

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Penelitian

4.1.1 Data dan Gambaran Umum Perusahaan Manufaktur

Karakteristik utama kegiatan industri manufaktur adalah mengolah sumberdaya menjadi barang jadi melalui suatu proses pabrikasi. Oleh karena itu, aktivitas perusahaan yang tergolong dalam kelompok industri manufaktur sekurang-kurangnya mempunyai tiga kegiatan utama yaitu :

1. Kegiatan untuk memperoleh atau menyimpan input atau bahan baku.
2. Kegiatan pengolahan/ pabrikasi/ perakitan atas bahan baku menjadi barang jadi.
3. Kegiatan menyimpan atau memasarkan barang jadi.

Ketiga kegiatan utama tersebut harus tercermin dalam laporan keuangan perusahaan pada industri manufaktur (Badan Pengawas Pasar Modal, 2002).

Berkembang atau tidaknya industri manufaktur suatu negara dapat dijadikan suatu ukuran bagi perkembangan ekonomi negara yang bersangkutan. Hal ini disebabkan karena industri manufaktur dianggap sebagai salah satu industri yang dapat menyumbang Produk Domestik Bruto (PDB) terbesar. Pertumbuhan ekonomi suatu negara dapat dilihat dari PDB-nya, salah satu indikator besar kecilnya PDB dapat dilihat dari pertumbuhan industri manufakturnya. Selain itu, industri manufaktur turut menyumbang pendapatan nasional perkembangan industri manufaktur juga dapat mengurangi pengangguran dengan adanya penyerapan tenaga kerja baik di tingkat nasional maupun daerah.

Kebijakan otonomi daerah yang sudah dikembangkan di Indonesia menganjurkan kepada masing-masing daerah agar semakin meningkatkan hasil industri, khususnya industri manufaktur, yang tentu saja disesuaikan dengan potensi daerah masing-masing (Yustiana, 2010).

Industri manufaktur dalam menjalankan kegiatan usahanya juga memerlukan pendanaan. Industri manufaktur merupakan salah satu jenis perusahaan non keuangan yang memiliki struktur pendanaan berbeda dengan perusahaan keuangan (perbankan). Struktur pendanaan perusahaan dapat berasal dari dana eksternal (hutang bank, penerbitan obligasi dan penerbitan saham) dan dana internal (modal sendiri dan laba ditahan) (Brigham dan Houston, 2006).

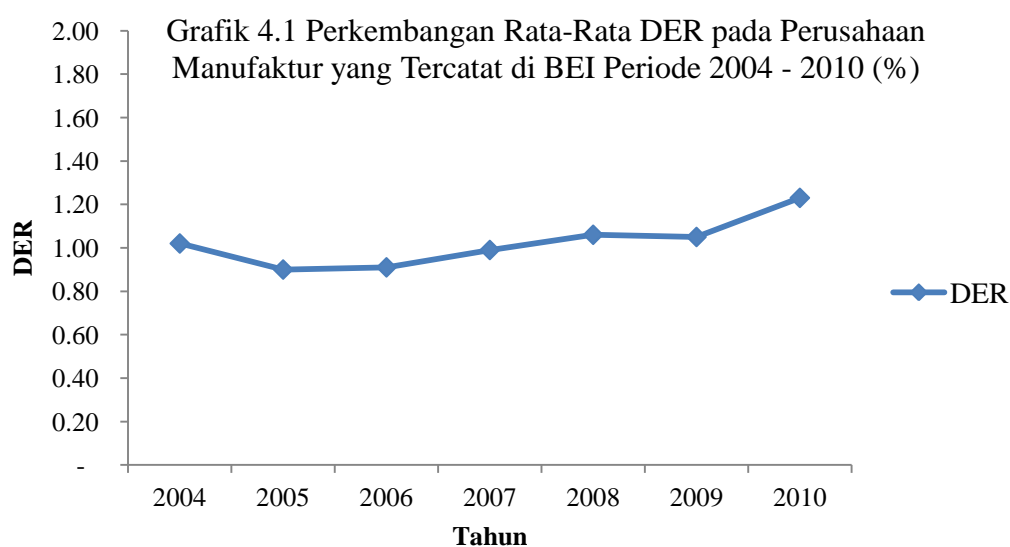
Pada Bursa Efek Indonesia (BEI), industri manufaktur merupakan salah satu sektor industri yang mendominasi dan terdapat sekitar 151 perusahaan. Berdasarkan laporan Badan Pengawas Pasar Modal (2002), dari segi produk yang dihasilkan, aktivitas industri manufaktur dewasa ini mencakup berbagai jenis usaha, antara lain yaitu:

1. Industri dasar dan kimia yang meliputi : industri semen, industri keramik, industri porselen, industri kaca, industri logambaja, industri kimia, industri plastik dan kemasan, industri pakan ternak, industri pulp dan kertas.
2. Aneka industri yang terdiri atas : industri mesin dan alat berat, industri otomotif dan komponennya, industri perakitan (*assembling*), industri tekstil dan garmen, industri sepatu dan alas kaki lain, industri kabel, industri barang elektronika.

