

**DETERMINAN PEMBIAYAAN HUTANG (*LEVERAGE*) PADA
PERUSAHAAN MILIK NEGARA INDONESIA**



SKRIPSI

Oleh:

Nama: Putri Ratnawati
No. Mahasiswa: 17312243

**FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2023**

**DETERMINAN PEMBIAYAAN HUTANG (*LEVERAGE*) PADA
PERUSAHAAN MILIK NEGARA INDONESIA**

SKRIPSI

Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk mencapai
derajat Sarjana Strata-1 Program Studi Akuntansi pada Fakultas Bisnis dan
Ekonomika UII

Oleh:

Nama : Putri Ratnawati

No. Mahasiswa : 17312243

**FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2023**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Putri Ratnawati

NIM : 17312243

Program Studi : Akuntansi

Judul Skripsi : Determinan Pembiayaan Hutang (*Leverage*) Pada Perusahaan Milik Negara Indonesia

Menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di perguruan tinggi dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku.

Yogyakarta, 15 Maret 2023

Penulis



(Putri Ratnawati)

HALAMAN PENGESAHAN

**DETERMINAN PEMBIAYAAN HUTANG (*LEVERAGE*) PADA
PERUSAHAAN MILIK NEGARA INDONESIA**

SKRIPSI

Diajukan Oleh:

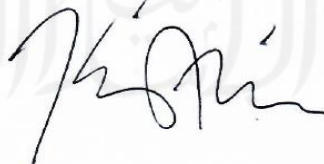
Nama: Putri Ratnawati

No. Mahasiswa: 17312243

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Tanggal, 15 Maret 2023

Dosen Pembimbing



Yuni Nustini, Dra., MAFIS, Ph. D., Ak

BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR/SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

**DETERMINAN PEMBIAYAAN HUTANG (LEVERAGE) PADA
PERUSAHAAN MILIK NEGARA INDONESIA**

Disusun Oleh : PUTRI RATNAWATI

Nomor Mhasiswa : 17312243

Telah dipertahankan didepan Tim Penguji dan dinyatakan Lulus
pada hari, tanggal: Kamis, 06 April 2023

Penguji/Pembimbing Skripsi : Yuni Nustini, MAFIS., Ak., CA., Ph.D.

Penguji : Reni Yendrawati, Dra., M.Si., CFra.



.....
.....

Mengetahui
Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika
Universitas Islam Indonesia



Johan Arifin

Johan Arifin, S.E., M.Si., Ph.D., CFra, CertIPSAS.

MOTTO

“Boleh jadi kamu membenci sesuatu, padahal ia amat baik bagimu, dan boleh jadi (pula) kamu menyukai sesuatu, padahal ia amat buruk bagimu. Allah mengetahui, sedang kamu tidak mengetahui.”

(Q.S. Al Baqarah : 216)

“Sesungguhnya Allah tidak akan mengubah keadaan suatu kaum, kecuali mereka mengubah keadaan mereka sendiri.”

(Q.S. Ar Ra'd : 11)

"Barang siapa yang mengerjakan amal saleh, baik laki-laki maupun perempuan dalam keadaan beriman, maka sesungguhnya akan kami berikan kepadanya kehidupan yang baik, dan sesungguhnya akan kami berikan balasan kepada mereka dengan pahala yang lebih baik dari apa yang telah mereka kerjakan."

(Q.S An-Nahl: 97)

KATA PENGANTAR

Assalamualaikum Wr. Wb.

Alhamdulillah rabbil'alamiin, Puja dan puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT atas segala rahmat, hidayah, dan limpahan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi berjudul **“Determinan Pembiayaan Hutang (*Leverage*) pada Perusahaan Milik Negara Indonesia”** sebagai salah satu syarat kelulusan untuk mencapai derajat Sarjana Strata-1 Program Studi Akuntansi pada Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia. Tak lupa pula penulis haturkan sholawat serta salam kepada junjungan kita Nabi Muhammad SAW beserta keluarganya, para sahabatnya, dan seluruh ummatnya yang senantiasa istiqamah hingga akhir zaman.

Penulisan tugas akhir ini tentunya masih jauh dari kata sempurna karena kesempurnaan hanya milik Allah SWT semata. Selain proses yang cukup menguras waktu dan pikiran, penyelesaian skripsi ini tidak lepas dari segala bantuan, usaha, doa, serta dukungan dari banyak pihak. Oleh karena itu, dengan ketulusan dan kerendahan hati penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Bapak Johan Arifin, S.E., M.Si., Ph.D. selaku Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia
2. Bapak Dekar Urumsah, S.E., S.Si., M.Com(IS), Ph.D., CfrA selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia
3. Bapak Rifqi Muhammad, S.E., M.Sc., Ph.D. selaku Ketua Program Studi Akuntansi Program Sarjana.

4. Ibu Yuni Nustini, Dra., MAFIS, Ph. D., Ak. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan, nasihat, arahan dan waktunya dalam hal akademis penulisan skripsi ini.
5. Bapak Saimin dan Ibu Harmi, selaku kedua orang tua penulis yang senantiasa mendoakan, memberi semangat dan dukungan baik secara moril maupun materil. Semoga bapak dan ibu sehat selalu, bahagia selalu dan diberi kehidupan yang berkah di sisa umurnya. Aamiin.
6. Linda Rahmantika, saudara penulis yang selalu memberi masukan dan semangat dalam penulisan skripsi ini. Sukses selalu dan tetap semangat buat belajar dan terus belajar. Dan juga jangan pernah ragu untuk terus maju karena Allah pasti akan memberikan yang terbaik untukmu. Aamiin.
7. Sahabat saya Dayinta Ayu Fildza Ristya, teman dari awal menginjakkan bangku perkuliahan dan melewati suka-cita hingga duka-cita perkuliahan bersama-sama. Semoga kamu sukses selalu dimanapun berada.
8. Nisa Alfinda Fatah, Rika Puji Astuti, Niken Okviriani, Renada Anjas Prasetya, Nabila Anggraeni, Hielnanda Yasmin Azzahra, Fitria Afifah Muthmainnah, dan Aulia Hanifah Muthmainnah. Terima kasih banyak sudah selalu mendukung, memberikan motivasi, dan membantu penulis apabila mengalami kesulitan. Semoga kalian semua sukses selalu di jalan masing-masing.
9. Teman-teman Himpunan Koperasi Mahasiswa Yogyakarta dan Koperasi Mahasiswa Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia yang telah memberi kesempatan kepada penulis untuk menjadi anggota dan

mengajarkan arti perjuangan dan saling bekerja sama untuk membangun organisasi. Semoga Kopma jaya selalu. Bravo, Bravo, Bravo.

10. Teman-teman seperjuangan seperbimbingan skripsi, terima kasih atas dukungan dan *sharing* kalian dalam proses penulis untuk mengerjakan skripsi.
11. Teman-teman Akuntansi Fakultas Bisnis dan Ekonomika angkatan 2017 semoga kita semua selalu dalam lindungan Allah SWT dan sukses sesuai dengan *passion* kalian.
12. Pihak-pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah memberikan dukungan, bimbingan dan motivasi sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari kata sempurna. Oleh karena itu, kritik dan saran sangatlah diperlukan. Namun, demikian penulis berharap skripsi ini dapat memberikan sumbangan pemikiran yang bermanfaat bagi perkembangan ilmu pengetahuan, Aamiin Ya Rabbal Alamin.

Wassalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Yogyakarta, 13 Januari 2023

Penulis

(Putri Ratnawati)

DAFTAR ISI

HALAMAN COVER.....	i
HALAMAN SAMPUL	ii
PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME.....	iii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iv
BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR/SKRIPSI.....	Error! Bookmark not defined.
MOTTO	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
ABSTRAK	xv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Rumusan Masalah	6
1.3. Tujuan Penelitian.....	6
1.4. Manfaat Penelitian.....	7
1.5. Sistematika Penulisan.....	7
BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....	9
2.1 Kerangka Teori.....	9
2.2 Penelitian Terdahulu.....	12
2.3 Hipotesis Penelitian	14
2.4 Kerangka Pemikiran	18
BAB III METODE PENELITIAN.....	19
3.1 Jenis Penelitian	19
3.2 Populasi dan Penarikan Sampel.....	19
3.3 Jenis Data dan Prosedur Pengumpulan Data.....	19

3.4	Variabel dan Operasional Variabel	19
3.5	Model Penelitian.....	21
3.6	Alat Analisis	22
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN		25
4.1	UJI ANALISIS DESKRIPTIF	25
4.2	UJI ASUMSI KLASIK	28
4.3	ANALISIS REGRESI DATA PANEL	29
4.4	UJI HIPOTESIS	32
4.5	PEMBAHASAN	34
4.5.1	Pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap <i>Leverage</i>	34
4.5.2	Pengaruh Aset Tangibility terhadap <i>Leverage</i>	35
4.5.3	Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap <i>Leverage</i>	35
4.5.4	Pengaruh Risiko Bisnis terhadap <i>Leverage</i>	36
4.5.5	Pengaruh Likuiditas terhadap <i>Leverage</i>	37
4.5.6	Pengaruh Non-debt Tax Shield (NDTS) terhadap <i>Leverage</i>	38
BAB V PENUTUP.....		40
5.1	SIMPULAN.....	40
5.2	SARAN	40
DAFTAR PUSTAKA		42
LAMPIRAN.....		49

DAFTAR TABEL

Tabel 1. 1 Modal 6 BUMN (Triliun Rupiah).....	2
Tabel2. 1 <i>Mapping</i> Penelitian Terdahulu.....	12
Tabel4. 1 Pemilihan Sampel.....	26
Tabel4. 2 Hasil Uji Analisis Deskriptif.....	27
Tabel4.3 Hasil Uji Normalitas.....	28
Tabel4. 4 Hasil Uji Multikolinieritas.....	29
Tabel4. 5 Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	29
Tabel4.6 Hasil Uji Autokorelasi.....	30
Tabel4. 7 Hasil Uji Chow.....	30
Tabel4. 8 Hasil Uji Hauman.....	31
Tabel4.9 Hasil Uji Regresi Data Panel Metode Random Effect.....	31
Tabel4.10 Hasil Uji Parsial (Uji T).....	32
Tabel4. 11 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R2).....	34

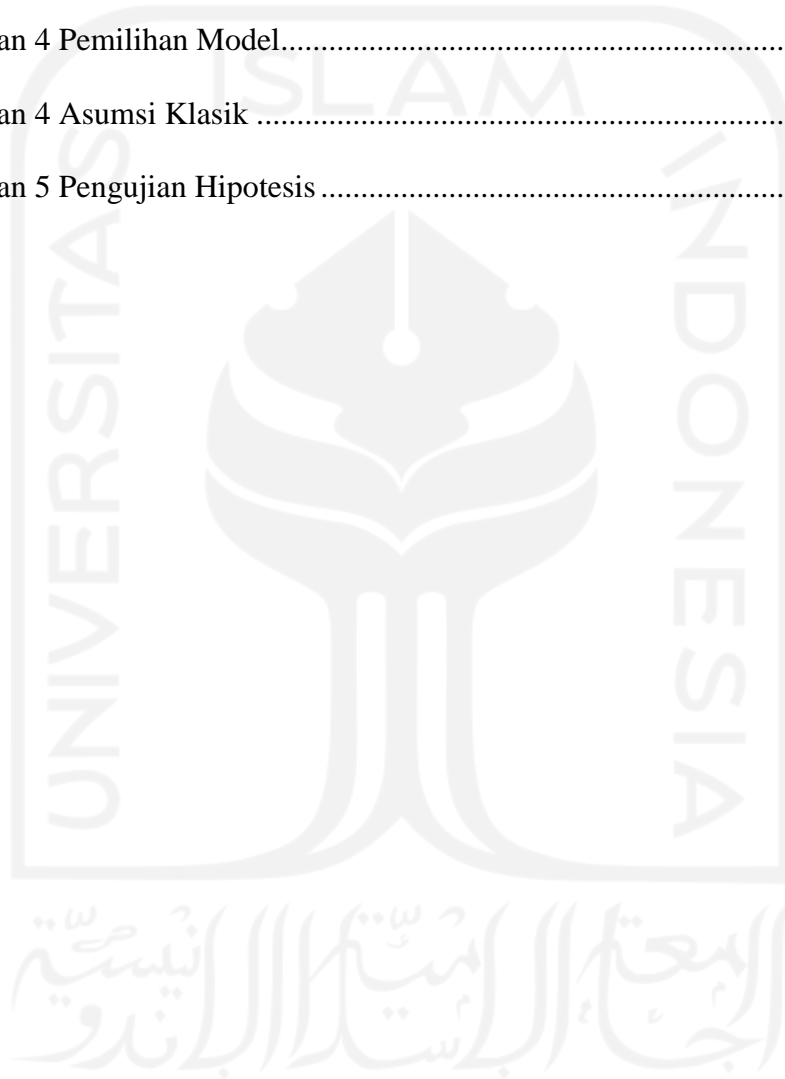
DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Total Utang Luar Negeri (ULN) BUMN (Milyar Dolar).....	2
Gambar 1. 2 Kerugian Terbesar 10 BUMN 2020.....	3
Gambar2. 1 Kerangka Pemikiran Penelitian.....	18



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Perusahaan Sampel Penelitian.....	49
Lampiran 2 Tabulasi Data (dalam Persen).....	49
Lampiran 3 Estimasi Model.....	53
Lampiran 4 Pemilihan Model.....	55
Lampiran 4 Asumsi Klasik	57
Lampiran 5 Pengujian Hipotesis	59



ABSTRAK

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, *aset tangibility*, *growth*, risiko bisnis, likuiditas, *non-debt tax shield* terhadap *leverage* pada perusahaan milik negara Indonesia. Populasi yang ditentukan adalah sebanyak 20 perusahaan negara yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode purposive sampling, ada 16 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel. Periode pengamatan dalam penelitian ini adalah tahun 2015-2020. Metode yang digunakan untuk menganalisa data adalah analisa regresi linier berganda. Hasil penelitian membuktikan bahwa profitabilitas yang diproksi oleh ROA dan likuiditas tidak berpengaruh terhadap leverage perusahaan BUMN, Asset tangibility, growth dan non-debt tax shield yang berpengaruh positif terhadap leverage perusahaan BUMN, dan risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap leverage perusahaan BUMN.

Kata Kunci: profitabilitas, *aset tangibility*, *growth*, risiko bisnis, likuiditas, *non-debt tax shield*, *leverage*.

ABSTRACT

The purpose of this study is to determine the effect of profitability, tangibility assets, growth, business risk, liquidity, non-debt tax shield on leverage in Indonesian state-owned companies. The specified population is as many as 20 state companies that have been registered in the Indonesia Stock Exchange. Sampling was carried out by the purposive sampling method, there were 16 companies that met the criteria as a sample. The observation period in this study was 2015-2020. The method used to analyze data is multiple linear regression analysis. The results of the study prove that the profitability promoted by ROA and liquidity does not affect the leverage of state-owned companies, tangibility assets, growth and non-debt tax shields that have a positive effect on the leverage of SOE companies, and business risks have a negative effect on the leverage of SOE companies.

