunaan pendekatan *pooled least square* atau pendekatan *fixed effect*. Hipotesis pengujian Chow test (*F-test*) yaitu :

$H_0$  = pendekatan *common effect*

$H_1$  = pendekatan *fixed effect*

Berdasarkan hipotesis diatas maka dapat diambil keputusan ketika nilai prob. Cross-section F dan *chi-square* pada chow test (*F-test*) menunjukkan nilai signifikan 0.000 atau nilai yang menunjukkan  $< 0.005$ , maka hipotesis nolakan ditolak. Sehingga pendekatan yang digunakan yaitu pendekatan *fixed effect*.

3. *Hausman test* yaitu pengujian untuk memilih antara penggunaan pendekatan *fixed effect* atau *random effect*. Hipotesis dari *hausman test* sebagai berikut:

$H_0$  = Pendekatan *random effect*

$H_1$  = Pendekatan *fixed effect*

Apabila hasil *hausman test* yaitu menunjukkan nilai prob. Cross section random  $> 0.005$  atau tidak signifikan maka hipotesis nol diterima dan menolak hipotesis satu. Maka pendekatan yang digunakan yaitu pendekatan *random effect*. Akan tetapi ketika nilai prob. Cross section random  $< 0.005$  hipotesis satu diterima dan akan menolak hipotesis nol. Maka pendekatan yang digunakan yaitu pendekatan *fixed effect*.

**Tabel 3.1**

Tabel Keputusan Pemilihan Pendekatan

Nama uji	hipotesis	Model yang dibandingkan	Hasil	keputusan
Uji chow (F-test)	$H_0 =$ <i>common effect</i> $H_1 =$ <i>fixed effect</i>	<i>common effect</i> atau <i>fixed effect</i>	Cross section dan <i>chi-square</i> $< \alpha$ (5%)	Model <i>fixed effect</i>
Hausman test	$H_0 =$ <i>random effect</i>	<i>Fixed effect</i> atau <i>random effect</i>	prob. Cross section <i>random</i>	Model <i>random effect</i>

	$H_1 =$ <i>fixed</i> <i>effect</i>		$> \alpha$ (5%)	
--	--	--	--------------------	--

c. Uji Asumsi klasik

Berdasarkan keuntungan-keuntungan yang telah disebutkan sebelumnya dari penggunaan regresi data panel, menurut Gujarati dan Porter (2012) persamaan yang menggunakan metode *generalized least square (GLS)* adalah persamaan yang memenuhi uji asumsi klasik. Dalam *evIEWS* hanya pendekatan *random effect* yang menggunakan metode (GLS). Jika hasil estimasi yang sesuai adalah *random effect* maka tidak perlu dilakukan uji asumsi klasik. Tetapi ketika ketika hasil estimasi yang sesuai yaitu *pooled least square (common effect)* atau *fixed effect* perlu adanya uji asumsi klasik.

4. Pengujian Hipotesis

Dalam pengujian hepotesis menurut imam ghozali (2011) :

Pengujian hipotesis dapat diukur dari *goodness of fit*nya, secara statistic setidaknya dapat diukur dari nilai determinasi, uji statistic f dan nilai static

a. Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi yaitu mengukur seberapa proporsi sumbangan pengaruh model dalam menerangkan variasi variabel *dependen*. Nilai koefisien determinasi yaitu 0-1. Jika Nilai ( $R^2$ ) kecil dapat diartikan bahwa kemampuan variabel variabel *independen* dalam menerangkan variabel *dependen* sangat terbatas. Sedangkan ketika Nilai ( $R^2$ ) mendekati 1 atau sama dengan 1 maka variabel-variabel *independen* mampu memberikan semua informasi yang dibutuhkan untuk memperkirakan variasi variabel *dependen*.

b. Uji Simultan ( Uji Statistik F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan bagaimana variabel *independen* atau bebas yang apabila dimasukan dalam sebuah model memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel *dependen*.

Pengujian hepotesis ini digunakan uji statistic F dengan criteria pengambilan keputusan sebagai berikut :

- 1) Quick look : nilai F hitung  $> 4$  maka  $H_0$  ditolak pada kepercayaan 5% dapat disimpulkan bahwa menerima hepotesis alternative.
- 2) Membandingkan nilai F dengan table, apabila nilai F hitung  $>$  nilai F table maka  $H_0$  akan ditolak dan akan menerima  $H_A$ .

c. Uji Parameter Individual ( Uji Statistic)

Uji statistic t adalah uji yang menunjukkan pengaruh variabel *independen* secara individual dalam menerangkan atau menjelaskan tentang variasi variabel *dependen*.