3. Industri makanan dan minuman yang terdiri atas : industri rokok, industri farmasi, industri kosmetika.

4.1.2 Perkembangan Rata-rata DER Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI pada Periode 2004-2010

Debt Equity Ratio (DER) pada perusahaan manufaktur memiliki rata-rata yang berfluktuatif selama periode penelitian. Berikut adalah grafik perkembangan rata-rata DER Perusahaan Manufaktur Periode 2004 - 2010 :



Sumber : Indonesian *Capital Market Directory* 2004 s.d. 2010, diolah untuk penelitian ini

Pada Grafik 4.1 diatas dapat dilihat bahwa pada tahun 2005-2010 rata-rata DER perusahaan manufaktur mengalami peningkatan dan hanya mengalami penurunan pada tahun 2009. Pada tahun 2005-2007 nilai DER kurang dari satu. Hal ini menunjukkan bahwa perekonomian bahwa kondisi perusahaan manufaktur di Indonesia mengalami pertumbuhan yang baik. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Brigham dan Houston (2006) bahwa perusahaan selalu

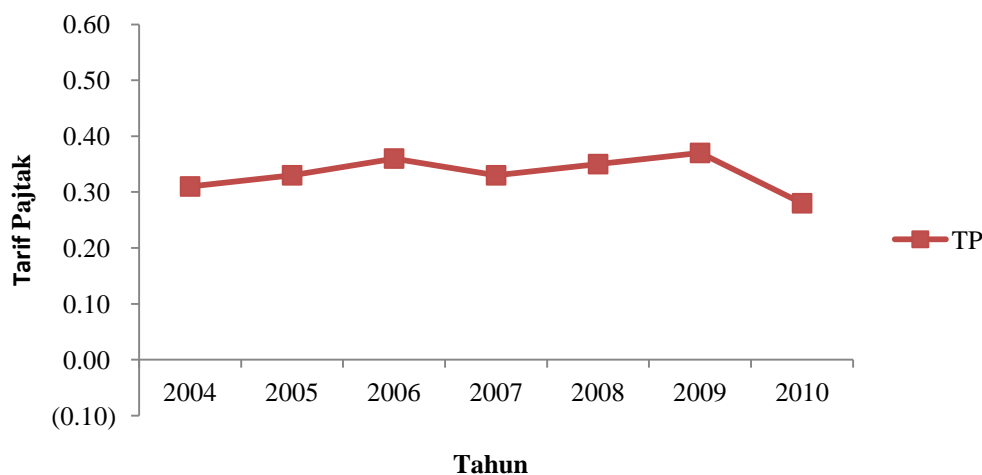
berusaha untuk mempertahankan nilai DER yang kurang dari 1. Hal ini dikarenakan semakin rendah DER maka semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya.

Pada tahun 2008-2010 nilai DER menunjukkan nilai lebih dari satu. Hal menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya rendah ini disebabkan karena dalam perekonomian internasional terjadi krisis ekonomi global yang diakibatkan oleh kebangkrutan Lehman *Brothers* yang merupakan salah satu perusahaan investasi atau bank keuangan senior dan terbesar ke empat di Amerika Serikat secara langsung berpengaruh terhadap Bursa Saham Indonesia (BEI). Selain itu, di dalam negeri sendiri juga sedang terjadi pemilihan presiden dan wakil presiden pada tahun 2008. Keadaan politik tersebut juga berpengaruh terhadap kepercayaan investor yang akan menginvestasikan modalnya di Indonesia karena dapat mempengaruhi kegiatan perekonomian yang ada.

4.1.3 Perkembangan Rata-rata Pajak Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI pada Periode 2004-2010

Pajak merupakan perbandingan antara PPh Badan dengan *Earning Before Tax* pada perusahaan manufaktur memiliki nilai rata-rata yang berfluktuatif selama periode penelitian. Berikut adalah grafik perkembangan rata-rata Pajak Perusahaan Manufaktur periode 2004-2010 :

Grafik 4.2 Perkembangan Rata-rata Pajak Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI pada Periode 2004-2010 (%)



Sumber : Indonesian *Capital Market Directory* 2004 s.d. 2010, diolah untuk penelitian ini

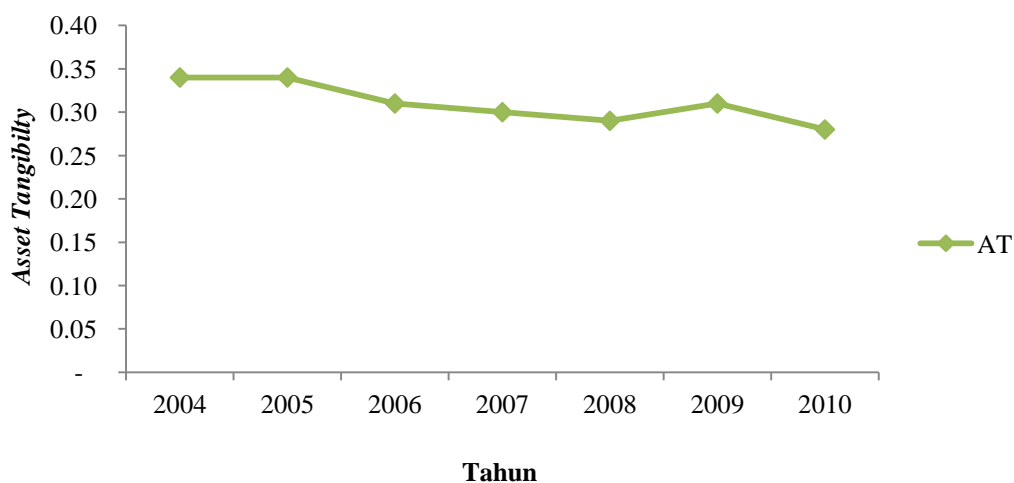
Pada tahun 2004-2006, 2007-2009 tarif pajak yang dibayar perusahaan mengalami kenaikan. Kenaikan ini menunjukkan bahwa lebih banyak perusahaan yang tidak melakukan restitusi pajak. Untuk periode 2006- 2007, 2009-2010 tarif pajak mengalami penurunan. Hal ini dikarenakan perekonomian internasional terjadi krisis ekonomi global yang diakibatkan oleh kebangkrutan Lehman *Brothers*. Selain itu, adanya fenomena politik yang terjadi di Indonesia yaitu terungkapnya kasus penyelewengan pajak yang mengakibatkan penurunan rata-rata nilai pajak yang dihasilkan oleh industri manufaktur yang ada di Indonesia.