Keywords: *profitability, aset tangibility, growth, business risk, liquidity, non-debt tax shield, leverage.*

BAB I

PENDAHULUAN

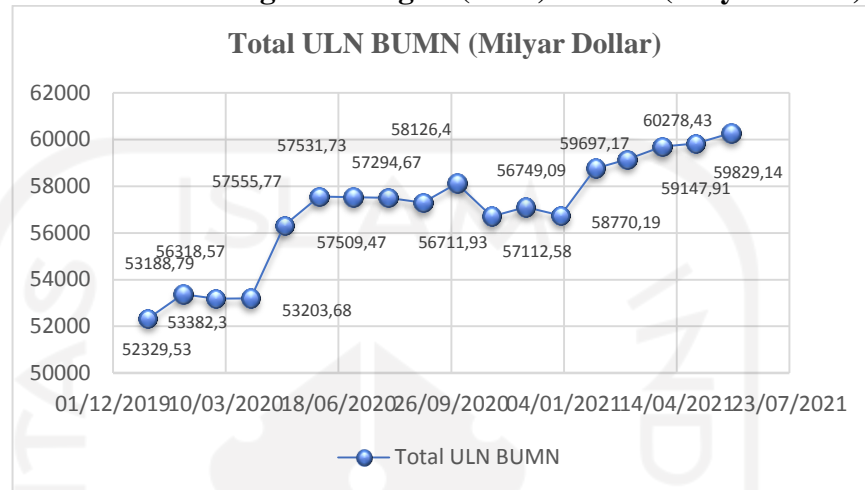
1.1.Latar Belakang

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di negara-negara berkembang memainkan peran penting dalam pertumbuhan ekonomi layanan publik yang penting dan pemberian layanan (Kim & Ali, 2017). Di sebagian besar ekonomi berkembang dan transisi, BUMN dicap sebagai perusahaan yang merugi dan tidak efisien yang membebani keuangan pemerintah dan sumber daya yang langka (Ginting & Naqvi, 2020). Akibatnya, kinerja yang buruk ini bisa mempengaruhi pemberian layanan dan kemampuan untuk memenuhi tujuan pembangunan meskipun struktur modalnya banyak diupayakan perbaikan (Marimuthu, 2020). Masalah kerugian dan tidak efisiennya BUMN termanifestasi secara berbeda di setiap negara, tergantung pada banyak faktor (Arsawan et al., 2022; Ghosh & Chatterjee, 2018; Ramli, Latan, & Solovida, 2019). Dalam keadaan seperti itu, manajemen perusahaan sering dihadapkan pada struktur permodalan yang tidak fleksibel. Oleh karena itu, logis bahwa penentu struktur modal biasa dimanifestasikan secara berbeda.

Miller dan Modigliani mengajukan teori ketidakrelevanan dividen (*Dividend Irrelevance Theory*) mengenai kebijakan keuangan bahwa dalam pasar yang efisien dan sempurna (yaitu tanpa pajak, asimetri informasi, pemerintah dan biaya lain yang tidak perlu), mengeluarkan dividen tidak menjamin mampu meningkatkan keuntungan potensial perusahaan atau nilai sahamnya. Selain itu karena tingkat *leverage* perusahaan tidak dapat mempengaruhi nilai pasar menyebabkan manajer dapat memilih *leverage*. Posisi *leverage* sebagai aspek penting dalam struktur modal perlu untuk dilihat lebih jauh berkenaan dengan dinamika struktur modal perusahaan. Hal ini didasari pada temuan empiris yang menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan selalu mengalami kondisi fluktuatif (Suweta & Dewi, 2016). Mengarah pada konteks penelitian ini, BUMN di Indonesia memang telah lama menghadapi berbagai masalah dalam hutang untuk komposisi modal perusahaan. Grafik pada gambar 1.1 berikut ini

memberikan gambaran bagaimana kondisi utang luar negeri BUMN yang fluktuatif dan cenderung naik tajam pada tahun 2021.

Gambar 1. 1 Total Utang Luar Negeri (ULN) BUMN (Milyar Dollar)



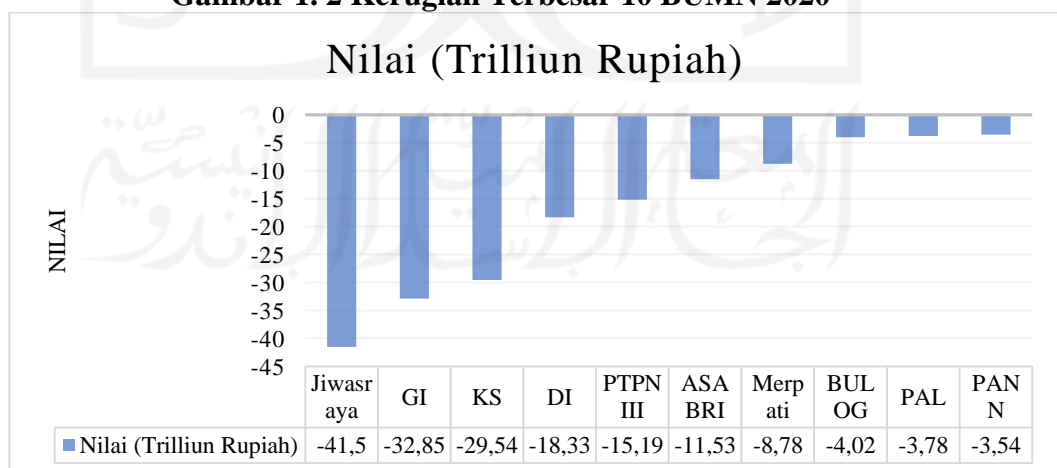
Sumber: (Kusnandar, 2021a)

Karena hutang secara positif mempengaruhi keuntungan bagi pemegang saham di saat-saat baik dan berdampak buruk bagi mereka di

perusahaan ditentukan, di mana arus kas tidak menentu dan pada posisi modalnya bisa didapatkan melalui beragam instrumen mulai dari hutang murni hingga instrumen ekuitas murni merupakan masalah yang belum terselesaikan (Nugroho & Harmadi, 2018). Sejumlah peneliti telah mencoba untuk memahami pilihan pembiayaan perusahaan dan untuk mengidentifikasi pengaruh perubahan struktur keuangan dan nilainya. Sebuah survei tentang teori struktur modal oleh Harris dan Raviv yang kemudian dikoreksi Errata, memberikan ringkasan determinan *leverage* keuangan perusahaan, seperti yang diidentifikasi dan ditemukan oleh para peneliti hingga saat ini (“Errata,” 1992).

Indonesia sendiri menggunakan BUMN sebagai instrumen peningkatan kinerja ekonomi dalam beberapa dekade terakhir untuk berkontribusi pada pembangunan negara. BUMN ini terus-menerus berada dalam posisi keuangan yang genting di mana mereka tidak dapat memenuhi kewajibannya memaksa mereka untuk meminta bantuan pemerintah untuk menyelamatkan perusahaan ini (Marimuthu, 2020). Hal ini didukung oleh kinerja BUMN yang secara garis besar memiliki kontribusi terbilang rendah jika mengacu pada banyaknya BUMN yang memiliki laba minus, bahkan diantaranya adalah perusahaan-perusahaan besar yang dikelilingi oleh berbagai konflik internal. Grafik 1.2 berikut memberikan gambaran kondisi kinerja BUMN.

Gambar 1. 2 Kerugian Terbesar 10 BUMN 2020



Sumber: (Kusnandar, 2021c)

Ada banyak bukti empiris dan argumen teoretis tentang determinan bagi struktur modal perusahaan di negara maju dan berkembang. Namun, kondisi sosial dan politik dapat mengintervensi upaya mereka untuk sepenuhnya mencapai pengaruh komersial ini (Capalbo, Frino, Mollica, & Palumbo, 2014). Sebuah studi tentang faktor-faktor penentu pembiayaan utang sangat penting dalam menentukan dampak pada nilai perusahaan dan struktur modalnya. Namun, hasil yang diperoleh dalam studi empiris telah menunjukkan sedikit homogenitas, menunjukkan bahwa masalah ini memerlukan penelitian empiris lebih lanjut.

Berkenaan dengan berbagai determinan struktur modal, dalam penelitian ini dimodelkan ada beberapa variabel yang dipandang mampu memberikan prediksi baik secara negatif maupun positif terhadap *leverage*. Teori yang salah satunya mendiskusikan hal ini ialah *pecking order* memprediksi bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung menggunakan lebih banyak keuangan internal ketika mendanai aktivitas mereka dan mengakses pembiayaan utang hanya setelah laba ditahan hampir habis. Ini menghasilkan rasio utang yang lebih rendah, dan ada biaya keuangan eksternal yang lebih tinggi karena asimetri informasi dan biaya kebangkrutan (Cheng dalam Marimuthu, 2021). Perusahaan dengan kondisi lebih menguntungkan mempunyai target tingkat utang lebih tinggi karena manfaat perlindungan pajak lebih tinggi dan oleh karena itu, mungkin memiliki aset yang lebih berharga (Hovakimian, Hovakimian, & Tehranian, 2004). Akumulasi pendapatan terus berlanjut sementara ada penyimpangan dari tingkat hutang yang optimal selama biaya penyesuaian melebihi biaya tingkat hutang yang ditargetkan. Hubungan negatif antara profitabilitas dan *leverage* ini terjadi karena efeknya pada penyimpangan dari struktur modal. Beberapa penelitian juga telah menunjukkan hubungan positif antara profitabilitas dan *leverage* (Kadim & Sunardi, 2019; Lambey, 2021).

Mengenai hubungan *tangible assets* dengan *leverage*, dalam beberapa penelitian ditemukan bahwa variabel ini memiliki hubungan dengan *leverage* sebagai bagian dari struktur modal. Misalnya, penelitian Corina dkk menunjukkan bahwa aset tangibility mampu memengaruhi atau menaikkan

leverage perusahaan (Corina, Werner, & Wijaya, 2018). Namun, salah satu penelitian menemukan hasil sebaliknya, dimana *tangible asset* justru berpengaruh negatif terhadap *leverage* (Fatmawati, 2016).

Leverage juga memiliki hubungan dengan pertumbuhan perusahaan, dimana peningkatan tingkat pertumbuhan dipandang sebagai gambaran kekuatan finansial perusahaan dan bisa mendorong permintaan lebih tinggi guna mengumpulkan instrumen ekuitas dari sumber eksternal. Penelitian yang menunjukkan hubungan pertumbuhan perusahaan dan *leverage*, di antaranya menunjukkan bahwa dalam penelitian sektor pangan dan minuman, pertumbuhan perusahaan mampu menaikkan *leverage*. Selain itu, juga ditemukan bahwa pertumbuhan juga berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage* (Alkhatib, 2012; Pagala, Mahsuni, & Junaidi, 2019).

Perusahaan yang selalu bisa berhadapan dengan risiko juga berkaitan dengan *leverage*. Perusahaan dengan arus kas yang tidak stabil akan diharapkan memiliki peningkatan biaya kesulitan keuangan karena kesulitan dalam menghormati pembayaran bunga, dan ada kemungkinan peningkatan bahwa manfaat perisai pajak tidak akan sepenuhnya dimanfaatkan. Oleh karena itu mereka harus menggunakan lebih sedikit utang (Alzomaia, 2014). Hubungan negatif antara risiko dan *leverage* ini didukung oleh Mouton & Smith (2016) dan Alzomaia (2014). Temuan lain dengan koefisien positif ditemukan oleh Gwatidzo, Ntuli, & Mlilo (2016), Supriyono et al. (2020), bahwa besarnya risiko bisnis sebuah perusahaan akan semakin ikut meningkatkan *leverage* perusahaan.

Berkenaan dengan penurunan tingkat hutang, teori *pecking order* memprediksi bahwa peningkatan tingkat likuiditas menghasilkan penurunan tingkat utang. Perusahaan yang memiliki likuiditas melimpah cenderung menggunakan lebih sedikit utang. Oleh karena itu, hubungan bersifat negatif antara likuiditas dan *leverage*, memberikan rekomendasi bahwa tingkat likuiditas yang tinggi belum tentu bermanfaat dan dapat menyiratkan bahwa kemampuan perusahaan untuk berkomitmen pada investasi berkurang (Shah & Khan, 2017; Vatavu, 2013).

Setiap perusahaan besar menginginkan perisai pajak, sehingga perusahaan dengan kondisi seperti itu cenderung menginvestasikan beberapa modal dalam barang-barang seperti penelitian dan pengembangan. Itulah sebabnya *trade-off* menggarisbawahi relasi negatif antara rasio utang dan perisai pajak non-utang (Dakua, 2019; Suherman & Ahmad, 2017). Hal ini menghasilkan pengaruh negatif pada *leverage* karena mereka mengurangi insentif untuk menerbitkan utang luar negeri (Marimuthu, 2020). Dalam kontradiksinya, efeknya tergantung pada ukuran yang digunakan untuk *leverage* (Taddese Lemma & Negash, 2013). Teori *pecking order* memprediksi hubungan positif NDTs dan *leverage*, seperti yang didukung oleh (Marimuthu, 2020; Shah & Khan, 2017). Berdasarkan paparan tersebut, penelitian ini bertujuan mengkaji determinan bagi struktur pembiayaan utang BUMN di Indonesia dari perspektif teori struktur modal.

1.2. Rumusan Masalah

Mengacu paparan latar belakang masalah, rumusan masalah penelitian ialah:

1. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap *leverage*?
2. Apakah *aset tangibility* berpengaruh terhadap *leverage*?
3. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap *leverage*?
4. Apakah risiko bisnis berpengaruh terhadap *leverage*?
5. Apakah likuiditas berpengaruh terhadap *leverage*?
6. Apakah *non-debt tax shield* berpengaruh terhadap *leverage*?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini ialah untuk:

1. Menganalisis hubungan dan pengaruh profitabilitas terhadap *leverage*
2. Menganalisis hubungan dan pengaruh *aset tangibility* terhadap *leverage*
3. Menganalisis hubungan dan pengaruh pertumbuhan perusahaan (*Growth*) terhadap *leverage*
4. Menganalisis hubungan dan pengaruh risiko bisnis terhadap *leverage*
5. Menganalisis hubungan dan pengaruh likuiditas terhadap *leverage*

6. Menganalisis hubungan dan pengaruh *non-debt tax shield* terhadap *leverage*

1.4. Manfaat Penelitian

Temuan-temuan dari penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat baik dalam ranah teoritis maupun praktis. Berikut ini adalah beberapa kegunaan penelitian yang diharapkan:

- a. Bagi Akademisi

Menambah wawasan pengetahuan mengenai pengaruh komponen-komponen prediktif dalam struktur modal, terutama mengenai keputusan manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan *leverage*.

- b. Bagi Praktisi

Temuan penelitian ini dapat dipertimbangkan oleh investor yang melakukan pemeriksaan awal sebelum melakukan investasi di suatu perusahaan. Selain itu, hal ini diharapkan dapat diperhitungkan sehingga perusahaan lebih memikirkan keputusan mereka mengenai *leverage* untuk mempertahankan struktur modal yang sehat.

- c. Bagi Peneliti Selanjutnya

Hal ini dimaksudkan agar penelitian ini dapat menjadi acuan bagi para peneliti di masa mendatang, sebagai pedoman untuk penelitian tambahan, dan sebagai cara untuk memperbaiki kesalahan-kesalahan yang telah dilakukan sehingga ilmu pengetahuan dapat berkembang.

1.5. Sistematika Penulisan

Penelitian ini disusun berdasarkan sistematika yang terdiri dari:

BAB I PENDAHULUAN

Pada bab ini akan menyajikan mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

BAB II LANDASAN TEORI DAN KAJIAN PUSTAKA

Pada bab ini berisi landasan teori yang digunakan dalam penelitian, penelitian terdahulu, serta pengajuan hipotesis yang digunakan pada

penelitian ini.