Cara uji t adalah:

- 1) Quick look : apabila df adalah 20 atau lebih dan derajat kepercayaan 5% Maka  $H_0$  menyatakan  $b_i = 0$  dapat ditolak. Bila nilai  $t > 2$ , maka menerima hepotesis alternative.
- 2) Membandingkan nilai t dengan titik kritis menurut tabel. Nilai t hasil  $>$  nilai t tabel maka kita menerima hepotesis alternative.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Objek Penelitian

Obyek penelitian yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2012 sampai dengan periode 2016. Dalam penelitian ini penulis menggunakan teknik pengumpulan data dokumentasi dengan jenis data yaitu data sekunder yang berasal dari laporan keuangan tahunan perusahaan

manufaktur yang terdaftar di BEI 2012-2016.

### Statistik Deskriptif

variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
BL	215	11.09824	86.37718	42.65735	17.93257
INST	215	7.838710	96.20969	64.19157	21.31942
MB	215	0.078155	7.833510	2.001779	1.812796
PROF	215	0.002517	52.74331	11.19181	8.272738
NDTS	215	0.360844	6.632230	3.027842	1.399232

### Pemilihan model

#### a. Chow test (*Common effect vs Fixed Effect*)

Pengujian ini bertujuan untuk menguji pendekatan mana yang harus dipilih antar *common effect* atau *fixed effect*. Berikut ini adalah hasil dari uji Chow test (*F-test*) :

**Tabel 4.3**  
Uji Chow test (*F-test*)

Effects Test	Statistic	d.f	Prob.
Cross-section F	51.474027	(43,167)	0.0000
Cross-section Chi-square	571.259932	43	0.0000

Berdasarkan pada hasil pengujian uji Chow test (*F-test*) tersebut maka pendekatan yang tepat digunakan pada penelitian ini yaitu pendekatan *fixed effect*.

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.876608	4	0.9279

#### b. Hausman test (*Fixed Effect vs Random Effect*)

**Tabel 4.5**  
Uji Hausman test

Berdasarkan pada hasil pengujian uji *Hausman test* maka pendekatan yang digunakan pada penelitian ini yaitu pendekatan *random effect*.

#### Iktisar Pemilihan Model Akhir

Berdasarkan pada pengujian yang telah dilakukan untuk menguji tiga macam pendekatan pada regresi panel maka hasil akhir yang digunakan dalam penelitian ini yaitu pendekatan *random effect*. Gujarati (2009) menyarankan ketika jumlah data cross section lebih besar dari pada data time series maka pendekatan yang tepat yaitu *random effect*. Berdasarkan pada hasil regresi pendekatan *random effect* yang dapat dilihat dari tabel 4.6 bahwa terdapat *generalized least square* (GLS). Hal tersebut menandakan bahwa pendekatan *random effect* sudah memenuhi uji asumsi klasik dan tidak perlu dilakukan uji asumsi klasik kembali.

**Tabel 4.7**

Hasil perhitungan Regresi data panel

Variable	Coefficient	Std. Error	Prob.	keterangan
C	50.11780	4.527618	0.0000	
INST?	-0.004022	0.044198	0.9276	Negatif tidak Signifikan
MB?	0.659203	0.439488	0.1351	Positif tidak Signifikan
PROF?	-0.402279	0.084780	0.0000	Negatif Signifikan
NDTS?	-1.260038	0.665683	0.0598	Negatif signifikan

**Tabel 4.8**

Hasil Koefisien Determinasi

R-squared	0.114789
Adjusted R-squared	0.097928
F-statistic	6.807914
Prob(F-statistic)	0.000036

Berdasarkan tabel 4.8 dapat dilihat hasil dari nilai koefisien determinasi (Adjusted R-Squared ) yaitu sebesar 0.097928 atau 9.7928 %. Dapat diartikan bahwa variasi book leverage hanya dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan institusional, *market to book ratio*, profitabilitas, dan *non debt tax shield* sebesar 9.7928%.