4.1.4 Perkembangan Rata-rata *Asset Tangibility* Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI pada Periode 2004-2010

Asset tangibility merupakan perbandingan antara asset tetap (*fixed asset*) yang dimiliki oleh perusahaan terhadap total *asset*-nya. Berikut adalah grafik rata-

rata *asset tangibility* perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI pada periode 2004-2010 :

Grafik 4.3 Perkembangan Rata-Rata *Asset Tangibility* pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2004 - 2010 (%)



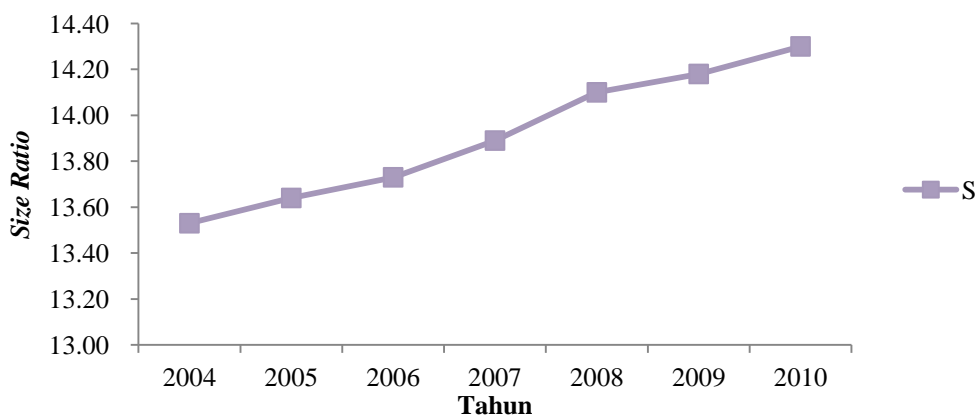
Sumber : Indonesian *Capital Market Directory* 2004 s.d. 2010, diolah untuk penelitian ini

Pada Grafik 4.3 diatas memperlihatkan nilai rata-rata *asset tangibility* yang cenderung mengalami penurunan dari tahun 2005-2008. *Asset ratio* hanya dua kali mengalami peningkatan yaitu pada tahun 2004-2005 dan 2008-2009. Hal ini dapat diindikasikan bahwa pada tahun tersebut kemampuan perusahaan untuk mengambil kebijakan hutang akan semakin besar. *Asset tangibility* berhubungan dengan struktur aktiva perusahaan, dimana struktur aktiva akan mempengaruhi sumber pembelanjaan perusahaan dalam beberapa cara. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap yang berumur panjang dalam jumlah besar dapat memperoleh hutang jangka panjang yang lebih besar dengan aktiva yang dimiliki perusahaan sebagai penjaminnya (Brigham dan Weston, 2001).

4.1.5 Perkembangan Rata-rata *Size* Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI pada Periode 2004-2010

Pada jangka panjang *total asset* dianggap lebih mempresentasikan ukuran perusahaan dibandingkan penjualannya (Tittman dan Wessels, 1988). Pada penelitian ini pengukuran dilakukan dengan memproksi *Firm Size* menggunakan *logaritma natural total asset*. Berikut adalah grafik perkembangan nilai rata-rata *firm size* perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI periode 2004-2010 :

Grafik 4.4 Perkembangan Rata-Rata *Size* pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2004 - 2010 (%)



Sumber : Indonesian *Capital Market Directory* 2004 s.d. 2010, diolah untuk penelitian ini

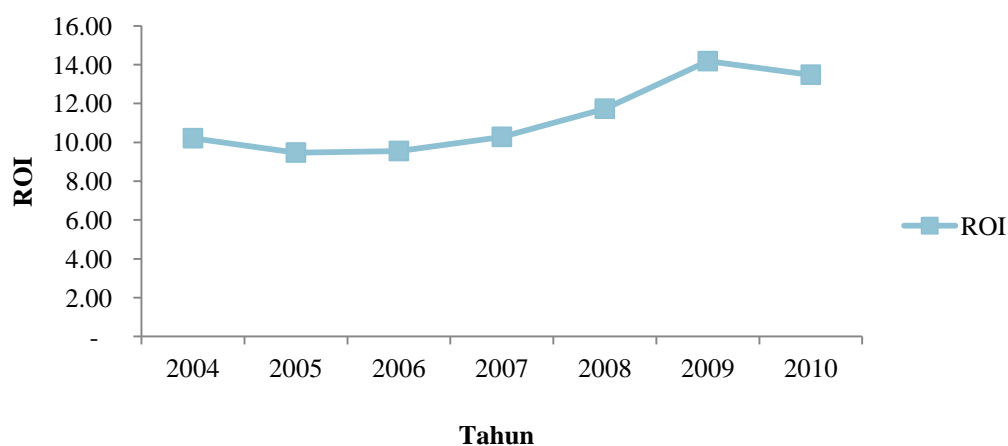
Grafik 4.4 menunjukkan nilai rata-rata *firm size* perusahaan manufaktur yang selalu meningkat dari tahun 2004 sampai 2010. Hal ini dikarenakan Indonesia merupakan salah satu negara berkembang yang sedang melakukan pemulihan ekonomi dengan cara meningkatkan daya beli masyarakat terhadap barang-barang produksi dalam negeri yang kemudian akan meningkatkan *asset* lancar perusahaan (dari piutang usaha dan kas) sehingga akan meningkatkan *asset* total yang merupakan proksi dari *firm size*. Kenaikan nilai *asset* lancar perusahaan

akan mempengaruhi besar kecilnya nilai *asset* total, karena *asset* total suatu perusahaan ditentukan oleh jumlah *asset* tetap dan *asset* lancar (kas dan piutang usaha). Semakin besar nilai *size* perusahaan, maka semakin besar hutang yang dapat diambil oleh perusahaan, karena perusahaan yang semakin besar umumnya lebih ekspansif dibandingkan perusahaan kecil (Brigham dan Houston, 2006).