BAB III METODE PENELITIAN

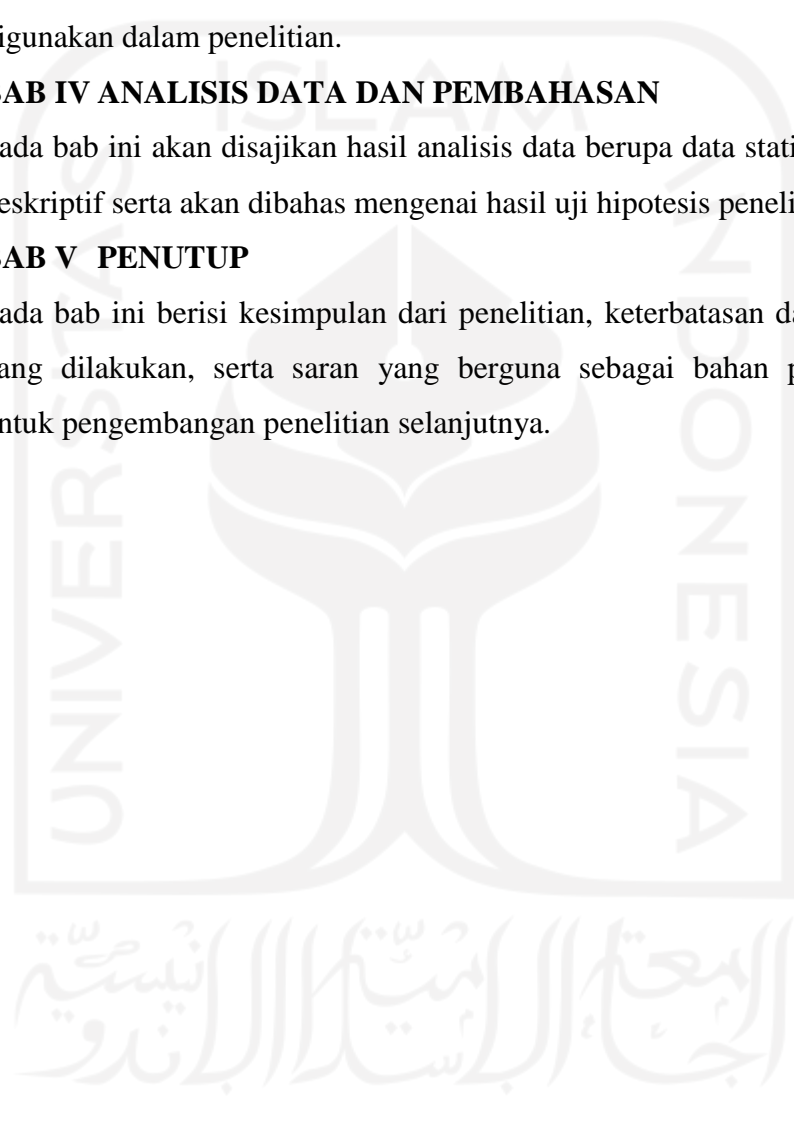
Pada bab ini disajikan metode penelitian yang meliputi populasi dan sampel penelitian, sumber data dan teknik pengumpulan data, definisi operasional dan pengukuran variabel penelitian serta metode analisis data yang digunakan dalam penelitian.

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini akan disajikan hasil analisis data berupa data statistik dan data deskriptif serta akan dibahas mengenai hasil uji hipotesis penelitian.

BAB V PENUTUP

Pada bab ini berisi kesimpulan dari penelitian, keterbatasan dari penelitian yang dilakukan, serta saran yang berguna sebagai bahan pertimbangan untuk pengembangan penelitian selanjutnya.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Kerangka Teori

2.1.1 Teori Struktur Modal

a. Teori *Trade-off*

Modigliani dan Miller pertama kali membuat teori *trade-off* dan dikenal luas pada tahun 1963. Teori ini mencakup perpajakan, kebangkrutan, dan biaya agensi. Teori ini sendiri berangkat dari artikel yang diinisiasi oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958 (Adair & Adaskou, 2015). Bisnis seharusnya memiliki seperangkat arus keuangan yang dapat diprediksi, menurut Modigliani dan Miller. Arus kas hanya dibagi di antara para investor ketika perusahaan menginginkan rasio tertentu dari utang keuangan dan ekuitas. Sesuai dengan teori ini, nilai pasar perusahaan ditentukan oleh potensi penghasilan dan tingkat risiko yang terkait dengan aset utamanya. Selain itu, nilai perusahaan tidak tergantung pada bagaimana perusahaan memutuskan untuk mendanai investasinya atau membayar dividen (Ai, Frank, & Sanati, 2020; Yakubu, Kapusuzoglu, & Ceylan, 2021).

Biaya agensi dan biaya tekanan keuangan adalah dua gagasan utama yang disebutkan dalam teori *trade-off*. Penegasan Fauziah dan Sudiyanto mengutip Kraus dan Litzenberger tentang gagasan ini, yaitu, “*leverage optimal* memberikan *trade-off* antara manfaat pajak utang dan biaya kebangkrutan yang mematikan.” Menurut teori ini, ada keuntungan yang dapat dimanfaatkan untuk mengoptimalkan struktur modal. Gagasan ini memperhitungkan manfaat pajak dari pembayaran bunga. Tujuan utama teori ini adalah untuk mengklarifikasi bahwa, secara umum, bisnis yang beroperasi saat ini selalu memperoleh pendanaan dari utang dan ekuitas (Fauziah & Sudiyatno, 2020).

b. Teori *Pecking Order*

Menurut teori *pecking order*, urutan sumber daya lebih diutamakan daripada besarnya. Biaya penerbitan sekuritas baru lebih besar daripada semua faktor lainnya; perusahaan memilih pembiayaan internal untuk menghindari biaya-biaya

ini; jika pembiayaan internal tidak mencukupi, mereka beralih ke pinjaman; dan, sebagai upaya terakhir, mereka beralih ke pembiayaan eksternal melalui saham. Preferensi yang diungkapkan oleh perusahaan untuk membiayai proyek baru mereka terutama melalui pembiayaan sendiri, diikuti oleh hutang dan akhirnya oleh masalah saham merupakan urutan kekuasaan, dalam kondisi informasi asimetris. Belakangan ini, teori *Pecking order* baru telah dirancang untuk negara-negara maju, yang ditandai dengan penilaian ulang preferensi pembiayaan: laba ditahan, ekuitas dan, terakhir, hutang jangka panjang (Onofrei, Tudose, Durdureanu, & Anton, 2015).

2.1.2 Determinan Struktur Modal

a. Profitabilitas

Perusahaan lebih menguntungkan memiliki tingkat utang target lebih tinggi karena manfaat pelindung pajak yang lebih tinggi dan oleh karena itu, mungkin memiliki aset yang lebih berharga (Harris & Raviv, 1991). Teori *trade-off* dinamis memprediksi hubungan negatif sebagai perusahaan mengakumulasi arus kas dalam struktur modal untuk membiayai investasi (Harris & Raviv, 1991) dan mengurangi tingkat utang mereka. Akumulasi pendapatan berlanjut sementara ada penyimpangan dari tingkat hutang yang optimal selama biaya penyesuaian melebihi biaya untuk memiliki tingkat hutang yang ditargetkan. Hubungan negatif antara profitabilitas dan *leverage* ini terjadi karena pengaruhnya terhadap penyimpangan dari struktur modal target dan bukan karena pengaruhnya terhadap target (Harris & Raviv, 1991).

Teori keagenan memprediksi hubungan positif antara *leverage* dan profitabilitas karena masalah agensi yang lebih sedikit antara manajer dan pemegang saham. Temuan ini didukung oleh Chen dan Strange (2005), yang menetapkan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan lebih memilih untuk menerbitkan utang untuk meminimalkan konflik antara manajer dan pemegang saham.

b. Aset berwujud

Aset berwujud lebih mudah dinilai oleh orang luar, menyiratkan lebih sedikit asimetri informasi. Informasi asimetris yang lebih rendah akan membuatnya lebih

mudah untuk menerbitkan ekuitas; Akibatnya, bisnis dengan aset fisik lebih besar seharusnya memiliki tingkat utang lebih rendah, dan prediksi negatif ini mendukung teori Pecking order (Harris & Raviv, 1991). Bharath, Pasquariello, & Wu (2009) menyatakan bahwa *tangibility* adalah proksi untuk masalah asimetri informasi perusahaan; oleh karena itu, teori *pecking order* yang dimodifikasi memprediksi bahwa *leverage* meningkat dengan peningkatan aset berwujud karena seleksi buruk yang parah dengan aset berwujud yang lebih rendah. Hasil dari Frank dan Goyal (2008) menghubungkan kapasitas hutang perusahaan yang lebih besar secara intrinsik.

c. Pertumbuhan

Saat peluang pertumbuhan perusahaan meningkat, demikian juga biaya kesulitan keuangan dan masalah keagenan yang terkait dengan utang; namun, ini mengurangi masalah arus kas bebas. Mengingat hal ini, teori *trade-off* memprediksi relasi negatif peluang pertumbuhan perusahaan dan *leverage*. Soekarno et al. (2016) menemukan pertumbuhan mempengaruhi *leverage* secara negatif menggunakan model statis dan dinamis yang menjelaskan bahwa karena tingkat ekuitas BUMN Indonesia tinggi, mereka tidak perlu menerbitkan utang.

d. Risiko perusahaan

Perusahaan dengan arus kas yang fluktuatif diperkirakan akan mengalami peningkatan biaya kesulitan keuangan karena kesulitan dalam memenuhi pembayaran bunga, dan ada kemungkinan yang meningkat bahwa manfaat perlindungan pajak tidak akan dimanfaatkan sepenuhnya. Oleh karena itu mereka harus menggunakan lebih sedikit utang (Alzomaia, 2014). Peningkatan risiko merugikan pemegang saham oleh karena itu prediksi dengan teori *trade-off* adalah bahwa perusahaan yang lebih berisiko harus menggunakan lebih sedikit utang.

e. Likuiditas

Teori *pecking order* memprediksi bahwa peningkatan tingkat likuiditas menghasilkan penurunan tingkat utang; oleh karena itu, hubungan tidak langsung diperkirakan karena aset likuid berfungsi sebagai sumber dana internal dan akan digunakan pada awalnya sebagai pengganti utang. Mouton & Smith (2016)

menemukan likuiditas menjadi variabel yang tidak signifikan bagi *leverage*. Perusahaan yang memiliki likuiditas melimpah cenderung menggunakan lebih sedikit hutang. Oleh karena itu, hubungan negatif signifikan likuiditas dan *leverage* oleh Vatavu (2013), yang menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi belum tentu menguntungkan dan dapat menyiratkan bahwa kemampuan perusahaan untuk berkomitmen pada investasi berkurang.

f. *Non-debt tax shield* (NDTS)

NDTS mengecualikan pelindung pajak utang dari beban bunga tetapi mencakup, misalnya, tunjangan depresiasi dan penyisihan untuk utang yang diragukan, umumnya dilihat sebagai pengganti manfaat pelindung pajak dari pembiayaan utang. Hal ini menyebabkan pengaruh negatif pada *leverage* karena mereka mengurangi insentif untuk menerbitkan utang luar negeri. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki NDTS yang cukup, lebih mungkin menerbitkan lebih sedikit hutang. Namun, Taddese Lemma & Negash (2013) menemukan hubungan yang kontradiktif, dimana menetapkan efeknya tergantung pada ukuran yang digunakan untuk *leverage* dan secara negatif mempengaruhi hutang jangka pendek dan total hutang sementara secara positif mempengaruhi hutang jangka panjang.

2.2 Penelitian Terdahulu

Tabel 2. 1 *Mapping* Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1	Kadim & Sunardi, 2019	“Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Terhadap <i>Leverage</i> Implikasi Terhadap Nilai Perusahaan <i>Cosmetics and Household</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia”	Independen: Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dependen: <i>Leverage</i> & Nilai Perusahaan	a. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan b. Ukuran perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan c. <i>Leverage</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan d. Ukuran perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan e. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
2	Braham et al., 2019	<i>Do political connections affect bank leverage? Evidence from some Middle Eastern and North African countries</i>	Independen: hubungan Politik; profitabilitas; risiko; ukuran; pertumbuhan aset; dan <i>tangibility</i> Dependen: <i>Leverage</i>	a. <i>Tangibility</i> dan profitabilitas berhubungan signifikan dan negatif dengan <i>leverage</i> b. Koneksi politik dan ukuran memiliki hubungan positif dengan <i>leverage</i> c. Tetapi variabel koneksi politik hanya signifikan pada tingkat 10%.
3	Pratama, 2016	“Analisis Determinan <i>Leverage</i> Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia”	Independen: Likuiditas; Peluang Pertumbuhan; Profitabilitas; Ukuran Perusahaan Dependen: <i>Leverage</i>	a. Likuiditas dan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>leverage</i> b. Peluang pertumbuhan dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap <i>leverage</i>
4	Jermias & Yigit, 2019	“ <i>Factors affecting leverage during a financial crisis: Evidence from Turkey</i> ”	Independen: Profitabilitas; ukuran perusahaan; <i>market to book (MTB)</i> ; <i>tangibility</i> ; <i>median book of leverage (MEDIAN)</i>	a. Profitabilitas berpengaruh terhadap <i>leverage</i> b. Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap <i>leverage</i> c. <i>MTB</i> berpengaruh terhadap <i>leverage</i> d. <i>Tangibility</i> berpengaruh terhadap <i>leverage</i> e. <i>MEDIAN</i> berpengaruh terhadap <i>leverage</i>
5	Corina et al., 2018	“Pengaruh <i>Profitability, Tangibility, Size, Growth, Dan Liquidity</i> Terhadap <i>Leverage</i> Badan Usaha Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015”	Independen: <i>Profitability, Tangibility; Size; Growth; dan Liquidity.</i> Dependen: <i>Leverage</i>	a. <i>Tangibility</i> dan <i>Size</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>leverage</i> b. <i>Profitability, growth, dan liquidity</i> berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>leverage</i>
6	Cholish, 2019	“Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, <i>Growth,</i>	Independen: Profitabilitas; kepemilikan manajerial; <i>growth;</i>	a. <i>Tangibility</i> dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap <i>leverage.</i> b. Profitabilitas, kepemilikan manajerial dan pertumbuhan

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
		<i>Tangibility Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Leverage Pada Perusahaan Bumn Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017</i> ”	<i>tangibility; dan ukuran perusahaan Dependen: Leverage</i>	tidak mempengaruhi <i>leverage</i>

2.3 Hipotesis Penelitian

2.3.1 Pengaruh Profitabilitas (ROA) terhadap *Leverage*

Return On Assets (ROA) adalah metrik keuntungan laba terhadap investasi dimana praktiknya mengukur keuntungan bisnis dalam relasi terhadap keseluruhan aset. Rasio ini menggambarkan kinerja baik perusahaan atau sebaliknya melalui perbandingan antara laba dan investasi sebagai modal dalam aset. Asumsinya, makin tinggi profit, perusahaan dapat dinyatakan memiliki produktivitas dan efisiensi manajemen yang baik dalam pemanfaatan sumber daya ekonomi. Faktor penting untuk menilai profitabilitas perusahaan adalah ROA. Rasio ini sering digunakan untuk membandingkan kinerja bisnis dari waktu ke waktu atau antara bisnis berukuran serupa di industri yang sama. Menurut Ali (2011) sangat penting untuk menentukan konsiderasi skala bisnis dan operasional yang diaplikasikan ketika ada perbandingan dua korporasi yang berbeda dalam penggunaan ROA.

Secara umum, profitabilitas dan hubungannya terhadap *leverage* banyak dilakukan. Beberapa menunjukkan hubungan yang cukup kuat. Misalnya, Kadim & Sunardi (2019) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa profitabilitas nyata secara empiris mampu memengaruhi kenaikan *leverage* perusahaan di sub sektor tersebut. Selain itu, penelitian serupa dalam sektor manufaktur yang dilakukan Lambey juga menemukan hasil bahwa profitabilitas mampu meningkatkan *leverage* perusahaan (2021). Berdasarkan pemaparan ini, maka, rumusan hipotesis yang ditawarkan adalah:

H1: Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap *leverage*

2.3.2 Pengaruh *Asset Tangibility* terhadap *Leverage*

Asset tangibility ialah aktiva dimana memiliki nilai yang bergantung sifat fisik tertentu, termasuk pada aset yang dapat direproduksi kembali semacam bangunan dan yang tidak bisa direproduksi seperti tambang, tanah, atau seni. Dengan kata lain disebut sebagai aset riil. Aset jenis ini terbilang variabel yang cukup penting dalam memutuskan pendanaan perusahaan. Hal ini dikarenakan ada jaminan yang bisa diberikan kepada kreditur yang disediakan oleh aset ini. Melalui jaminan inilah, akses terhadap sumber dana dari pihak eksternal perusahaan mampu direalisasikan ketimbang perusahaan yang tidak memiliki jenis aset ini.