**Tabel 4.9**  
Hasil Uji T

Variable	Coefficient	Prob.	keterangan
C	50.11780	0.0000	
INST?	-0.004022	0.9276*	Negatif tidak Signifikan
MB?	0.659203	0.1351*	Positif tidak Signifikan
PROF?	-0.402279	0.0000*	Negatif Signifikan
NDTS?	-1.260038	0.0598**	Negatif signifikan

Sumber :Lampiran 8

Keterangan :

\* = taraf sig 0.005 atau 5%

\*\*= taraf sig 0.10 atau 10%

## Pembahasan (Interpretasi)

### Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan pada Hasil penelitian yang lampirkan pada tabel 4.9 menunjukkan bahwa nilai koefisien variabel institusional sebesar -0.004022 dan nilai prob. sebesar 0.9276. Nilai koefisien menunjukkan arah pengaruh negatif variabel independen sedangkan nilai prob. menunjukkan tingkat signifikansi. hal tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis tersebut ditolak. Yang menjadikan hipotesis ditolak karena pada hasil penelitian ini tidak menunjukkan tingkat signifikansi. Berdasarkan hal tersebut dapat disimpulkan bahwa besar kecilnya kepemilikan institusional tidak memberikan pengaruh terhadap perubahan besar kecilnya hutang. Hal tersebut terjadi karena manajer merupakan pihak yang lebih mengetahui bagaimana kondisi perusahaan sehingga dalam menentukan hutang manajer mengerti resiko atas penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan. Kepemilikan institusional merupakan pihak yang kurang mengetahui tentang informasi perusahaan. Oleh karena itu Kepemilikan institusional bertindak sebagai pengawas terhadap manajer untuk tidak melakukan pemborosan. Sehingga manajer berperan aktif dalam mengelola perusahaan.. Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian Nurdan Indah (2015), Dennys dan Desy (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan

institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### **Pengaruh *Market To Book Ratio* Terhadap Kebijakan Hutang**

Berdasarkan pada Hasil penelitian yang dilampirkan pada tabel 4.9 menunjukkan bahwa nilai koefisien variabel *market to book ratio* sebesar 0.659203 dan nilai prob. sebesar 0.1351. Nilai koefisien menunjukkan arah pengaruh positif variabel independen sedangkan nilai prob. menunjukkan tingkat signifikansi. Hal tersebut dapat disimpulkan bahwa *market to book ratio* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang menyatakan bahwa *market to book ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis tersebut ditolak. Yang menjadikan hipotesis ditolak karena pada hasil penelitian ini tidak menunjukkan tingkat signifikansi. Berdasarkan hasil penelitian dapat dijelaskan bahwa pada saat kondisi pasar menguntungkan, dengan perolehan profitabilitas yang tinggi maka laba ditahan yang dihasilkan perusahaan akan tinggi. Oleh karena itu perusahaan tidak melakukan perubahan yang signifikan terhadap hutang. Tindakan yang dilakukan perusahaan pada saat kondisi pasar menguntungkan dengan asumsi perusahaan membutuhkan dana untuk kegiatan operasionalnya, perusahaan memperkirakan dan melihat sumber dana internal yang dimiliki perusahaan. Dana internal tersebut bersumber dari laba ditahan perusahaan. Ketika dana internal tersebut dirasa tidak cukup maka kekurangannya baru menggunakan hutang. Akan tetapi ketika dana internal tersebut cukup dalam membiayai kegiatan operasional maka perusahaan

tidak perlu meningkat hutang. Pernyataan tersebut didukung teori *pecking order* yang menyatakan bahwa adanya urutan pendanaan pada perusahaan yaitu pendanaan yang berasal dari laba ditahan, kekurangannya menggunakan hutang dan menerbitkan emisi baru. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bagus dan Nadia (2014), Khairin Dan Harjo (2014) menyatakan bahwa *Market To Book Ratio* tidak berpengaruh terhadap Leverage.

### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang**

Berdasarkan pada hasil penelitian yang dilampirkan pada tabel 4.9 menunjukkan bahwa nilai koefisien variabel profitabilitas sebesar -0.402279 dan nilai prob. sebesar 0.0000. Nilai koefisien menunjukkan arah pengaruh positif variabel independen sedangkan nilai prob. menunjukkan tingkat signifikansi. Hal tersebut dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis pada penelitian ini yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis tersebut diterima. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas mampu sebagai sumber dana internal. Profitabilitas yang tinggi dengan asumsi telah membiayai semua kegiatan operasional perusahaan, mampu menghasilkan laba ditahan yang tinggi juga. Laba ditahan ini berfungsi sebagai sumber dana internal yang nantinya dibutuhkan ketika perusahaan kekurangan dana. Mampunya perusahaan dalam mendanai kegiatan

operasional dimasa depan, maka perusahaan tidak meningkatkan hutang. Hal tersebut dikarenakan sumber dana internal yang dihasilkan perusahaan sudah mampu mendanai kebutuhan dana perusahaan. Hal tersebut didukung dengan teori *pecking order* Myers dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) menjelaskan perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang lebih rendah. Pernyataan di atas sesuai dengan hasil penelitian Andi dkk. (2015), Tutik (2013), Zaka (2017), Siti dan Ikhsan (2016) serta Rajandan Luigi (1995) bahwa Profitabilitas Berpengaruh negatif Signifikan Terhadap Struktur Modal bahwa Profitabilitas Berpengaruh negatif Signifikan Terhadap Struktur Modal.