4.1.6 Perkembangan Nilai Rata-rata ROI Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2004-2010

ROI (*Return on Investment*) merupakan salah satu indikator dari tingkat profitabilitas perusahaan. ROI merupakan perbandingan dari *Earning After Tax* terhadap total *asset* perusahaan. Berikut adalah grafik perkembangan nilai ROI perusahaan manufaktur periode 2004 - 2010 :

Grafik 4.5 Perkembangan Rata-Rata ROI pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2004 - 2010 (%)



Sumber : Indonesian *Capital Market Directory* 2004 s.d. 2010, diolah untuk penelitian ini

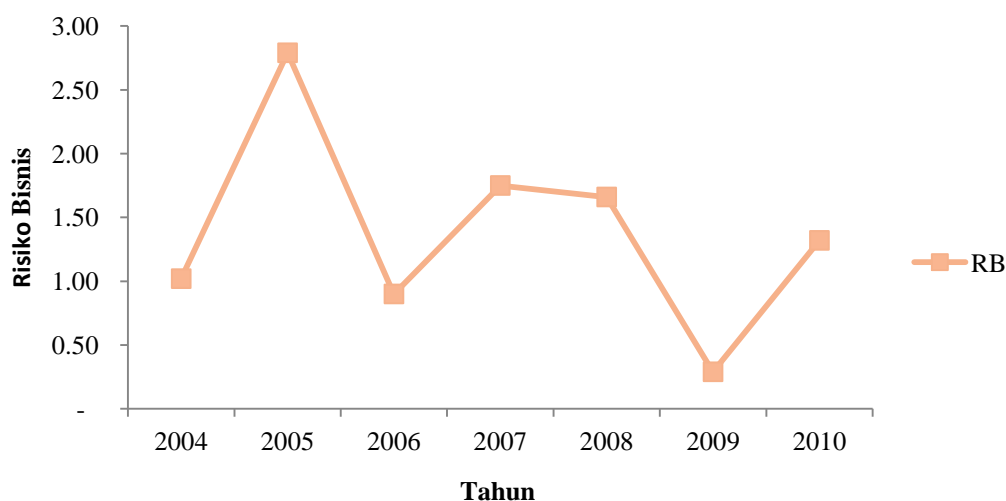
Pada Grafik 4.5 diatas memperlihatkan bahwa nilai rata-rata ROI pada periode tahun 2004-2009 mengalami peningkatan, hanya pada tahun 2010 ROI

mengalami penurunan. Hal ini dikarenakan pereconomian pada tahun 2004-2009 profitabilitas perusahaan manufaktur yang ada di Indonesia mengalami kenaikan yang tinggi karena semakin profitabel suatu perusahaan, biasanya perusahaan cenderung untuk melakukan pendanaan yang bersumber dari laba ditahan dan modal sendiri (Brigham dan Houston, 2006).

4.1.7 Perkembangan Rata-rata Risiko Bisnis Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI pada Periode 2004 – 2010

Risiko Bisnis merupakan perbandingan antara persentase perubahan EBIT dan persentase perubahan penjualan. Berikut adalah grafik perkembangan nilai risiko bisnis perusahaan manufaktur periode 2004-2010 :

Grafik 4.6 Perkembangan Rata-Rata Risiko Bisnis pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2004 - 2010 (%)



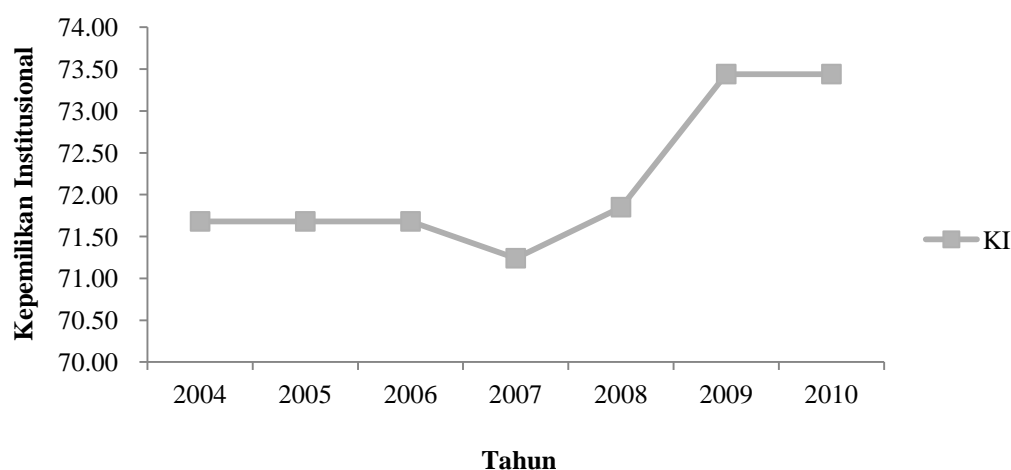
Sumber : Indonesian *Capital Market Directory* 2004 s.d. 2010, diolah untuk penelitian ini

Pada tahun 2004-2005, 2006-2007, 2009-2010 risiko bisnis mengalami kenaikan secara terus menerus. Hal ini dikarenakan tingginya jumlah perusahaan yang menggunakan hutang sebagai modal untuk alternatif pendanaan sehingga mempengaruhi persentase perubahan EBIT dan persentase perubahan penjualan. Sedangkan pada tahun 2005-2006, 2008-2009 terjadi penurunan risiko bisnis hal ini dikarenakan perusahaan manufaktur lebih menggunakan laba ditahan sebagai alternatif pendanaan.