Lebih lanjut, ketika posisi aset jenis ini terbilang tinggi, hal ini menandakan bahwa aktiva tetap yang dipunyai perusahaan terbilang besar. Selanjutnya, ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjamin utang jangka panjang yang akan diterimanya. Oleh karenanya, tingginya *asset tangibility* mendorong perusahaan mudah dalam memenuhi pemenuhan permodalannya.

Mengenai hubungannya dengan *leverage*, dalam beberapa penelitian ditemukan bahwa variabel ini memiliki hubungan dengan *leverage* sebagai bagian dari struktur modal. Misalnya, penelitian Corina dkk yang meneliti seluruh sektor yang terdapat di BEI menunjukkan bahwa *aset tangibility* mampu memengaruhi atau menaikkan *leverage* perusahaan (Corina et al., 2018). Selain itu, penelitian Cholis yang menguji pengaruh aset ini terhadap *leverage* perusahaan BUMN di BEI juga menunjukkan bahwa aset berwujud berpengaruh terhadap *leverage* (Cholish, 2019). Berdasarkan paparan ini, maka hipotesis yang ditawarkan adalah berikut ini:

H2: *Asset Tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*

2.3.3 Pengaruh Growth terhadap *Leverage*

Pertumbuhan dihitung sebagai selisih antara total aset perusahaan selama dua tahun berturut-turut dibagi dengan tahun sebelumnya. Kesehatan keuangan perusahaan dikatakan ditunjukkan oleh tingkat pertumbuhannya, yang dapat meningkatkan kebutuhan untuk meningkatkan modal ekuitas dari sumber luar.

Agar strategi investasi modal mereka dapat didukung, bisnis dengan tingkat pertumbuhan volume yang kuat perlu mengumpulkan dana tambahan. Pertumbuhan juga digambarkan sebagai aset tidak berwujud yang agak sulit diagunkan, akibatnya pemantauan utang yang diberikan juga akan sulit bagi kreditor (Qureshi, 2012).

Penelitian yang menunjukkan hubungan pertumbuhan perusahaan dan *leverage*, di antaranya adalah dari Alkhatib yang menunjukkan bahwa dalam penelitian sektor pangan dan minuman di negara Jordania, bahwa pertumbuhan perusahaan mampu menaikkan *leverage* (Alkhatib, 2012). Selain itu, Pagala dkk juga menemukan hal yang sama bahwa pertumbuhan juga berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage* (Pagala et al., 2019). Berdasarkan pemaparan ini, maka, rumusan hipotesis yang ditawarkan adalah:

H3: *Growth* berpengaruh positif terhadap *leverage*

2.3.4 Pengaruh Risiko Bisnis terhadap *Leverage*

Perusahaan dengan arus kas yang tidak stabil akan diharapkan memiliki peningkatan biaya kesulitan keuangan karena kesulitan dalam menghormati pembayaran bunga, dan ada kemungkinan peningkatan bahwa manfaat perisai pajak tidak akan sepenuhnya dimanfaatkan. Oleh karena itu mereka harus menggunakan lebih sedikit utang (Alzomaia, 2014). Peningkatan risiko merugikan pemegang saham oleh karena itu prediksi dengan teori *trade-off* menunjukkan perusahaan yang lebih berisiko harus menggunakan lebih sedikit utang. Hubungan negatif antara risiko dan *leverage* ini didukung oleh Mouton & Smith (2016) dan Alzomaia (2014). Temuan beragam lainnya telah dilaporkan oleh Vatavu (2013) antara industri yang berbeda, dengan beberapa perusahaan mengakses utang jangka pendek ketika ada pengurangan risiko bisnis sementara yang lain mengakses utang ketika peningkatan risiko dicatat.

Prediksi teori *trade-off* dan *pecking order* dalam konteks lain tidak selalu didukung, misalnya Chen & Strange (2005) menemukan bukti yang signifikan secara statistik bahwa risiko bisnis secara positif mempengaruhi nilai pasar *leverage*, menjelaskan bahwa utang bukanlah kendala utama dalam struktur perusahaan misalnya Cina yang tidak sama perekonomiannya dengan negara lain.

Temuan positif juga didukung oleh Gwatidzo, Ntuli, & Mlilo (2016), Supriyono et al. (2020), bahwa besarnya risiko bisnis sebuah perusahaan akan semakin ikut meningkatkan *leverage* perusahaan. Merujuk paparan tersebut, maka dihipotesiskan bahwa:

H4: Risiko Bisnis berpengaruh positif terhadap *leverage*

2.3.5 Pengaruh Likuiditas terhadap *Leverage*

Teori *pecking order* memprediksi bahwa peningkatan tingkat likuiditas menghasilkan penurunan tingkat utang; Oleh karena itu, hubungan tidak langsung diprediksi sebagai aset likuid berfungsi sebagai sumber dana internal dan akan digunakan pada awalnya bukan utang. Mouton & Smith (2016) menemukan likuiditas menjadi variabel yang tidak signifikan bagi *leverage*. Perusahaan yang memiliki likuiditas melimpah cenderung menggunakan lebih sedikit utang. Oleh karena itu, ada temuan hubungan negatif likuiditas dan *leverage*, yang menyarankan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi belum tentu bermanfaat dan dapat menyiratkan bahwa kemampuan perusahaan untuk berkomitmen pada investasi berkurang (Shah & Khan, 2017; Vatavu, 2013).

H5: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *leverage*

2.3.6 Pengaruh Non-Debt Tax Shield (NDTS) terhadap *Leverage*

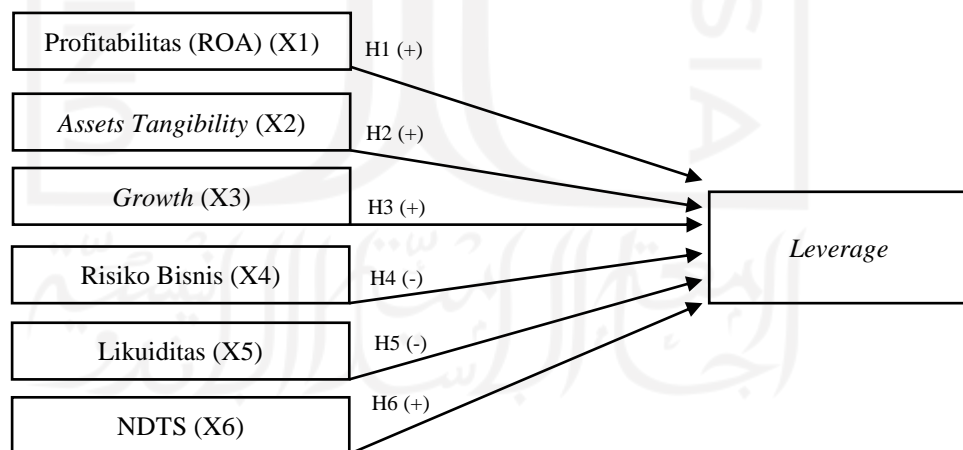
Setiap perusahaan besar menginginkan perisai pajak; sehingga perusahaan cenderung menginvestasikan beberapa modal dalam barang-barang seperti penelitian dan pengembangan. Uang itu tidak diperlakukan sebagai hutang; Sebaliknya, ia menawarkan perisai pajak kepada perusahaan. Barang-barang lain tersebut termasuk rabat pengembangan, depresiasi, pengeluaran awal dan pra operasi, dan kredit pajak. Perusahaan yang menghabiskan beberapa modal dalam barang-barang ini akan menghindari lebih atau kurang utang dalam struktur modal mereka. Itulah sebabnya teori *trade-off* menunjukkan hubungan negatif antara rasio utang dan perisai pajak non-utang (Dakua, 2019; Suherman & Ahmad, 2017).

Perisai pajak non-utang, yang mengecualikan perisai pajak utang dari beban bunga tetapi termasuk, misalnya, tunjangan penyusutan dan ketentuan

untuk utang yang meragukan, umumnya dipandang sebagai pengganti manfaat perisai pajak dari pembiayaan utang. Hal ini menghasilkan pengaruh negatif pada *leverage* karena mereka mengurangi insentif untuk menerbitkan utang luar negeri (Marimuthu, 2020). Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki perisai pajak non-utang yang cukup lebih cenderung mengeluarkan lebih sedikit utang. Dalam kontradiksinya, efeknya tergantung pada ukuran yang digunakan untuk *leverage* dan berdampak negatif terhadap utang jangka pendek dan total utang sementara secara positif mempengaruhi utang jangka panjang (Taddese Lemma & Negash, 2013). Teori *pecking order* memprediksi hubungan positif antara perisai pajak non-utang dan *leverage*, seperti yang didukung oleh (Marimuthu, 2020; Shah & Khan, 2017), yang menemukan pengaruh positif yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan investasi yang lebih tinggi dalam aset berwujud akan memiliki tingkat depresiasi dan kredit pajak yang lebih tinggi.

H3: *Non-Debt Tax Shield* (NDTS) berpengaruh positif terhadap *leverage*

2.4 Kerangka Pemikiran



Gambar 2. 1 Kerangka Pemikiran Penelitian

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah kuantitatif dan menggunakan perangkat lunak statistik E-Views untuk pengolahan data. Informasi dalam laporan tahunan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia diteliti secara eksperimental dalam penelitian ini dengan menelusuri situs idx.co.id.

3.2 Populasi dan Penarikan Sampel

Jumlah BUMN yang IPO di BEI 2015 hingga 2020 sebanyak 20 perusahaan. Ini artinya populasi dalam penelitian ini sebesar 20 perusahaan. Banyaknya sampel pada penelitian ini mengacu pada teknik *purposive sampling*. Kriteria yang dipakai dalam menentukan jumlah sampel dan banyaknya observasi adalah:

- a. BUMN yang terdaftar di BEI
- b. BUMN tidak menyediakan laporan keuangan tahun 2015-2020
- c. Laporan Keuangan tidak tersedia di BEI atau tidak dapat diakses pada website BUMN tertentu
- d. Laporan Keuangan tidak dapat terbaca Sebagian

3.3 Jenis Data dan Prosedur Pengumpulan Data

Data sekunder adalah jenis data yang digunakan dalam penelitian ini. Proses pengumpulan data sekunder yang diperlukan, khususnya laporan keuangan tahunan BUMN yang terdaftar di BEI, dimulai dengan pengamatan secara online terhadap ketersediaannya.

3.4 Variabel dan Operasional Variabel

3.4.1 Variabel Bebas

- a. Profitabilitas

Profitabilitas perusahaan sering digunakan sebagai pengukur keberhasilannya, dengan laba yang tinggi menunjukkan kinerja yang kuat dan laba yang rendah menunjukkan kinerja yang buruk. Karena keuangan internal dianggap tidak cukup untuk menutupi pengeluaran operasional, bisnis memilih untuk menggunakan

pendanaan eksternal untuk memenuhi kebutuhan pendanaan (Insiroh, 2014). Rumus dalam menghitung profitabilitas adalah:

$$Prof = \frac{\text{operating profit}}{\text{nett sales}}$$

b. *Aset tangibility*

Menghitung aset berwujud membutuhkan pembagian aset tetap dengan total aset. Karena rasio *leverage* perusahaan yang rendah dengan aset berwujud yang terbatas, akan sulit untuk menjaminkan aset-aset ini untuk meminjam lebih banyak pembiayaan tanpa menghadapi bahaya kebangkrutan (Ali, 2011; Qureshi, 2012). Variabel ini diukur menggunakan rumus:

$$Tang = \frac{\text{tangible assets}}{\text{total assets}}$$

c. *Growth*

Pertumbuhan dihitung sebagai selisih antara total aset perusahaan selama dua tahun berurutan dibagi dengan tahun sebelumnya. Pertumbuhan juga digambarkan sebagai aset tidak berwujud yang agak sulit diagunkan, akibatnya pemantauan utang yang diberikan juga akan sulit bagi kreditor (Qureshi, 2012). Variabel ini diukur menggunakan rumus:

$$Growth = \frac{\text{Pendapatan } (t) - \text{Pendapatan } (t - 1)}{\text{Pendapatan } (t - 1)}$$

d. *Risiko Bisnis*

Risiko bisnis adalah risiko yang terkait dengan kemampuan perusahaan yang tidak pasti untuk menghasilkan pendapatan di masa depan. Perusahaan dengan laba yang berfluktuasi dapat dikatakan perusahaan menghadapi risiko bisnis (A Kadim & Nardi, 2018). Variabel ini diukur menggunakan formula berikut ini:

$$Risk = \frac{\text{Stdev. op Profit}}{\text{total assets}}$$

e. *Likuiditas*

Likuiditas merupakan penentu yang sangat penting dari struktur modal perusahaan (Mirza, ur Rehman, & Zhang, 2017). Pengukuran rasio ini adalah:

$$Likuiditas = \frac{\text{aset lancar}}{\text{hutang lancar}}$$

f. *Non-debt tax Shield*

Non-Debt Tax Shield adalah alternatif untuk perlindungan pajak atas pembiayaan utang. Ketika pendapatan perusahaan secara konsisten menjadi rendah atau negatif maka perisai pajak non-utang berlaku untuk mereka (Mirza et al., 2017). Ukuran untuk variabel ini adalah:

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

3.4.2 Variabel Terikat

Total liabilitas terhadap ekuitas, sering dikenal sebagai *leverage*, berkaitan dengan sejauh mana bisnis menggunakan pembiayaan utang untuk meningkatkan profitabilitas (Qureshi, 2012). Variabel terikat penelitian ini adalah *leverage* yang diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total ekuitas pemegang saham}}$$

3.5 Model Penelitian

Model penelitian ini ialah model regresi data panel. Model ini menggabungkan data *berjenis* seksi silang dan runtut waktu. Salah satu alasan digunakannya model ini adalah kemampuannya dalam memperbesar derajat kebebasan pada *output* data melalui penggabungan dua jenis data tersebut (Winarno, 2015). Menurut model regresi ini, rumus berikut digunakan untuk menentukan dampak variabel independen terhadap variabel dependen:

$$\text{Lev} = \beta_0 + \beta_1 \text{PROF}_1 + \beta_2 \text{TANG}_2 + \beta_3 \text{GR}_3 + \beta_4 \text{BR}_4 + \beta_5 \text{LIQ}_5 + \beta_6 \text{NDTX}_6 + e$$

Keterangan:

Lev	: <i>Leverage</i>	GR	: Growth
β_0	: Konstanta	BR	: <i>Business Risk</i>
$\beta_1 + \beta_2 + \dots$: Koefisien Variabel	LIQ	: Likuiditas
PROF	: Profitabilitas	NDTX	: <i>Non-debt Tax</i>

Dalam ekonometrika, uji Chow adalah teknik yang banyak digunakan. Awalnya dimaksudkan untuk menilai apakah variabel-variabel identik yang diperoleh dalam dua set data terpisah cukup sebanding untuk dikumpulkan bersama (Lee, 2008). Aturannya menyatakan bahwa H_0 ditolak dan *fixed effect* merupakan model yang valid jika temuan F-statistik lebih tinggi dari F-tabel (Winarno, 2015).

b. Uji Hausman

Pengujian ini bertujuan mengetahui model yang tepat antara *Fixed Effect* dan *Random Effect* (Winarno, 2015). Hipotesis pengujian menyatakan bahwa H_0 ditolak dan *fixed effect* adalah model yang sesuai jika nilai uji Hausman melebihi ambang kritis. Sebaliknya, REM adalah model yang lebih cocok.