### **Pengaruh *Non Debt Tax Shield* Terhadap Kebijakan Hutang**

Berdasarkan pada hasil penelitian yang dilampirkan pada tabel 4.9 menunjukkan bahwa nilai koefisien variabel *non debt tax shield* sebesar -1.260038 dan nilai prob. sebesar 0.0598. Nilai koefisien menunjukkan arah pengaruh negatif variabel independen sedangkan nilai prob. menunjukkan tingkat signifikansi. Hal tersebut dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *non debt tax shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis pada penelitian ini yang menyatakan bahwa *non debt tax shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis tersebut diterima. Berdasarkan pada hasil penelitian menandakan bahwa perusahaan mampu dalam mendanai kegiatan operasional perusahaan.

Kegiatan operasional tersebut didanai dari sumber dana internal perusahaan. Sumber dana internal tersebut diperoleh dari depresiasi aktiva. Dimana depresiasi aktiva mampu menghasilkan dana yang kemudian dijadikan sebagai sumber dana internal. Oleh karena hal tersebut perusahaan tidak meningkatkan hutang karena dari sumber dana internal yang dimiliki perusahaan, perusahaan mampu dalam mendanai kegiatan operasionalnya. Hal ini didukung oleh Myres dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) teori *pecking order* menunjukkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan pendanaan maka perusahaan akan mengutamakan menggunakan dana yang berasal dari dana internal perusahaan. Pernyataan di atas sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bagus dan Nadia (2014), Rizky dkk. (2014), Andi dkk. (2015) dan Sheridan dan Roberto (1988) bahwa *Non Debt Tax Shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal.

### **Simpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan membuktikan bukti empiris pengaruh kepemilikan institusional, *market to book ratio*, profitabilitas, *non debt tax shield* terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan pada hasil analisis penelitian yang telah dilakukan dengan mengambil sampel sebanyak 215 sampel dari 44 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 2012-2016. Dapat disimpulkan bahwa :

1. Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.
2. *Market To Book Ratio* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang

3. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.
4. *Non Debt Tax Shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hal tersebut kecenderungan perusahaan manufaktur di Indonesia yaitu menyesuaikan teori *Pecking Order*. Dimana ketika perusahaan mengalami *under leverage* maka perusahaan akan menambah atau meningkatkan hutang sedangkan pada saat perusahaan mengalami *over leverage* akan maka perusahaan akan menurunkan hutang. Pada saat penurunan hutang atau *under leverage* kecenderungan perusahaan manufaktur Indonesia yaitu mengupayakan penggunaan laba ditahan terlebih dahulu setelah itu kekurangan yaitu baru menambah hutang. Hal tersebut didukung dengan hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang perusahaan manufaktur Indonesia masih rendah yaitu sebesar 42.66 %.

### **Saran**

Ada beberapa saran yang dapat menjadi masukan untuk penelitian selanjutnya dari hasil penelitian ini sebagai berikut :

1. Penelitian selanjutnya dapat mengganti objek penelitian selain perusahaan manufaktur.
2. Peneliti selanjutnya dapat dilakukan dengan menambah atau mengubah variabel lain yang belum terdapat pada penelitian ini.



### Daftar Pustaka

- Alwi Hasan, (2007), *Kamus Besar Bahasa Indonesia*. Jakarta: Balai Pustaka.
- Andi Yoshendy, Noer A. Achsani, Tb N. A. Maulana. (2015). “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Barang Konsumsi Di Bei Tahun 2002 – 2011”. *Jurnal Bisnis & Manajemen*, Vol. Xvi, No. 1.
- Arthur J. Keown, David F. Scott, Jr., John D. Martin, J. William Petty, (2010), *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan Jilid 1 (Edisi Kesepuluh)*, Jakarta, PT. Indeks.
- Baker, M. dan Wurgler, J, (2002), “Market timing and capital structure”. *Journal of Finance*. 57, 1-32.
- Bagus Tri Prasetya, Nadia Asadimitra, (2014), “Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, *Growth Opportunity*, Likuiditas, Struktur Aset, Resiko Bisnis Dan *Non Debt Tax Shield* Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Sub-Sektor Barang Konsumsi”. *Jurnal Ilmu Manajemen* | Vol 2 No 4.
- Brigham, Eugene dan Joel F Houston, (2001), *Manajemen Keuangan I*, Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene dan Joel F. Houston, (2001), “Manajemen Keuangan”, Edisi Kedelapan, Buku Kedua, Terjemahan Dodo Suharto, Herman Wibiwo: Editor, Yanti Sumiharti, Wisnu Chandra Kridhaji, Jakarta: Erlangga.
- Brotodihardjo, R. Santoso, 2003, *Pengantar Ilmu Hukum Pajak*, Bandung : PT. Refika Aditama
- Dennys Surya Dan Deasy Ariyanti Rahayuningsih, (2012), “Factor-factor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI”, *Jurnal bisnis dan akuntansi* Vol 14 No. 3.
- Djarwanto, (2004), *Pokok-Pokok Analisis Laporan Keuangan*, Edisi Kedua. Yogyakarta: BPF.
- Fatimatul, Siti Zuhria Dan Ikhsan Budi Riharjo, (2016), “Pengaruh Profitabilitas, *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, Volume 5, Nomor 11.