4.1.8 Perkembangan Rata-rata Kepemilikan Institusional Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI pada Periode 2004 - 2010

Kepemilikan Institusional merupakan perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dan total saham yang beredar. Berikut adalah grafik perkembangan nilai risiko bisnis perusahaan manufaktur periode 2004-2010 :

Grafik 4.7 Perkembangan Kepemilikan Institusional pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2004- 2010 (%)



Sumber : Indonesian *Capital Market Directory* 2004 s.d. 2010, diolah untuk penelitian ini

Pada tahun 2004-2006, 2007-2009 kepemilikan institusional mengalami kenaikan secara terus-menerus. Penurunan kepemilikan institusional pada tahun 2006-2007 dikarenakan pada tahun tersebut kepemilikan saham pada perusahaan manufaktur di Indonesia yang terkonsentrasi oleh institusional investor akan lebih mengoptimalkan efektivitas pengawasan aktivitas manajemen karena besarnya dana yang ditanamkan (Bathala, et. al., 1994).

4.1.9 Perkembangan Rata-rata *Growth of Sales* Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI pada Periode 2004 - 2010

Growth of Sales (tingkat pertumbuhan penjualan) suatu perusahaan menunjukkan seberapa besar tingkat pertumbuhan suatu perusahaan. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar dana eksternal (hutang) yang dapat diambil. Berikut adalah nilai rata-rata *growth of sales* perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI periode 2004 - 2010 :

Grafik 4.8 Perkembangan Rata-Rata *Growth of Sales* pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2004 - 2010 (%)



Sumber : Indonesian *Capital Market Directory* 2004 s.d. 2010, diolah untuk penelitian ini

Pada grafik 4.8 diatas memperlihatkan bahwa nilai rata-rata *growth of sales* perusahaan manufaktur pada tahun 2004 - 2010 menunjukkan kenaikan hanya pada tahun 2005-2006, 2008-2009 *growth of sales* mengalami penurunan. Hal ini terjadi karena kebangkrutan Lehman *Brothers* yang merupakan salah satu perusahaan investasi atau bank keuangan senior dan terbesar ke empat di Amerika Serikat secara langsung berpengaruh terhadap Bursa Saham Indonesia (BEI) (Kemenkeu, 2012).

Indonesia sebagai negara dengan perekonomian terbuka, meskipun telah membangun momentum pertumbuhan ekonomi yang cukup tinggi, tidak akan terlepas dari dampak negatif perlemahan ekonomi dunia tersebut. Krisis keuangan global yang mulai berpengaruh secara signifikan dalam triwulan III tahun 2008, dan *second round effectnya* akan mulai dirasakan meningkat intensitasnya pada tahun 2009, diperkirakan akan berdampak negatif pada kinerja ekonomi makro Indonesia dalam tahun 2009 baik di sisi neraca pembayaran dan neraca sektor riil, maupun sektor moneter dan sektor fiskal (APBN) (Kemenkeu, 2012).

Dampak negatif yang paling cepat dirasakan sebagai akibat dari krisis perekonomian global adalah pada sektor keuangan melalui aspek sentimen psikologis maupun akibat merosotnya likuiditas global. Penurunan indeks harga saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) mencapai sekitar 50,0 persen dan depresiasi nilai tukar rupiah disertai dengan volatilitas yang meningkat. Sepanjang tahun 2008, nilai tukar rupiah telah terdepresiasi sebesar 17,5 persen. Kecenderungan volatilitas nilai tukar rupiah tersebut masih akan berlanjut hingga tahun 2009

dengan masih berlangsungnya upaya penurunan utang (*deleveraging*) dari lembaga keuangan global (Kemenkeu, 2012).

Pada tahun 2010, pertumbuhan perusahaan manufaktur yang ada di Indonesia mulai membaik. Menurut Mudrajad Kuncoro (2008) dalam Kemenkeu (2012), hal ini dikarenakan adanya dua langkah strategis dalam mengatasi dampak krisis keuangan global, yaitu *demand pull strategy* dan *supply push strategy*. *Demand pull strategy* mencakup strategi penguatan pada sisi permintaan, yang bisa dilakukan dengan perbaikan iklim bisnis, fasilitasi mendapatkan HAKI (paten), fasilitasi pemasaran domestik dan luar negeri dan menyediakan peluang pasar. Langkah strategis lainnya adalah *supply push strategy* yang mencakup strategi pendorong sisi penawaran, ini bisa dilakukan dengan ketersediaan bahan baku, dukungan permodalan, bantuan teknologi/mesin/alat dan peningkatan kemampuan sumber daya manusia.

4.2 Analisis Statistik Deskriptif Penelitian

Berdasarkan input data yang bersumber dari Indonesia *Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2004 sampai 2010 maka dapat dilihat besarnya nilai rata-rata, standar deviasi, maksimum dan minimum dari DER dan faktor-faktor yang mempengaruhinya (Tarif Pajak, *Asset tangibility*, *Size* perusahaan, ROI, Risiko Bisnis, Kepemilikan Institusional dan *Growth of Sales* perusahaan). Analisis statistik deskriptif merupakan alat analisis yang digunakan untuk melihat besarnya nilai-nilai tersebut pada variabel DER, Tarif Pajak, *Asset Tangibility*, *Size*

perusahaan, ROI, Risiko Bisnis, Kepemilikan Institusional dan *Growth of Sales* perusahaan. Berikut adalah tabel hasil analisis statistik deskriptif penelitian :