3.6.2 Uji Asumsi Klasik

a. Normalitas Data

Untuk mengetahui apakah nilai residual terdistribusi secara teratur atau tidak, gunakan uji normalitas. Nilai residual dari model regresi yang layak harus terdistribusi secara teratur. Oleh karena itu, hanya nilai residual yang digunakan untuk uji normalitas, bukan setiap variabel (Basuki & Prawoto, 2016). Pengujian ini menggunakan prosedur Jarque-Bera.

b. Multikolinieritas

Tujuan dari uji multikolinieritas adalah untuk mengetahui apakah dalam suatu model regresi linear berganda variabel-variabel bebasnya menunjukkan derajat korelasi yang tinggi atau tidak. Hubungan antara faktor independen dan variabel dependen terhambat jika ada korelasi yang signifikan antara variabel independen (Basuki & Prawoto, 2016). Nilai VIF, yang harus kurang dari 0,00, digunakan untuk membuat pilihan untuk pengujian ini.

c. Heteroskedestisitas

Uji ini memeriksa untuk mengetahui apakah varians antara residual satu dengan pengamatan yang lain tidak sama. Bila residual satu pengamatan sebanding dengan residual pengamatan lain yang tetap, maka suatu model regresi dikatakan heteroskedastisitas dan memenuhi syarat (Basuki & Prawoto, 2016).

d. Autokorelasi

Uji autokorelasi menentukan apakah periode t dan periode sebelumnya berkorelasi ($t-1$). Pendekatan ini menekankan perlunya tidak ada hubungan antara observasi dan data yang diamati sebelumnya, sederhananya. Uji Durbin-Watson adalah uji statistik yang digunakan. (Basuki & Prawoto, 2016).

3.6.3 Pengujian Hipotesis

a. Uji F (*model fit*)

Uji ini mencoba mengevaluasi kelayakan model (*fit*), yang digunakan untuk meramalkan bagaimana variabel independen akan mempengaruhi variabel dependen. Nilai signifikan dari pengujian diperiksa saat pengujian. Berikut ini adalah hipotesis yang diberikan:

H_0 = model dinyatakan tidak cocok untuk digunakan jika hasil uji $> \alpha 5\%$

H_1 = model dinyatakan *fit* atau cocok untuk digunakan jika hasil uji $< \alpha 5\%$

b. Koefisien Determinasi

Pengujian ini merujuk pada nilai R-Square yang menunjukkan besaran kelayakan model dalam prediksi pengaruh X terhadap Y . Nilai R^2 ini berada antara 0-1. Dengan ketentuan, model dinyatakan memiliki kekuatan penjelas yang lemah jika nilai pada koefisien determinasi mendekati nol (0) atau bahkan minus (Basuki & Prawoto, 2016).

c. Uji-t

Uji ini bertujuan melihat seperti apa pengaruh yang ditunjukkan oleh masing-masing variabel bebas secara terpisah, merujuk pada nilai signifikansi dan nilai t -hitung (Jankowski, Flannelly, & Flannelly, 2018). Hipotesisnya adalah berikut ini:

H_0 = variabel *independen* tidak memiliki pengaruh terhadap variabel terpengaruh, jika hasil uji $> \alpha 5\%$

H_1 = variabel *independen* berpengaruh terhadap variabel terpengaruh, jika hasil uji $> \alpha 5\%$

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 UJI ANALISIS DESKRIPTIF

Kecenderungan variabel-variabel penelitian dilihat dengan menggunakan statistik deskriptif. Rata-rata, nilai maksimum, nilai terendah, dan standar deviasi adalah instrumen yang digunakan dalam penelitian ini. Sebelum itu, penulis memberikan metode berikut untuk memilih sampel penelitian:

Tabel 4. 1 Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah	Akumulasi
Populasi (jumlah seluruh perusahaan BUMN)	20	20
Kriteria Sampel		
1. Perusahaan tidak menerbitkan laporan keuangan tahunan tahun 2015-2020	(2)	18
2. Perusahaan tidak menggunakan mata uang Rupiah dalam laporan keuangan tahunan	(1)	17
3. Laporan keuangan perusahaan BUMN tidak terbaca dengan jelas	(1)	16
Jumlah Sampel Perusahaan		16
Tahun Penelitian (2015-2020)		6
Jumlah Sampel Perusahaan Total Selama Penelitian (16 *6)		96

**Tabel 4. 2
Hasil Uji Analisis Deskriptif**

Matriks	LEV	ROA	TANG	GROWTH	RISK	LIQ	NDTS
Mean	0,154	0,033	0,136	0,159	0,044	0,088	0,028
Std. Dev	0,088	0,010	0,092	0,104	0,013	0,045	0,015
Min	0,017	0,001	0,003	0,030	0,000	0,011	0,004
Max	0,380	0,056	0,431	0,410	0,118	0,154	0,070
Observations	96	96	96	96	96	96	96

Sumber: data sekunder, diolah (2022)

Berdasarkan Tabel 4.2 dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. *Leverage* (LEV)

Pada tabel 4.2 dapat dilihat bahwa nilai minimum *leverage* 0,017 dan nilai maksimumnya sebesar 0,38. Nilai minimum ini ada pada perusahaan Telkom untuk tahun laporan keuangan 2017. Sedangkan nilai maksimum ada pada perusahaan PT. Adhi karya untuk tahun laporan 2020. Kondisi ini menunjukkan bahwa *leverage* yang muncul pada BUMN bergerak dari 0,017 hingga 0,380. Selanjutnya, dari nilai *mean* yang lebih besar dari nilai simpangan bakunya, menunjukkan jika variabel *leverage* bersifat homogen.

2. *Return on Assets* (ROA)

Nilai minimum ROA sebesar 0,001 dan nilai maksimumnya sebesar 0,056. Kondisi ini menunjukkan bahwa ROA yang muncul pada BUMN bergerak dari 0,001 hingga 0,056. Nilai minimum tersebut ada pada PT. Semen Baturaja untuk tahun 2020; sedangkan nilai maksimum ada pada PT Indofarma tahun 2018. Selanjutnya, dari nilai *mean* yang lebih besar dari nilai simpangan bakunya, menunjukkan jika variabel ROA bersifat homogen.

3. *Aset Tangibility* (TANG)

Nilai minimum TANG 0,003 dan nilai maksimumnya sebesar 0,431. Kondisi ini menunjukkan bahwa TANG yang ada pada BUMN bergerak dari 0,003 hingga 0,431. Nilai minimum ini ada pada Bank Mandiri untuk tahun 2015 dan nilai maksimum ada pada PT. Pembangunan Perumahan tahun 2019. Selanjutnya, dari nilai *mean* variabel TANG yang lebih besar dari nilai simpangan bakunya, menunjukkan bahwa variabel TANG bersifat homogen.

4. Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH)

Nilai minimum GROWTH 0,030 dan nilai maksimumnya sebesar 0,410. Kondisi ini menunjukkan bahwa GROWTH yang muncul pada BUMN bergerak dari 0,030 hingga 0,410. Nilai terendah ini ada pada PT. Aneka Tambang tahun 2019; sedangkan nilai maksimum ada pada

PT. Adhi Karya tahun 2019. Selanjutnya, dari nilai *mean* yang lebih besar dari nilai simpangan bakunya ($0,159 > 0,104$), menunjukkan jika variabel GROWTH bersifat homogen.

5. Risiko Bisnis (RISK)

Nilai minimum RISK 0,013 dan nilai maksimumnya sebesar 0,068. Kondisi ini menunjukkan bahwa RISK yang muncul pada BUMN bergerak dari 0,013 hingga 0,068. Nilai terendah tersebut ada pada Bank mandiri tahun 2020 dan nilai tertinggi ada pada PT. Indofarma 2018. Selanjutnya, dari nilai *mean* yang lebih besar dari nilai simpangan bakunya ($0,044 > 0,013$), menunjukkan jika variabel RISK bersifat homogen.

6. Likuiditas (LIQ)

Nilai minimum LIQ 0,013 dan nilai maksimumnya sebesar 0,215. Kondisi ini menunjukkan bahwa LIQ yang muncul pada BUMN bergerak dari 0,013 hingga 0,215. Nilai minimum ada pada Bank BRI untuk tahun laporan keuangan 2015 dan nilai maksimum ada pada PT. Wijaya Karya untuk tahun 2018. Selanjutnya, dari nilai *mean* yang lebih besar dari nilai simpangan bakunya ($0,088 > 0,045$), menunjukkan jika variabel LIQ bersifat homogen.

7. *Non-debt Tax Shield* (NDTS)

Nilai minimum NDTS 0,004 dan nilai maksimumnya sebesar 0,070. Kondisi ini menunjukkan bahwa NDTS yang muncul pada BUMN bergerak dari 0,004 hingga 0,070. Nilai minimum ini adas pada Bank BRI untuk tahun 2016 dan nilai maksimum ada pada PT. Waskita Karya untuk tahun laporan 2015. Selanjutnya, dari nilai *mean* yang lebih besar dari nilai simpangan bakunya ($0,028 > 0,015$), menunjukkan jika variabel NDTS bersifat homogen.

4.2 UJI ASUMSI KLASIK

1. Uji Normalitas

Hasil pengujian normalitas menggunakan uji *Jarque-Bera*:

Tabel 4.3
Hasil Uji Normalitas

Keterangan	Prob.
Uji <i>Jarque-Bera</i>	0,435

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan Tabel 4.3 nilai *probability Jarque-Bera* sebesar 0,435, nilai ini lebih besar dari α 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data pada penelitian ini terdistribusi normal.

2. Uji Multikolinieritas

Hasil uji multikolinieritas sebagai berikut:

Tabel 4.4
Hasil Uji Multikolinieritas

	ROA	TANG	GROWTH	RISK	LIQ	NDTS
ROA	1	0,324	0,536	-0,251	0,521	0,295
TANG	0,324	1	0,383	-0,293	0,031	0,454
GROWTH	0,536	0,383	1	-0,264	0,650	0,363
RISK	-0,251	-0,293	-0,264	1	-0,132	-0,301
LIQ	0,521	0,031	0,650	-0,132	1	0,182
NDTS	0,295	0,454	0,363	-0,301	0,182	1

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan Tabel 4.4 menunjukkan bahwa nilai korelasi antar variabel independen yaitu ROA, TANG, GROWTH, RISK, LIQ dan NDTS memiliki nilai korelasi kurang dari 80% (Korelasi < 0,80). Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak ada hubungan yang erat antar variabel independen, sehingga tidak terjadi gejala multikolinieritas.

3. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas menggunakan uji Glejser dengan

ketentuan harus lebih besar dari α 5 %. Hasil uji disajikan berikut ini:

Tabel 4. 5
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Uji	Probabilitas
Breusch-Pagan	0.3407

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan Tabel 4.5 dari hasil uji heteroskedastisitas diperoleh hasil bahwa nilai probabilitas sebesar 0,3407. Sehingga dapat disimpulkan data yang digunakan pada penelitian ini bebas dari heteroskedastisitas.

4. Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi autokorelasi disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4. 6
Hasil Uji Autokorelasi

Keterangan	Prob.
Durbin Watson	1,590

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan tabel 4.6 menunjukkan bahwa nilai nilai Durbin Watson sebesar 1,590; sedangkan pada titik distribusi $K=7$ dan $N=96$ nilai dL sebesar 1,537; dU sebesar 1,8023. Maka, dapat disimpulkan bahwa nilai DW berada di antara dL dan $4-dU$, atau $dL < DW < 4-dU$ ($1,537 < 1,590 < 2,197$). Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada data yang digunakan peneliti tidak terjadi autokorelasi.

4.3 ANALISIS REGRESI DATA PANEL

Pengujian metode uji *Chow* dan uji *Hausman* pada penelitian ini menggunakan bantuan aplikasi Eviews 12. Berikut merupakan hasil uji *Chow* dan uji *Hausman*:

1. Uji Chow

Hasil uji chow sebagai berikut:

Tabel 4. 7
Hasil Uji Chow

Keterangan	Test	Prob	Kesimpulan
Uji Chow	Cross-Section Fixed	0,000	<i>Fixed Effect</i>

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan hasil tabel di atas menunjukkan bahwa nilai Prob. sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05. Sehingga dapat ditarik keputusan bahwa model yang dipilih adalah *Fixed Effect*.

2. Uji Hausman

Hasil uji Hausman sebagai berikut:

Tabel 4. 8
Hasil Uji Hausman

Keterangan	Test	Prob	Kesimpulan
Uji Hausman	<i>Cross-Section Random</i>	0,2039	<i>Random Effect</i>

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa model yang dipilih pada pengujian Hausman adalah *Random Effect* karena memiliki nilai Prob. *Cross section random* $0,2039 > 0,05$.

3. Pemilihan Model Akhir

Hasil regresi data panel menggunakan model *Random Effect* sebagai berikut:

Tabel 4. 9
Hasil Uji Regresi Data Panel Metode *Random Effect*

Variabel	Koefisien
C	0,518
ROA	0,850
TANG	0,282
GROWTH	0,287
RISK	-1,174
LIQ	0,218
NDTS	0,831

Sumber: Data Diolah (2022)

Persamaan regresi data panel dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{LEV} = 0.518 + (0,850) \text{ROA} + (0,282) \text{TANG} + (0,287) \text{GROWTH} + (-1,174) \text{RISK} + 0.218 \text{LIQ} + 0.831 \text{NDTS}$$

Dari persamaan regresi data panel di atas dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a. Jika variabel independen (ROA, TANG, GROWTH, RISK, LIQ dan NDTs) bernilai tetap atau 0, maka LEV pada perusahaan BUMN akan bertambah sebesar 0,518.
- b. *Return on Assets* (ROA) bernilai 0,850 dan berlambang positif. Artinya jika ROA meningkat 1%, maka *Leverage* (LEV) akan naik sebesar 0,850.
- c. *Aset Tangibility* (TANG) bernilai 0,281 dan berlambang positif. Artinya jika TANG meningkat 1%, maka *Leverage* (LEV) akan naik sebesar 0,281.
- d. Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH) bernilai 0,287 dan berlambang positif. Artinya jika GROWTH meningkat 1%, maka *Leverage* (LEV) akan naik sebesar 0,287.
- e. Risiko Perusahaan (RISK) bernilai -1,173 dan berlambang negatif. Artinya jika RISK meningkat 1%, maka *Leverage* (LEV) akan menurun sebesar 1,173.
- f. Likuiditas (LIQ) bernilai 0,218 dan berlambang positif. Artinya jika LIQ meningkat 1%, maka *Leverage* (LEV) akan meningkat sebesar 0,218.
- g. *Non-debt Tax Shield* (NDTS) bernilai 0,831 dan berlambang positif. Artinya jika NDTs meningkat 1%, maka *Leverage* (LEV) akan meningkat sebesar 0,831.

4.4 UJI HIPOTESIS

1. Uji Parsial (Uji t)

Hasil pengujian parsial (Uji t) sebagai berikut:

Tabel 4. 10
Hasil Uji Parsial (Uji T)

Variabel	Koefisien	Sig.	Kesimpulan
ROA	0,850	0,160	Berpengaruh positif dan tidak signifikan (H1 ditolak)
TANG	0,282	0,000	Berpengaruh positif dan signifikan (H2 diterima)
GROWTH	0,287	0,000	Berpengaruh positif dan signifikan (H3 diterima)
RISK	-1,174	0,004	Berpengaruh negatif dan signifikan (H4 diterima)
LIQ	0,218	0,147	Berpengaruh positif dan tidak signifikan (H5 ditolak)
NDTS	0,831	0,037	Berpengaruh positif dan signifikan (H6 diterima)

Sumber: Data Diolah (2022)

Penjelasan tabel di atas dapat diuraikan sebagai berikut:

a. *Return on Assets* (ROA)

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,850 dan berlambang positif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,081 > 0,05$, maka tidak signifikan. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa *Return on Assets* (ROA) berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *leverage*. Sehingga hipotesis **ditolak**.

b. *Aset Tangibility* (TANG)

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,281 dan berlambang positif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,000 < 0,05$, maka signifikan. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa *aset tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*. Sehingga hipotesis **diterima**.

c. Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH)

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,287 dan berlambang positif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,000 < 0,05$, maka signifikan. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Sehingga hipotesis **diterima**.

d. Risiko Bisnis (RISK)

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar -1,173 dan berlambang negatif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,042 < 0,05$, maka signifikan. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Sehingga hipotesis **diterima**.

e. Likuiditas (LIQ)

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,218 dan berlambang positif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,147 > 0,05$, maka signifikan. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa likuiditas tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*. Sehingga hipotesis **ditolak**.

f. *Non-debt Tax Shield* (NDTS)

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,831 dan berlambang positif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,037 < 0,05$, maka signifikan. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa *Non-debt Tax Shield* berpengaruh positif namun signifikan terhadap *leverage*. Sehingga hipotesis **diterima**.

2. Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai koefisien determinasi hasil pengujian sebagai berikut.

Tabel 4. 11
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Keterangan	Nilai <i>Adjusted R-Square</i>
Koefisien Determinasi (R^2)	0,640

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan tabel 4.11 dapat dilihat bahwa nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0,640. Artinya bahwa kemampuan variabel bebas dalam penelitian ini mampu menjelaskan variabel LEV cukup baik, karena memiliki nilai yang makin mendekati 1 yakni 0,640 atau 64%. Sedangkan sisanya 34% dijelaskan oleh variabel di luar model.

4.5 PEMBAHASAN

4.5.1 Pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap *Leverage*

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,850 dan berlambang positif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,160 > 0,05$, maka tidak signifikan. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa *Return on Assets* (ROA) berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *leverage*. ROA sebagai metrik keuntungan laba terhadap investasi memberikan gambaran kinerja baik perusahaan atau sebaliknya melalui perbandingan antara laba dan investasi sebagai modal dalam aset. Asumsinya, makin tinggi profit, perusahaan dapat dinyatakan memiliki produktivitas dan efisiensi manajemen yang baik dalam pemanfaatan sumber daya ekonomi.

Hal ini mengindikasikan bahwa BUMN yang lebih *profitable* akan menghasilkan arus kas yang lebih banyak dan biasanya lebih memilih menggunakan dana internal untuk membiayai proyek daripada pembiayaan utang jangka pendek. Karena ada peningkatan laba ditahan saat laba meningkat, kebutuhan pembiayaan utang berkurang seiring dengan peningkatan profitabilitas (Marimuthu, 2021). Hasil ini, sebagaimana teori *trade-off* muncul dari profitabilitas yang mempengaruhi penyimpangan dari target. Selain itu, merujuk pada teori *pecking order*, dapat dipahami bahwa BUMN lebih memilih menggunakan sumber pendanaan internal (laba ditahan) pada saat laba tinggi untuk mendanai investasi daripada sumber pembiayaan eksternal. Hal ini, menurut Nyamita (2014) bisa terjadi karena kurangnya otonomi dalam pengambilan keputusan besar tentang pembiayaan utang, akibat pengaruh politik pemerintah. Hasil penelitian ini didukung oleh

penelitian Susanti (2020) dan Khaddafi (2019) yang menemukan bahwa antara profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

4.5.2 Pengaruh Aset Tangibility terhadap Leverage

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,281 dan berlambang positif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,000 < 0,05$, maka signifikan. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa *aset tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*. Aset berwujud memiliki peran yang signifikan dalam menentukan keuangan perusahaan. Hal ini disebabkan jaminan yang mungkin ditawarkan oleh aset tersebut kepada kreditur. Berbeda dengan bisnis tanpa aset semacam ini, akses ke sumber pendanaan dari pihak luar dimungkinkan dengan jaminan ini. Selain itu, posisi yang sangat tinggi untuk jenis aset ini menunjukkan bahwa korporasi memiliki aset tetap yang cukup besar. Selain itu, hal ini menunjukkan kemampuan bisnis untuk memastikan pembayaran utang jangka panjang. Tangibilitas aset yang tinggi mendorong bisnis untuk dengan mudah memenuhi kebutuhan modal mereka.

Dalam berbagai penelitian, ditemukan bahwa variabel ini dan *leverage* sebagai komponen struktur modal saling berhubungan. Aset berwujud, misalnya, dapat mengubah atau meningkatkan *leverage* perusahaan, menurut studi oleh Corina et al. yang melihat semua sektor di BEI (2018). Selain itu, penelitian Cholis tentang bagaimana aset-aset ini memengaruhi *leverage* perusahaan milik negara di BEI mengungkapkan bahwa *aset tangibility* berdampak pada *leverage* (Cholish, 2019).

4.5.3 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Leverage

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,287 dan berlambang positif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,000 > 0,05$, maka signifikan. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Koefisien positif yang kuat untuk pertumbuhan dengan *leverage* ini mengindikasikan teori *pecking order*, di mana prediksinya adalah bahwa perusahaan dengan

peluang pertumbuhan yang tinggi diperkirakan akan mengakumulasi lebih banyak utang dari waktu ke waktu. Kenaikan tingkat pertumbuhan dianggap sebagai indikasi kekuatan keuangan perusahaan dan dapat menyebabkan permintaan yang lebih tinggi untuk mengumpulkan dana ekuitas dari sumber eksternal. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan volume besar perlu meningkatkan dukungan keuangan tambahan untuk mendukung strategi belanja modal mereka. Pertumbuhan juga digambarkan sebagai aset tidak berwujud yang agak sulit diagunkan, akibatnya pemantauan utang yang diberikan juga akan sulit bagi kreditor (Qureshi, 2012). Akan tetapi, nyatanya menurut Yinusa (2015), ketika perusahaan mengalami pertumbuhan positif, hal ini akan menciptakan ruang bagi perilaku oportunistik manajer yang bisa menjadi mitigasi bagi penggunaan hutang lebih banyak.

Penelitian yang menunjukkan hubungan pertumbuhan perusahaan dan *leverage*, di antaranya adalah dari Alkhatib yang menunjukkan bahwa dalam penelitian sektor pangan dan minuman di negara Jordania, pertumbuhan perusahaan mampu menaikkan *leverage* (Alkhatib, 2012). Selain itu, Pagala dkk juga menemukan hal yang sama bahwa pertumbuhan juga berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage* (Pagala et al., 2019).

4.5.4 Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Leverage

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar -1,173 dan berlambang negatif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,004 > 0,05$, maka signifikan. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Perusahaan dengan arus kas yang tidak menentu akan menghadapi biaya kesulitan keuangan yang lebih tinggi sebagai akibat dari ketidakmampuan untuk membayar bunga tepat waktu, dan ada kemungkinan lebih tinggi bahwa keuntungan pelindung pajak tidak akan sepenuhnya terwujud. Akibatnya, mereka harus mengurangi hutang (Alzomaia, 2014). Teori *trade-off* memprediksi bahwa organisasi yang lebih berisiko harus menggunakan lebih sedikit hutang karena risiko yang lebih tinggi berdampak buruk bagi pemegang saham.

Hubungan negatif antara risiko dan *leverage* ini didukung oleh Mouton & Smith (2016) dan Alzomaia (2014). Temuan beragam lainnya telah dilaporkan oleh Vatavu (2013) antara industri yang berbeda, dengan beberapa perusahaan mengakses utang jangka pendek ketika ada pengurangan risiko bisnis sementara yang lain mengakses utang ketika peningkatan risiko terjadi. Lebih lanjut, kondisi menurunnya kebijakan hutang (*leverage*) ini, menurut Mouton & Smith (2016) secara mendasar didorong oleh volatilitas pendapatan perusahaan yang tinggi. Hasil penelitian ini sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya, yang juga menemukan bahwa risiko bisnis secara negatif berpengaruh terhadap *leverage* (Mouton & Smith, 2016; Murtiningtyas, 2012).

4.5.5 Pengaruh Likuiditas terhadap *Leverage*

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,218 dan berlambang positif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,147 > 0,05$, maka tidak. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa likuiditas tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*. Prediksi teori *pecking order* bahwa peningkatan likuiditas akan menyebabkan penurunan utang. Akibatnya, hubungan tidak langsung diperkirakan karena aset likuid bertindak sebagai sumber dana internal dan akan digunakan lebih awal daripada utang. Namun, merujuk hasil penelitian ini yang menunjukkan peningkatan *leverage*, mengindikasikan tingkat likuiditas yang lebih rendah pada perusahaan BUMN, atau dengan skenario lain, preferensi kebijakan susunan modal lebih diarahkan pada hutang daripada mengandalkan likuiditasnya.

Likuiditas diidentifikasi oleh Mouton & Smith (2016) sebagai faktor yang dapat diabaikan dalam analisis mereka terhadap perusahaan yang terdaftar di bursa saham. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa penurunan likuiditas perusahaan yang sering kali menggunakan lebih banyak hutang dapat menyebabkan peningkatan *leverage*. Akibatnya, hubungan negatif yang signifikan secara statistik antara likuiditas dan *leverage* diproyeksikan, menunjukkan bahwa memiliki banyak likuiditas mungkin

tidak selalu menguntungkan dan malah mempersulit perusahaan untuk berkomitmen pada investasi (Shah & Khan, 2017; Vatavu, 2013).

Selain itu, preferensi dengan teori *pecking-order*, menunjukkan bahwa perusahaan memilih metode pembiayaan menurut hierarki karena seleksi yang merugikan dan menerbitkan utang ketika pendanaan internal tidak memadai (Clayman, Fridson, Troughton, & Scanlan, 2012). Kondisi pemilihan yang merugikan dan mendorong preferensi pembiayaan internal, pembiayaan utang, dan pembiayaan ekuitas dapat tercermin dalam biaya perdagangan sejauh asimetri antara pelaku pasar berkorelasi dengan asimetri antara manajer dan pasar (Lipson & Mortal, 2009). Lebih lanjut, hal ini masih dapat dibaca dari keberadaan tingkat asimetri informasi tertentu, sehingga perusahaan mengeluarkan lebih banyak utang daripada ekuitas ketika ada asimetri informasi yang tinggi (yaitu, likuiditas yang lebih sedikit) (Andres, Cumming, Karabiber, & Schweizer, 2014).

4.5.6 Pengaruh Non-debt Tax Shield (NDTS) terhadap Leverage

Hasil menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,831 dan berlambang positif. Nilai probabilitas uji t sebesar $0,037 < 0,05$, maka signifikan. Dari hasil koefisien dan probabilitas dapat diartikan bahwa *Non-debt Tax Shield* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*. Perisai pajak non-utang (NDTS) berhubungan positif dengan *leverage* bertolak belakang dengan prediksi teori *trade-off*. Temuan ini juga sejalan dengan temuan Marimuthu (2021) bahwa *non-debt tax shield* dapat berfungsi sebagai alternatif dari *debt tax shield*. Setiap perusahaan besar menginginkan perisai pajak; Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan ini lebih memilih untuk menginvestasikan beberapa modal dalam barang-barang seperti penelitian dan pengembangan. Perusahaan yang menghabiskan beberapa modal dalam barang-barang ini akan menghindari utang dalam struktur modal mereka. Selain itu, hubungan positif antara NDTS dan *leverage* sejalan dengan (Ali, 2011). Satu penjelasan yang mungkin untuk temuan ini bahwa aliran pendapatan yang diharapkan dari perusahaan, dapat dikurangkan dari biaya bunga dan NDTS (depresiasi)

yang sangat tinggi dibandingkan dengan total pengurangan pajak utang dan non-utang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian lain yang menunjukkan hasil serupa (Marimuthu, 2020; Shah & Khan, 2017).



BAB V

PENUTUP

5.1 SIMPULAN

Berdasarkan temuan dan analisis data yang telah dilakukan, maka penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Profitabilitas yang diproksi oleh ROA tidak berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan BUMN
2. *Asset tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan BUMN
3. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan BUMN
4. Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan BUMN
5. Likuiditas tidak berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan BUMN, dan
6. *Non-debt Tax Shield* berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan BUMN

5.2 SARAN

Hasil penelitian ini telah menunjukkan kondisi perusahaan BUMN yang bervariasi, termasuk hasilnya terhadap kebijakan hutang (*leverage*). Namun, penulis menyadari ada banyak kekurangan dalam model atau penyusunan penelitian ini. Oleh karena itu, peneliti memberikan rekomendasi kepada pihak-pihak berikut sebagai bentuk perbaikan bagi penelitian ini.

1. Mengingat kondisi keuangan dan permodalan pada banyak perusahaan BUMN yang terkoreksi dan kinerjanya yang buruk, perlu diberikan perhatian serius mengenai kebijakan dan pengelolaan hutang perusahaan
2. Bagi penelitian selanjutnya, direkomendasikan untuk menambah data *cross-sectional* penelitian, mengingat pada data penelitian ini banyak yang

tereliminasi karena *outlier*. Selain itu, koreksi terhadap penambahan atau pengurangan variabel juga direkomendasikan demi pembentukan model yang sejalan dengan teori dan konsep dasar *leverage*.



DAFTAR PUSTAKA

- A Kadim, K., & Nardi, S. (2018). Eviews Analysis: Determinant Of Leverage And Company's Performance. *Global and Stochastic Analysis (GSA)*, 5(7), 249–260.
- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off-theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010). *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1–12. <https://doi.org/10.1080/23322039.2015.1006477>
- Ai, H., Frank, M. Z., & Sanati, A. (2020). The Trade-off Theory of Corporate Capital Structure. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3595492>
- Ali, L. (2011). The Determinants of Leverage of the Listed-Textile Companies in India. *European Journal of Business and Management*, 3(12), 54–59. Retrieved from <https://www.iiste.org/Journals/index.php/EJBM/article/view/722>
- Alkhatib, K. (2012). The Determinants of Leverage of Listed Companies. *International Journal of Business and Social Science*, 3(24), 78–83.
- Alzomaia, T. S. F. (2014). Capital structure determinants of publicly listed companies in Saudi Arabia. *The International Journal of Business and Finance Research*, 8(2), 53–67.
- Andres, C., Cumming, D., Karabiber, T., & Schweizer, D. (2014). Do markets anticipate capital structure decisions? — Feedback effects in equity liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 27, 133–156. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.02.006>
- Arsawan, I. W. E., Koval, V., Rajiani, I., Rustiarini, N. W., Supartha, W. G., & Suryantini, N. P. S. (2022). Leveraging knowledge sharing and innovation culture into SMEs sustainable competitive advantage. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 71(2), 405–428. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-04-2020-0192>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi*

- dan Bisnis (Dilengkapi Aplikasi SPSS dan Eviews)*. Depok: Rajagrafindo Persada.
- Bharath, S. T., Pasquariello, P., & Wu, G. (2009). Does asymmetric information drive capital structure decisions? *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3211–3243.
- Capalbo, F., Frino, A., Mollica, V., & Palumbo, R. (2014). Accrual-based earnings management in state owned companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27(6), 1026–1040. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-06-2014-1744>
- Chen, J., & Strange, R. (2005). The determinants of capital structure: Evidence from Chinese listed companies. *Economic Change and Restructuring*, 38(1), 11–35.
- Cholish, W. E. A. S. (2019). *Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, Growth, Tangibility Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Leverage Pada Perusahaan Bumn Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017*. STIE PERBANAS, Kuningan.
- Clayman, M. R., Fridson, M. S., Troughton, G. H., & Scanlan, M. (2012). *Corporate Finance: A Practical Approach*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Corina, A., Werner, R. M., & Wijaya, L. I. (2018). Pengaruh Profitability, Tangibility, Size, Growth, Dan Liquidity Terhadap Leverage Badan Usaha Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015. *CALYPTRA*, 6(2), 1001–1017.
- Dakua, S. (2019). Effect of determinants on financial leverage in Indian steel industry: A study on capital structure. *International Journal of Finance & Economics*, 24(1), 427–436. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/ijfe.1671>
- Errata. (1992). *The Journal of Finance*, 47(4), 1659. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04678.x>
- Fatmawati, L. (2016). *Pengaruh Tangibility Of Asset Dan Investment Opportunity Set (Ios) Terhadap Leverage Pada Perusahaan LQ - 45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI)*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas.