- Frank, M.Z., Goyal, V. K, (2009), “Capital structure decisions”, Which factors are realiably important?.*Financial Management*, Spring 2009: 1-37.
- Ghozali, Imam,(2011), “Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS”, Semarang:Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar, (2009), *Ekonometri Dasar*. Terjemahan: Sumarno Zain, Jakarta: Erlangga.
- Hanafi, Mamduh M. dan Abdul Halim, (2013), *Analisis Laporan Keuangan*,Edisi tujuh, Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Hasan, M. Iqbal, (2002),*Pokok-pokok Materi Metodologi Penelitian dan Aplikasinya*, Bogor: Ghalia Indonesia.
- Indahningrum,Rizka Putri Dan Ratih Handayani, (2009), “ Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Deviden, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan”, *JurnalBisnis Dan Akuntansi* Vol.11 No 3
- Jensen & Meckling, (1976), “The Theory of The Firm: Manajerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure”, *Journal of Financial and Economics*, Vol 3:305-360
- Jensen, M. C. (1986). “Agency Cost of Free Cash Flow”, *Corporate Finance, and Takeover*. American Economic Review dan Abstrak.
- Kerlinger, F. N. (1973). “Founding Of Behavior Research”, Holt. Rinchart and Winston Inc. New York.
- Indah Safitri, Nur Fadjrih Asyik (2015), “Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang”, *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, Vol. 4 No. 7
- Mahsunah, Tutik, (2013), “Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang”, *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi* Vol. 2 No. 12
- Modigliani, Franco, & Miller M.H, (1963), The cost of Capital, *Corporation finance,and the Theory of Invesment*. American Economic. Review Vol 53, 433-433.
- Modigliani, F. and Miller, M.H, (1960), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. American Economic Review. Vol 47 No3
- Nabela, Yoandhika,(2012),“Pengaruh Kepemilikan Institusioanl, Kebijakan Dividen, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia”. *Jurnal Manajemen*, Voll, No 1,

- Pancawati Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani, (2012), "Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory dan Pecking order theory)", Vol 3 No 1.
- Hernawati Pramesti, Kristyana Dananti, (2012), "Analisis Faktor-faktor Audit Delay Perusahaan Manufaktur dan Finansial di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Akuntansi dan Sistem Teknologi Informasi*, Vol 9 No 1.
- Putu Hary Krisnanda dan I Gusti Bagus Wiksuana, (2015), "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, dan Non-Debt Tax Shield terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Telekomunikasi Di Bursa Efek Indonesia", *E-jurnal Manajemen Unud*, Vol. 4, No. 5.
- Rajan, Raghuram G. dan Zingales. Luigi, (1995), "What Do We Knowabout Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance*", vol 50 No 5.
- Rizky Ardhiyanto, Emrinaldi Nur DP, Nur Azlina. (2014). "Analisis Pengaruh Kebijakan Deviden, Resiko Bisnis, Kontrol Kepemilikan, *Cash Holding* Dan *Non Debt Tax Shield* Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia", *JOM FEKON* Vol 1. No. 2.
- Suad Husnan, (2001), *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Sugiyono. (2009). *Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R dan D)*. Bandung: Alfabeta.
- Titman, Sheridan dan Roberto Wessels, (1988), "The Determinant of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, Vol 43 no 1.
- Usman, Racmadi, 2001, *Aspek-aspek Hukum Perbankan di Indonesia*, Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama
- Yahya, Zaka Putra, (2017), "Pengaruh Arus Kas Bebas, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang", *Jurnal Ilmu Dan Akuntansi* Volume 6, Nomor 3.
- <http://mediaindonesia.com/news/read/97606/empat-emiten-berpotensi-delisting/2017-03-22> (12.06, 26 Oktober 2017)