Tabel 4.1
Hasil Analisis Statistik Deskriptif Penelitian

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	78	,080	1,440	,49090	,321862
Pajak	78	,190	,370	,27833	,039293
Asset Tangibility	78	,060	,540	,28436	,123715
Size	78	11,220	16,380	13,69103	1,204268
ROI	78	2,930	18,290	10,68564	4,262877
Resiko Bisnis	78	,020	5,150	1,52026	1,303388
Kepemilikan Institusional	78	52,870	95,040	76,29564	11,625568
Growth Sales	78	,010	,360	,16756	,083994
Valid N (listwise)	78				

Sumber : Data Diolah, 2012

Berdasarkan hasil analisis pada tabel 4.1 terlihat bahwa hasil perhitungan untuk variabel nilai rata-rata DER (*Debt to Equity Ratio*) yang diperoleh dari hasil analisis terhadap 78 perusahaan manufaktur adalah 0,490 atau 49,00% dengan standar deviasi sebesar 0,322 atau 32,20%. Nilai rata-rata DER sebesar 49,00% mengindikasikan bahwa nilai hutang perusahaan lebih besar 49,00% kali dari modal sendiri. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai DER mengindikasikan adanya nilai yang baik dikarenakan standar deviasi yang merupakan pencerminan penyimpangan dari data variabel tersebut relatif lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Nilai minimum DER dari seluruh sampel sebesar 0,080 atau 8,00% diperoleh dari PT Mandom Indonesia, Tbk dan nilai maksimum sebesar 1,440 atau 144,00% diperoleh dari PT United Tractors, Tbk. Hasil yang sama juga terjadi pada semua variabel independen yang digunakan

dalam penelitian ini, yaitu tarif pajak, *asset tangibility*, *size*, ROI, risiko bisnis, kepemilikan institusional dan *growth of sales*.

Hasil perhitungan untuk variabel nilai rata-rata tarif pajak yang diperoleh dari hasil analisis terhadap 78 perusahaan adalah 0,278 atau 27,80% dengan nilai standar deviasi sebesar 0,039 atau 3,90%. Nilai rata-rata tarif pajak sebesar 27,80% mengindikasikan bahwa Pph Badan lebih besar 27,80% kali dari *Earning After Tax*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai tarif pajak mengindikasikan adanya nilai yang baik dikarenakan standar deviasi yang merupakan pencerminan penyimpangan dari data variabel tersebut relatif lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Nilai minimum pajak dari seluruh sampel sebesar 0,190 atau 19,00% diperoleh dari PT Selamat Sempurna, Tbk dan nilai maksimum sebesar 0,370 atau 37,00% diperoleh dari PT Indocement Tunggal Prakasa, Tbk.

Hasil perhitungan untuk variabel nilai rata-rata *asset tangibility* yang diperoleh dari hasil analisis terhadap 78 perusahaan adalah 0,284 atau 28,40% dengan standar deviasi sebesar 0,124 atau 12,40%. Nilai rata-rata *asset tangibility* sebesar 28,40% mengindikasikan bahwa *asset tangibility* perusahaan lebih besar 28,40% kali dari total asset-nya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai *asset tangibility* mengindikasikan adanya nilai yang baik dikarenakan standar deviasi yang merupakan pencerminan penyimpangan dari data variabel tersebut relatif lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Nilai minimum *asset tangibility* dari seluruh sampel sebesar 0,060 atau 6,00%

yang diperoleh dari PT Darya Varia Laboratoria, Tbk dan nilai maksimum sebesar 0,540 atau 54,00% yang diperoleh dari PT Pyridam Farma, Tbk.

Hasil perhitungan untuk nilai rata-rata *size* yang diperoleh dari hasil analisis terhadap 78 perusahaan adalah adalah 13,691 atau 1369,10% (Rp. 882.928.939.000) dengan standar deviasinya 1,204 atau 120,40%. Nilai rata-rata *size* sebesar 1369,10% (Rp. 882.928.939.000) mengindikasikan bahwa ln *size* perusahaan lebih besar 1369,10% (Rp. 882.928.939.000). Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai *size* perusahaan mengindikasikan adanya nilai yang baik dikarenakan standar deviasi yang merupakan pencerminan penyimpangan dari data variabel tersebut relatif lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Nilai minimum *size* dari seluruh sampel sebesar 11,220 atau 1122,00% (Rp. 74.647.000.000) yang diperoleh dari PT Ekadharna International, Tbk dan nilai maksimum sebesar 16,380 atau 1638,00% (Rp. 12.951.308.000.000) yang diperoleh dari PT Semen Gresik, Tbk.

Hasil perhitungan nilai rata-rata untuk variabel ROI (*Return On Investment*) yang diperoleh dari hasil analisis terhadap 78 perusahaan adalah adalah 10,686 atau 1068,60% dengan standar deviasi sebesar 4,263 atau 426,30%. Nilai rata-rata ROI sebesar 1068,60% mengindikasikan bahwa laba perusahaan lebih besar 1068,6% kali dari total *asset*-nya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai ROI perusahaan mengindikasikan adanya nilai yang baik dikarenakan standar deviasi yang merupakan pencerminan penyimpangan dari data variabel tersebut relatif lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Nilai minimum ROI dari seluruh sampel sebesar 2,930 atau 293,00% diperoleh dari

PT Mustika Ratu, Tbk dan nilai maksimum sebesar 1829,00% yang diperoleh dari PT Kalbe Farma, Tbk.