- Fauziah, I. N., & Sudiyatno, B. (2020). Pengaruh Profitabilitas Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Moderasi (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Periode 2016-2018). *Dinamika Akuntansi Keuangan Dan Perbankan*, 9(2), 107–118.
- Ghosh, S., & Chatterjee, G. (2018). Capital structure, ownership and crisis: how different are banks? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 26(2), 300–330. <https://doi.org/10.1108/JFRC-09-2016-0085>
- Ginting, E., & Naqvi, K. (2020). *Reforms, opportunities, and challenges for state-owned enterprises*. Manila: Asian Development Bank.
- Gwatidzo, T., Ntuli, M., & Mlilo, M. (2016). Capital structure determinants in South Africa: A quantile regression approach. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 9(1), 275–290.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Hovakimian, A., Hovakimian, G., & Tehranian, H. (2004). Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. *Journal of Financial Economics*, 71(3), 517–540. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00181-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00181-8)
- Insiroh, L. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Aset, Dan Struktur Aset Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 2(3), 2222–2252.
- Jankowski, K. R. B., Flannelly, K. J., & Flannelly, L. T. (2018). The t -test: An Influential Inferential Tool in Chaplaincy and Other Healthcare Research. *Journal of Health Care Chaplaincy*, 24(1), 30–39. <https://doi.org/10.1080/08854726.2017.1335050>
- Kadim, A., & Sunardi, N. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Terhadap Leverage Implikasi Terhadap Nilai Perusahaan Cosmetics and Household yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal SEKURITAS (Saham, Ekonomi, Keuangan Dan Investasi)*, 3(1), 22–32.

- Khaddafi, M. (2019). Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Melalui Kebijakan Deviden (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Pada BEI Tahun 2015-2017). *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 7(2), 105–120.
- Kim, C.-J., & Ali, Z. (2017). *Efficient management of State-Owned enterprises: challenges and opportunities*. Asian Development Bank.
- Kusnandar, V. B. (2021a, August 20). Utang Luar Negeri BUMN Catat Rekor Tertinggi pada Juni 2021. Retrieved December 18, 2021, from Databoks website: <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2021/08/20/utang-luar-negeri-bumn-catat-rekor-tertinggi-pada-juni-2021>
- Kusnandar, V. B. (2021b, December 7). Inilah 13 BUMN dengan Modal Negatif pada 2020. Retrieved December 18, 2021, from Databoks website: <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2021/12/07/inilah-13-bumn-dengan-modal-negatif-pada-2020>
- Kusnandar, V. B. (2021c, December 8). 10 BUMN Ini Miliki Saldo Rugi Terbesar pada 2020. Retrieved December 18, 2021, from Databoks website: <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2021/12/08/10-bumn-ini-miliki-saldo-rugi-terbesar-pada-2020>
- Lambey, R. (2021). The Effect Of Profitability, Firm Size, Equity Ownership And Firm Age On Firm Value (Leverage Basis): Evidence from the Indonesian Manufacturer Companies. *Archives of Business Research*, 9(1), 128–139. <https://doi.org/10.14738/abr.91.9649>
- Lee, H. H. (2008). Using the Chow Test to Analyze Regression Discontinuities. *Tutorials in Quantitative Methods for Psychology*, 4(2), 46–50. <https://doi.org/10.20982/tqmp.04.2.p046>
- Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*, 12(4), 611–644. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2009.04.002>
- Marimuthu, F. (2020). Government assistance to state-owned enterprises: a hindrance to financial performance. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(2), 40–50. [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(2\).2020.04](https://doi.org/10.21511/imfi.17(2).2020.04)
- Marimuthu, F. (2021). Determinants of debt financing in South African state-

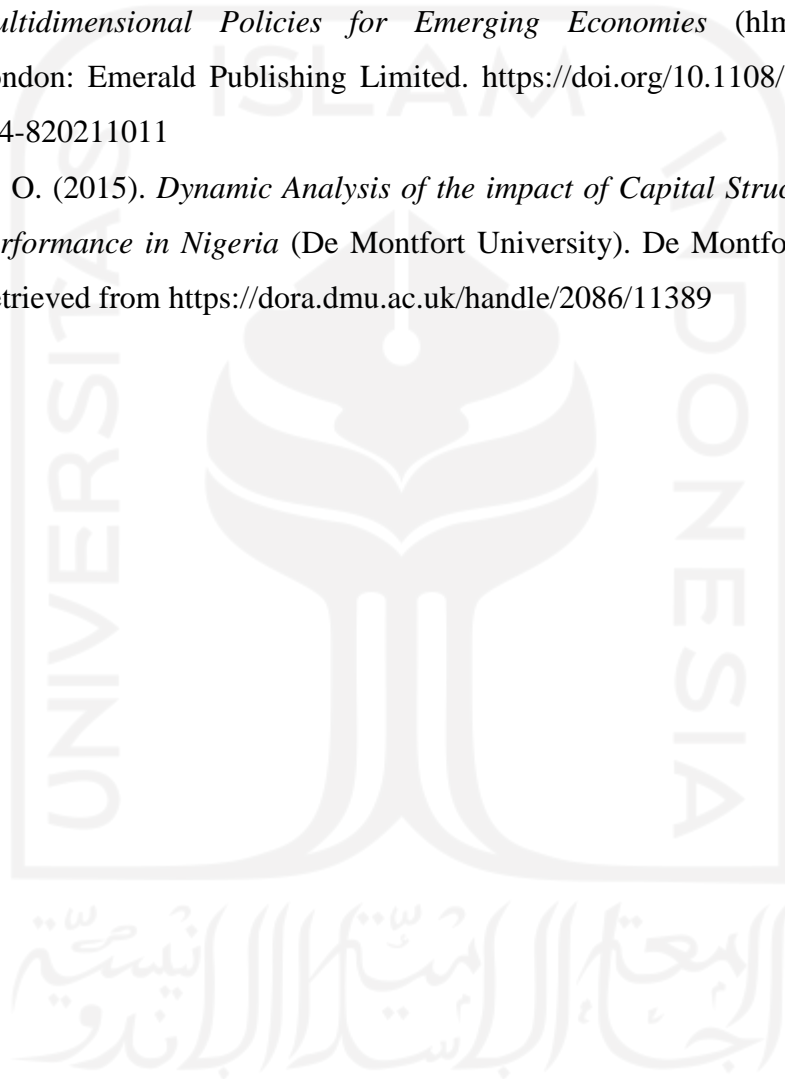
- owned entities. *Accounting and Financial Control*, 3(1), 40–52.
[https://doi.org/10.21511/afc.03\(1\).2020.04](https://doi.org/10.21511/afc.03(1).2020.04)
- Mirza, S. S., ur Rehman, A., & Zhang, X. (2017). Adjustment Behaviour of Leverage in Chinese Firms: An Empirical Analysis of Overall Firms, State-owned and Non State-owned Enterprises. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 12(2), 95–126.
<https://doi.org/10.21315/aamjaf2016.12.2.5>
- Mouton, M., & Smith, N. (2016). Company determinants of capital structure on the JSE Ltd and the influence of the 2008 financial crisis. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 9(3), 789–806.
- Murtiningtyas, A. I. (2012). Kebijakan deviden, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, resiko bisnis terhadap kebijakan hutang. *Accounting Analysis Journal*, 1(2), 1–6.
- Nugroho, B. H., & Harmadi, H. A. (2018). Determinan struktur modal perusahaan di negara-negara Asia Tenggara. *Jurnal Siasat Bisnis*, 22(2), 144–163.
<https://doi.org/10.20885/jsb.vol22.iss2.art3>
- Nyamita, M. O. (2014). *Factors influencing debt financing and its effects on financial performance of state corporations in Kenya* (Durban University of Technology). Durban University of Technology. Retrieved from <https://openscholar.dut.ac.za/handle/10321/1299>
- Onofrei, M., Tudose, M. B., Durdureanu, C., & Anton, S. G. (2015). Determinant Factors of Firm Leverage: An Empirical Analysis at Iasi County Level. *Procedia Economics and Finance*, 20, 460–466.
[https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00097-0](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00097-0)
- Pagala, M. N. Y., Mahsuni, A. W., & Junaidi, J. (2019). Analisis Determinan Leverage Perusahaan: Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Riset Akuntansi*, 8(1), 131–140.
- Qureshi, M. A. (2012). What determines leverage in Pakistan? A panel data analysis. *AFRICAN JOURNAL OF BUSINESS MANAGEMENT*, 6(3), 978–985. <https://doi.org/10.5897/ajbm11.1535>
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital

- structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148–160. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001>
- Shah, M. H., & Khan, A. (2017). Factors determining capital structure of Pakistani non-financial firms. *International Journal of Business Studies Review*, 2(1), 46–59.
- Soekarno, S., Kitri, M. L., & Utomo, S. (2016). Capital structure determinants and the speed of adjustment towards capital structure target: evidence from Indonesian state-owned enterprises. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 9(4), 388–400.
- Suherman, S. K., & Ahmad, G. (2017). Pengaruh Struktur Aktiva, Non Debt Tax Shield, Umur Perusahaan Dan Investasi Terhadap Struktur Modal: Studi Pada Perusahaan Barang Konsumsi. *Jurnal Ekonomi UNJ*, 8(2), 135–145.
- Supriyono, M., Syaputri, M., Yunita, M., Lestari, W., & Ruhayat, E. (2020). Pengaruh Non Debt Tax Shield Dan Resiko Bisnis Terhadap Struktur Modal. *PROCEEDINGS UNIVERSITAS PAMULANG*, 1(1), 42–49.
- Susanti, A. (2020). *Pengaruh Struktur Aset, Solvabilitas Dan Profitabilitas, Terhadap Kebijakan Hutang : Studi Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2015-2019*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia.
- Suweta, N. M. N. P. D., & Dewi, M. R. (2016). Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva, Dan Pertumbuhan Aktiva Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen; Vol 5 No 8 (2016)*. Retrieved from <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/21063>
- Taddese Lemma, T., & Negash, M. (2013). Institutional, macroeconomic and firm-specific determinants of capital structure. *Management Research Review*, 36(11), 1081–1122. <https://doi.org/10.1108/MRR-09-2012-0201>
- Vatavu, S. (2013). Current challenges in capital structure decisions: Evidence from Romanian companies operating in different sectors. *Managerial Challenges of the Contemporary Society. Proceedings*, 5, 181–186.
- Winarno, W. W. (2015). *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews* (3rd

ed.). Yogyakarta: UPP STIM YKPN.

Yakubu, I. N., Kapusuzoglu, A., & Ceylan, N. B. (2021). Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory: The Determinants of Capital Structure Decisions for the Ghanaian Listed Firms. Dalam H. Dinger & S. Yüksel (Eds.), *Strategic Outlook in Business and Finance Innovation: Multidimensional Policies for Emerging Economies* (hlm. 111–122). London: Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/978-1-80043-444-820211011>

Yinusa, O. (2015). *Dynamic Analysis of the impact of Capital Structure on Firm Performance in Nigeria* (De Montfort University). De Montfort University. Retrieved from <https://dora.dmu.ac.uk/handle/2086/11389>



LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Perusahaan Sampel Penelitian

No.	Kode	Nama Perusahaan
1	ADHI	PT ADHI KARYA (Persero) Tbk
2	AGRO	PT Bank Raya Indonesia Tbk
3	ANTM	Aneka Tambang Tbk
4	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
5	BBNI	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
6	BBTN	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk
7	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk
8	INAF	Indofarma Tbk.
9	PTBA	Bukit Asam Tbk.
10	PTPP	PP (Persero) Tbk
11	SMBR	Semen Baturaja (Persero) Tbk.
12	TINS	PT Timah Tbk
13	TLKM	PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk
14	WIKA	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk
15	WSKT	PT Waskita Karya (Persero) Tbk
16	WTON	Wijaya Karya Beton Tbk.

Lampiran 2 Tabulasi Data (dalam Persen)

No.	EMITEN	TAHUN	LEV	ROA	TANG	GROWTH	RISK	LIQ	NDTS
1	ADHI	2015	0,25	0,04	0,19	0,39	0,03	0,22	0,03
2	ADHI	2016	0,26	0,04	0,21	0,38	0,03	0,21	0,02
3	ADHI	2017	0,28	0,05	0,19	0,37	0,05	0,17	0,02
4	ADHI	2018	0,29	0,04	0,19	0,38	0,06	0,17	0,03
5	ADHI	2019	0,34	0,05	0,20	0,41	0,04	0,16	0,04
6	ADHI	2020	0,38	0,04	0,24	0,38	0,03	0,14	0,03
7	AGRO	2015	0,28	0,04	0,21	0,38	0,03	0,15	0,04
8	AGRO	2016	0,28	0,04	0,20	0,39	0,02	0,12	0,04
9	AGRO	2017	0,35	0,04	0,22	0,39	0,03	0,14	0,04

No.	EMITEN	TAHUN	LEV	ROA	TANG	GROWTH	RISK	LIQ	NDTS
10	AGRO	2018	0,27	0,04	0,20	0,18	0,02	0,14	0,03
11	AGRO	2019	0,14	0,02	0,11	0,18	0,02	0,12	0,03
12	AGRO	2020	0,13	0,02	0,11	0,07	0,03	0,08	0,04
13	ANTM	2015	0,06	0,02	0,10	0,07	0,06	0,03	0,02
14	ANTM	2016	0,06	0,02	0,13	0,07	0,05	0,02	0,02
15	ANTM	2017	0,06	0,03	0,17	0,04	0,05	0,05	0,03
16	ANTM	2018	0,07	0,03	0,16	0,10	0,07	0,05	0,03
17	ANTM	2019	0,07	0,02	0,13	0,03	0,06	0,04	0,03
18	ANTM	2020	0,07	0,04	0,18	0,06	0,06	0,04	0,03
19	BBRI	2015	0,08	0,04	0,02	0,05	0,04	0,04	0,01
20	BBRI	2016	0,09	0,03	0,04	0,06	0,05	0,06	0,00
21	BBRI	2017	0,07	0,03	0,05	0,06	0,05	0,06	0,01
22	BBRI	2018	0,06	0,04	0,05	0,06	0,06	0,07	0,01
23	BBRI	2019	0,07	0,03	0,04	0,07	0,05	0,06	0,01
24	BBRI	2020	0,04	0,03	0,04	0,05	0,05	0,06	0,01
25	BBNI	2015	0,26	0,04	0,15	0,12	0,01	0,13	0,03
26	BBNI	2016	0,25	0,04	0,15	0,22	0,01	0,12	0,04
27	BBNI	2017	0,29	0,04	0,14	0,21	0,01	0,12	0,04
28	BBNI	2018	0,28	0,04	0,14	0,21	0,05	0,11	0,04
29	BBNI	2019	0,21	0,05	0,14	0,21	0,04	0,12	0,03
30	BBNI	2020	0,21	0,04	0,14	0,30	0,03	0,12	0,04
31	BBTN	2015	0,12	0,04	0,01	0,12	0,05	0,12	0,01
32	BBTN	2016	0,12	0,04	0,01	0,12	0,05	0,13	0,01
33	BBTN	2017	0,13	0,04	0,01	0,12	0,04	0,13	0,01
34	BBTN	2018	0,10	0,03	0,01	0,11	0,05	0,13	0,01
35	BBTN	2019	0,12	0,03	0,01	0,11	0,06	0,10	0,01
36	BBTN	2020	0,16	0,03	0,01	0,10	0,05	0,12	0,01
37	BMRI	2015	0,16	0,03	0,00	0,12	0,04	0,11	0,01
38	BMRI	2016	0,13	0,03	0,02	0,11	0,05	0,01	0,01
39	BMRI	2017	0,12	0,04	0,02	0,10	0,06	0,11	0,01
40	BMRI	2018	0,09	0,03	0,02	0,11	0,06	0,08	0,01
41	BMRI	2019	0,11	0,02	0,02	0,11	0,06	0,08	0,01
42	BMRI	2020	0,14	0,02	0,01	0,10	0,05	0,05	0,02
43	INAF	2015	0,19	0,04	0,27	0,12	0,03	0,06	0,03
44	INAF	2016	0,14	0,03	0,21	0,10	0,06	0,06	0,01
45	INAF	2017	0,11	0,02	0,22	0,10	0,05	0,05	0,01
46	INAF	2018	0,10	0,03	0,25	0,10	0,05	0,05	0,03
47	INAF	2019	0,17	0,03	0,24	0,09	0,03	0,05	0,02
48	INAF	2020	0,18	0,03	0,27	0,13	0,02	0,04	0,02
49	PTBA	2015	0,08	0,01	0,13	0,11	0,06	0,05	0,02