Hasil perhitungan nilai rata-rata untuk variabel risiko bisnis yang diperoleh dari hasil analisis terhadap 78 perusahaan adalah 1,520 atau 152,00% dengan standar deviasi sebesar 1,303 atau 130,30%. Nilai rata-rata risiko bisnis sebesar 152,00% mengindikasikan bahwa nilai perubahan EBIT perusahaan lebih besar 152,00% kali dari perubahan *sales*-nya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai risiko bisnis perusahaan mengindikasikan adanya nilai yang baik dikarenakan standar deviasi yang merupakan pencerminan penyimpangan dari data variabel tersebut relatif lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Nilai minimum risiko bisnis dari seluruh sampel sebesar 0,020 atau 2,00% diperoleh dari PT Tempo Scan Pacific, Tbk dan nilai maksimum sebesar 5,150 atau 515,00% diperoleh dari PT Delta Djakarta, Tbk.

Hasil perhitungan nilai rata-rata kepemilikan institusional yang diperoleh dari hasil analisis terhadap 78 perusahaan adalah 76,295 atau 7629,00% dengan standar deviasi sebesar 11,626 atau 1162,60%. Nilai rata-rata kepemilikan institusional sebesar 7629,00% mengindikasikan bahwa nilai saham yang dimiliki institusi perusahaan lebih besar 7629,00% kali dari total saham yang beredar. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai kepemilikan institusional perusahaan mengindikasikan adanya nilai yang baik dikarenakan standar deviasi yang merupakan pencerminan penyimpangan dari data variabel tersebut relatif lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Nilai minimum kepemilikan institusional dari seluruh sampel sebesar 52,870 atau 5287,00%

diperoleh dari PT Kalbe Farma, Tbk dan nilai maksimum sebesar 95,040 atau 9504,00% diperoleh dari PT Tempo Scan Pacific, Tbk. Semakin kecil struktur kepemilikan maka akan semakin kecil dalam mempengaruhi manajer dalam mengambil kebijakan operasional. Sedangkan nilai maksimum sebesar 9504,00% menunjukkan bahwa semakin besar struktur kepemilikan akan meningkatkan struktur modal karena perusahaan yang membutuhkan sumber dana cenderung mengambil hutang daripada mengeluarkan saham baru dengan biaya yang lebih besar.

Hasil perhitungan nilai rata-rata untuk variabel *growth of sales* yang diperoleh dari hasil analisis terhadap 78 perusahaan adalah adalah 0,168 atau 16,80% dengan standar deviasi sebesar 0,084 atau 8,40%. Nilai rata-rata *growth of sales* sebesar 16,80% mengindikasikan bahwa nilai penjualan perusahaan lebih besar 16,80 kali dari nilai penjualan tahun sebelumnya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai *growth of sales* perusahaan mengindikasikan adanya nilai yang baik, hal tersebut dikarenakan standar deviasi yang merupakan pencerminan penyimpangan dari data variabel tersebut relatif lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Nilai minimum *growth of sales* dari seluruh sampel sebesar 0,010 atau 1,00% diperoleh dari PT Sorini Agro Asia Corporindo, Tbk dan nilai maksimum sebesar 0,360 atau 36,00% diperoleh dari PT Lautan Luas, Tbk.

4.3 Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik penting untuk dilakukan sebelum melakukan pengujian hipotesis. Pengujian asumsi klasik dilakukan dengan tujuan untuk memastikan bahwa model analisis bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimated*) yaitu suatu model dikatakan bersifat BLUE jika terbebas dari masalah normalitas, multikolinearitas, heterokedastisitas, autokorelasi (Gujarati, 2003). Berikut ini beberapa penjelasan lebih lanjut dari hasil uji asumsi klasik yang telah dilakukan pada model analisis.

4.3.1 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mendeteksi apakah residual terdistribusi normal atau tidak pada penelitian ini adalah dengan menggunakan uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (Uji K-S) (Ghozali, 2011). Kriteria keputusan dari Uji non-parametrik K-S tersebut, yaitu :

1. Jika nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa distribusi data penelitian adalah normal.
2. Jika nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa distribusi data penelitian adalah tidak normal.

Berikut ini adalah tabel yang menjelaskan hasil uji K-S :

Tabel 4.2
Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		78
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,000000
	Std. Deviation	,2734409
Most Extreme Differences	Absolute	,131
	Positive	,131
	Negative	-,086
Kolmogorov-Smirnov Z		1,154
Asymp. Sig. (2-tailed)		,139

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : Data Diolah, 2012

Berdasarkan tabel 4.2 besarnya nilai Kolmogorov-Smirnov adalah 1,154 dan signifikan pada taraf 0,139 dimana nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa distribusi data penelitian adalah normal.

4.3.2 Uji Multikolinearitas

Uji statistik yang dilakukan untuk mendeteksi apakah ada *multicollinearity* atau tidak pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji dengan nilai *tolerance* dan lawannya yaitu nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Suatu model dikatakan bebas dari multikolinearitas jika memiliki nilai *tolerance* yang tidak kurang dari 0,10 dan memiliki nilai VIF yang tidak lebih dari 10. Berikut ini adalah tabel yang menjelaskan hasil uji dengan *Coefficient Correlation Matriks* :

Tabel 4.3
Uji Multikolinearitas

Coefficients ^a		
Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1		
(Constant)		
Pajak	0,842	1,187
Fixed Asset Ratio	0,897	1,114
Size	0,732	1,367
ROI	0,864	1,158
Risiko Bisnis	0,929	1,077
IO	0,853	1,172
Growth	0,906	1,103

a. Dependent Variable: Debt Equity Ratio

Sumber : Data Diolah, 2012

Berdasarkan tabel 4.3, hasil perhitungan nilai *Tolerance* menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *Tolerance* yang kurang dari 0,10 demikian pula nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) juga menunjukkan hal yang sama yaitu tidak ada satu variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Mengacu pada hasil perhitungan tersebut maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas pada model penelitian.