No.	EMITEN	TAHUN	LEV	ROA	TANG	GROWTH	RISK	LIQ	NDTS
50	PTBA	2016	0,08	0,01	0,12	0,10	0,04	0,06	0,01
51	PTBA	2017	0,06	0,02	0,18	0,14	0,05	0,03	0,02
52	PTBA	2018	0,05	0,01	0,07	0,11	0,05	0,02	0,02
53	PTBA	2019	0,04	0,01	0,08	0,10	0,05	0,02	0,01
54	PTBA	2020	0,04	0,01	0,13	0,08	0,06	0,02	0,01
55	PTPP	2015	0,27	0,03	0,26	0,11	0,04	0,03	0,05
56	PTPP	2016	0,19	0,04	0,23	0,12	0,03	0,04	0,04
57	PTPP	2017	0,19	0,04	0,24	0,13	0,03	0,03	0,05
58	PTPP	2018	0,22	0,05	0,23	0,12	0,03	0,04	0,04
59	PTPP	2019	0,28	0,04	0,43	0,10	0,03	0,04	0,04
60	PTPP	2020	0,28	0,05	0,41	0,06	0,04	0,04	0,06
61	SMBR	2015	0,11	0,04	0,14	0,12	0,03	0,08	0,03
62	SMBR	2016	0,04	0,04	0,19	0,10	0,04	0,03	0,02
63	SMBR	2017	0,05	0,03	0,16	0,10	0,04	0,05	0,02
64	SMBR	2018	0,06	0,03	0,13	0,12	0,05	0,02	0,02
65	SMBR	2019	0,06	0,02	0,15	0,10	0,04	0,02	0,02
66	SMBR	2020	0,07	0,02	0,04	0,09	0,05	0,05	0,02
67	TINS	2015	0,08	0,03	0,04	0,09	0,05	0,06	0,04
68	TINS	2016	0,07	0,03	0,03	0,10	0,06	0,05	0,04
69	TINS	2017	0,10	0,02	0,07	0,13	0,05	0,02	0,04
70	TINS	2018	0,13	0,03	0,04	0,12	0,05	0,06	0,03
71	TINS	2019	0,29	0,03	0,27	0,28	0,06	0,13	0,05
72	TINS	2020	0,19	0,03	0,34	0,27	0,06	0,12	0,04
73	TLKM	2015	0,08	0,03	0,06	0,09	0,05	0,12	0,01
74	TLKM	2016	0,07	0,04	0,04	0,09	0,06	0,11	0,05
75	TLKM	2017	0,02	0,04	0,06	0,09	0,06	0,08	0,03
76	TLKM	2018	0,08	0,02	0,10	0,09	0,05	0,11	0,05
77	TLKM	2019	0,09	0,02	0,07	0,10	0,05	0,09	0,04
78	TLKM	2020	0,10	0,02	0,07	0,10	0,04	0,10	0,05
79	WIKA	2015	0,26	0,03	0,26	0,11	0,04	0,12	0,05
80	WIKA	2016	0,15	0,03	0,11	0,12	0,04	0,13	0,03
81	WIKA	2017	0,21	0,04	0,19	0,37	0,05	0,13	0,04
82	WIKA	2018	0,24	0,05	0,18	0,32	0,04	0,15	0,04
83	WIKA	2019	0,22	0,04	0,18	0,28	0,04	0,14	0,05
84	WIKA	2020	0,31	0,05	0,18	0,26	0,04	0,11	0,04
85	WSKT	2015	0,21	0,04	0,16	0,24	0,03	0,13	0,07
86	WSKT	2016	0,27	0,04	0,15	0,36	0,03	0,12	0,05
87	WSKT	2017	0,10	0,03	0,04	0,09	0,03	0,10	0,01
88	WSKT	2018	0,13	0,03	0,06	0,10	0,03	0,12	0,03
89	WSKT	2019	0,17	0,03	0,17	0,26	0,02	0,11	0,04

No.	EMITEN	TAHUN	LEV	ROA	TANG	GROWTH	RISK	LIQ	NDTS
90	WSKT	2020	0,25	0,03	0,17	0,25	0,03	0,07	0,05
91	WTON	2015	0,10	0,03	0,05	0,08	0,05	0,13	0,05
92	WTON	2016	0,09	0,04	0,08	0,07	0,06	0,13	0,02
93	WTON	2017	0,16	0,04	0,28	0,25	0,06	0,10	0,03
94	WTON	2018	0,18	0,05	0,13	0,29	0,06	0,11	0,03
95	WTON	2019	0,20	0,04	0,19	0,22	0,06	0,12	0,02
96	WTON	2020	0,15	0,03	0,15	0,28	0,05	0,11	0,02



Lampiran 3 Estimasi Model

Common Effect Model

Dependent Variable: LEV
 Method: Panel Least Squares
 Date: 01/01/23 Time: 11:14
 Sample: 2015 2020
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 16
 Total panel (balanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	1.687980	0.564519	2.990123	0.0036
TANG	0.266683	0.060519	4.406611	0.0000
GROWTH	0.296032	0.065526	4.517741	0.0000
RISK	-1.454106	0.361393	-4.023618	0.0001
LIQ	0.322441	0.147772	2.182013	0.0317
NDTS	0.518932	0.346117	1.499296	0.1373
C	0.370167	0.273505	1.353423	0.1793
Root MSE	0.397353	R-squared		0.793729
Mean dependent var	1.539688	Adjusted R-squared		0.779823
S.D. dependent var	0.879490	S.E. of regression		0.412683
Akaike info criterion	1.137849	Sum squared resid		15.15737
Schwarz criterion	1.324833	Log likelihood		-47.61675
Hannan-Quinn criter.	1.213431	F-statistic		57.07844
Durbin-Watson stat	1.004936	Prob(F-statistic)		0.000000

Fixed Effect Model

Dependent Variable: LEV
 Method: Panel Least Squares
 Date: 01/01/23 Time: 11:13
 Sample: 2015 2020
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 16
 Total panel (balanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	0.464238	0.671808	0.691027	0.4917
TANG	0.330186	0.076475	4.317551	0.0000
GROWTH	0.251024	0.071298	3.520775	0.0007
RISK	-0.877235	0.463657	-1.891994	0.0624
LIQ	0.002303	0.184754	0.012468	0.9901
NDTS	0.921126	0.458215	2.010249	0.0480
C	0.670313	0.317439	2.111629	0.0381

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.283447	R-squared	0.895039
Mean dependent var	1.539688	Adjusted R-squared	0.865252
S.D. dependent var	0.879490	S.E. of regression	0.322843
Akaike info criterion	0.774749	Sum squared resid	7.712842
Schwarz criterion	1.362412	Log likelihood	-15.18795
Hannan-Quinn criter.	1.012292	F-statistic	30.04864
Durbin-Watson stat	1.831730	Prob(F-statistic)	0.000000

Random Effect Model

Dependent Variable: LEV
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 01/01/23 Time: 11:14
 Sample: 2015 2020
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 16
 Total panel (balanced) observations: 96
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	0.850394	0.600606	1.415892	0.1603
TANG	0.281560	0.064424	4.370433	0.0000
GROWTH	0.287044	0.063238	4.539135	0.0000
RISK	-1.173519	0.399041	-2.940847	0.0042
LIQ	0.218225	0.149153	1.463092	0.1470
NDTS	0.831358	0.392965	2.115601	0.0372
C	0.518957	0.294638	1.761336	0.0816

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.289467	0.4457
Idiosyncratic random		0.322843	0.5543

Weighted Statistics			
Root MSE	0.315180	R-squared	0.640664
Mean dependent var	0.638026	Adjusted R-squared	0.616439
S.D. dependent var	0.528545	S.E. of regression	0.327340
Sum squared resid	9.536475	F-statistic	26.44654
Durbin-Watson stat	1.481752	Prob(F-statistic)	0.000000

Unweighted Statistics			
R-squared	0.773479	Mean dependent var	1.539688
Sum squared resid	16.64538	Durbin-Watson stat	0.848926

Lampiran 4 Pemilihan Model

Chow

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.761712	(15,74)	0.0000
Cross-section Chi-square	64.857606	15	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: LEV

Method: Panel Least Squares

Date: 01/01/23 Time: 11:14

Sample: 2015 2020

Periods included: 6

Cross-sections included: 16

Total panel (balanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	1.687980	0.564519	2.990123	0.0036
TANG	0.266683	0.060519	4.406611	0.0000
GROWTH	0.296032	0.065526	4.517741	0.0000
RISK	-1.454106	0.361393	-4.023618	0.0001
LIQ	0.322441	0.147772	2.182013	0.0317
NDTS	0.518932	0.346117	1.499296	0.1373
C	0.370167	0.273505	1.353423	0.1793

Root MSE	0.397353	R-squared	0.793729
Mean dependent var	1.539688	Adjusted R-squared	0.779823
S.D. dependent var	0.879490	S.E. of regression	0.412683
Akaike info criterion	1.137849	Sum squared resid	15.15737
Schwarz criterion	1.324833	Log likelihood	-47.61675
Hannan-Quinn criter.	1.213431	F-statistic	57.07844
Durbin-Watson stat	1.004936	Prob(F-statistic)	0.000000

Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	8.496641	6	0.2039

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
ROA	0.464238	0.850394	0.090598	0.1995
TANG	0.330186	0.281560	0.001698	0.2380
GROWTH	0.251024	0.287044	0.001084	0.2740
RISK	-0.877235	-1.173519	0.055743	0.2095
LIQ	0.002303	0.218225	0.011887	0.0477
NDTS	0.921126	0.831358	0.055539	0.7033

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: LEV

Method: Panel Least Squares

Date: 01/01/23 Time: 11:15

Sample: 2015 2020

Periods included: 6

Cross-sections included: 16

Total panel (balanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.670313	0.317439	2.111629	0.0381
ROA	0.464238	0.671808	0.691027	0.4917
TANG	0.330186	0.076475	4.317551	0.0000
GROWTH	0.251024	0.071298	3.520775	0.0007
RISK	-0.877235	0.463657	-1.891994	0.0624
LIQ	0.002303	0.184754	0.012468	0.9901
NDTS	0.921126	0.458215	2.010249	0.0480

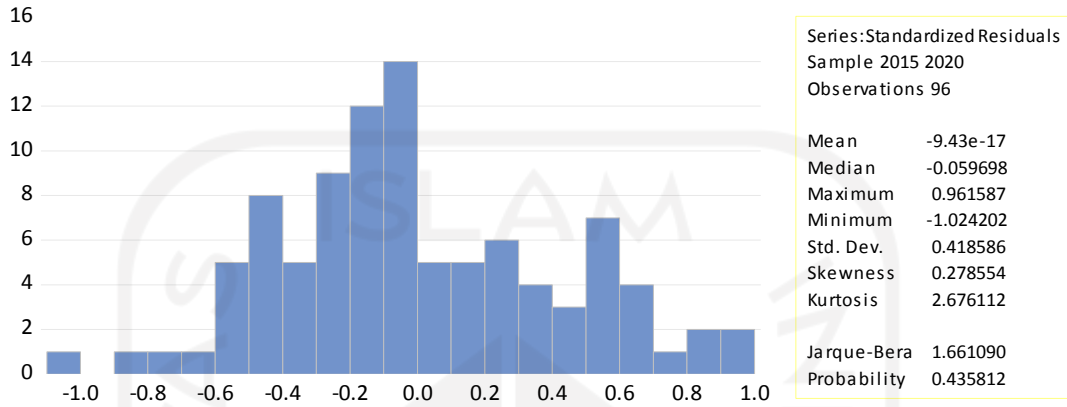
Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.283447	R-squared	0.895039
Mean dependent var	1.539688	Adjusted R-squared	0.865252
S.D. dependent var	0.879490	S.E. of regression	0.322843
Akaike info criterion	0.774749	Sum squared resid	7.712842
Schwarz criterion	1.362412	Log likelihood	-15.18795
Hannan-Quinn criter.	1.012292	F-statistic	30.04864
Durbin-Watson stat	1.831730	Prob(F-statistic)	0.000000

Lampiran 4 Asumsi Klasik

Normalitas



Multikolinieritas

	ROA	TANG	GROWTH	RISK	LIQ	NDTS
ROA	1,000	0,324	0,536	-0,251	0,521	0,295
TANG	0,324	1,000	0,383	-0,293	0,031	0,454
GROWTH	0,536	0,383	1,000	-0,264	0,650	0,363
RISK	-0,251	-0,293	-0,264	1,000	-0,132	-0,301
LIQ	0,521	0,031	0,650	-0,132	1,000	0,182
NDTS	0,295	0,454	0,363	-0,301	0,182	1,000

Heteroskedastisitas

Lagrange multiplier (LM) test for panel data

Date: 01/01/23 Time: 13:01

Sample: 2015 2020

Total panel observations: 80

Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	0.904265 (0.3416)	0.003605 (0.9521)	0.907871 (0.3407)
Honda	0.950929 (0.1708)	-0.060046 (0.5239)	0.629949 (0.2644)
King-Wu	0.950929 (0.1708)	-0.060046 (0.5239)	0.382964 (0.3509)
GHM	-- --	-- --	0.904265 (0.3299)

Autokorelasi

Dependent Variable: NLEV
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 01/01/23 Time: 13:07
 Sample (adjusted): 2016 2020
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 16
 Total panel (balanced) observations: 80
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NROA	1.485823	0.677742	2.192314	0.0315
NTANG	0.218908	0.069503	3.149604	0.0024
NGROWTH	0.287527	0.072985	3.939512	0.0002
NRISK	-1.106800	0.418949	-2.641852	0.0101
NLIQ	0.361188	0.165483	2.182630	0.0323
NNDTS	0.935124	0.468748	1.994939	0.0498
C	0.158559	0.229191	0.691820	0.4912

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.156687	0.1819
Idiosyncratic random		0.332328	0.8181

Weighted Statistics			
Root MSE	0.323077	R-squared	0.677734
Mean dependent var	0.779506	Adjusted R-squared	0.651247
S.D. dependent var	0.572704	S.E. of regression	0.338212
Sum squared resid	8.350280	F-statistic	25.58687
Durbin-Watson stat	1.590011	Prob(F-statistic)	0.000000

Unweighted Statistics			
R-squared	0.752411	Mean dependent var	1.132695
Sum squared resid	9.979610	Durbin-Watson stat	1.330416

Lampiran 5 Pengujian Hipotesis

Dependent Variable: LEV
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 01/01/23 Time: 12:11
 Sample: 2015 2020
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 16
 Total panel (balanced) observations: 96
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	0.850394	0.600606	1.415892	0.1603
TANG	0.281560	0.064424	4.370433	0.0000
GROWTH	0.287044	0.063238	4.539135	0.0000
RISK	-1.173519	0.399041	-2.940847	0.0042
LIQ	0.218225	0.149153	1.463092	0.1470
NDTS	0.831358	0.392965	2.115601	0.0372
C	0.518957	0.294638	1.761336	0.0816

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.289467	0.4457
Idiosyncratic random		0.322843	0.5543

Weighted Statistics			
Root MSE	0.315180	R-squared	0.640664
Mean dependent var	0.638026	Adjusted R-squared	0.616439
S.D. dependent var	0.528545	S.E. of regression	0.327340
Sum squared resid	9.536475	F-statistic	26.44654
Durbin-Watson stat	1.481752	Prob(F-statistic)	0.000000

Unweighted Statistics			
R-squared	0.773479	Mean dependent var	1.539688
Sum squared resid	16.64538	Durbin-Watson stat	0.848926