4.3.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mendeteksi adanya penyebaran atau pancaran dari variabel-variabel. Selain itu juga untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varian dari residual dari pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika varians

berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2011).

Koefisien parameter beta dari persamaan regresi tersebut signifikan secara statistik. Hal ini menunjukkan bahwa dalam data model empiris yang diestimasi terdapat heterokedastisitas dan sebaliknya jika parameter beta tidak signifikan secara statistik, maka asumsi homokedastisitas pada model penelitian tidak dapat ditolak (Ghozal, 2011). Kriteria dari Uji *Glejser* tersebut, yaitu :

1. Jika nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.
2. Jika nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa model regresi mengandung adanya heteroskedastisitas.

Berikut ini adalah tabel yang menjelaskan hasil uji heterokedastisitas dengan menggunakan Uji *Glejser* :

Tabel 4.4
Uji *Glejser*

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-,240	,396		-,607	,546
Pajak	,231	,534	,055	,433	,667
Asset Tangibility	,262	,164	,195	1,596	,115
Size	,005	,019	,040	,293	,771
ROI	,003	,005	,083	,669	,506
Resiko Bisnis	,003	,015	,024	,203	,840
Kepemilikan Institusional	,002	,002	,150	1,196	,236
Growth Sales	,234	,241	,118	,971	,335

a. Dependent Variable: Abs_Ut

Sumber : Data Diolah, 2012

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh variabel bebas yang meliputi pajak, *asset tangibility*, *size*, ROI, risiko bisnis, kepemilikan institutional dan *growth of sales* terhadap nilai absolut residual menghasilkan nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa variasi residual antar masing-masing pengamatan adalah homogen dengan kata lain tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

4.3.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka terjadi problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena adanya observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain (Ghozali, 2011).

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Regresi dengan taraf nyata 0,05 ($\alpha = 0,05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 7$) dan banyaknya data ($n = 78$). Pengambilan keputusan ada atau tidaknya autokorelasi dengan menggunakan Uji D-W, yaitu :

Tabel 4.5
Kriteria *Durbin-Waston test*

No.	Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
1.	Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
2.	Tidak ada autokorelasi positif	No desicion	$dl \leq d \leq du$
3.	Tidak ada korelasi negatif	Tolak	$4 - dl < d < 4$
4.	Tidak ada korelasi negatif	No desicion	$4 - du \leq d \leq 4 - dl$
5.	Tidak ada autokorelasi, positif atau negatif	Tidak ditolak	$du < d < 4 - du$

Sumber : Ghozali, 2011

Besarnya angka Durbin-Watson ditunjukkan pada tabel 4.6 yang menunjukkan hasil dari residual statistic sebagai berikut :

Tabel 4.6
Uji *Durbin-Waston* (DW)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.527 ^a	.278	.206	.286787	2.022

a. Predictors: (Constant), Growth of Sales, Return On Investment, Kepemilikan Institusional, Pajak, Risiko Bisnis, Asset Tangibility, Size

b. Dependent Variable: Debt to Equity Ratio

Sumber : Data Diolah, 2012

Berdasarkan hasil DW-test, nilai Durbin-Watson sebesar 2,022, sedangkan dalam tabel DW untuk $k = 7$ dan $n = 78$ besarnya DW-tabel : dl (batas luar) = 1,443; du (batas dalam) = 1,832, $4 - du = 2,168$ dan $4 - dl = 2,557$ maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.1 sebagai berikut :

Gambar 4.1 Kriteria Uji Durbin-Watson (DW)

<i>Positive Autocorrelation</i>	<i>Indication</i>	<i>No Auto Correlation</i>	<i>Indication</i>	<i>Negative Autocorrelation</i>	
0	dl 1,443	du 1,832	DW 2,022	4-du 2,168	4-dl 2,557
					4

Sumber: Gujarati (2003) dan data diolah (2012)

Berdasarkan tabel 4.6, model nilai DW-test adalah 2,022 lebih besar dari batas atas (du) = 1,832 dan kurang dari $4 - du = 2,168$ maka dapat disimpulkan

bahwa H_0 diterima yang menyatakan tidak ada autokorelasi positif atau negatif, yang berarti tidak terdapat autokorelasi dalam model penelitian.

4.4 Pengujian Hipotesis

4.4.1 Pengujian Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Semakin besar nilai *adjusted* R^2 maka menunjukkan bahwa variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2011). Berikut tabel 4.7 adalah hasil uji koefisien determinasi (*Adjusted* R^2):

Tabel 4.7
Pengujian Koefisien Determinasi (R^2)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,527 ^a	,278	,206	,286787

a. Predictors: (Constant), Growth Sales, ROI, Kepemilikan Institusional, Pajak, Resiko Bisnis, Asset Tangibility, Size

Sumber : Data Diolah, 2012

Tabel 4.7 diatas menunjukkan bahwa nilai *adjusted* R^2 model adalah sebesar 0,206 atau 20,6 %, artinya sebesar 20,6 % variasi DER bisa dijelaskan oleh variasi variabel independen dalam model tersebut yaitu tarif pajak, *asset tangibility*, *size*, ROI, risiko bisnis, kepemilikan institusional dan *growth of sales*. Sedangkan sisanya sebesar 79,4 % dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

4.4.2 Pengujian Signifikasi Simultan (Uji-F Statistik)

Uji-F Statistik (Uji-F) pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel dependennya (Ghozali, 2011). Berikut adalah Tabel 4.8 yang menjelaskan hasil uji-F :

Tabel 4.8
Uji-F Statistik

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,220	7	,317	3,855	,001 ^a
	Residual	5,757	70	,082		
	Total	7,977	77			

a. Predictors: (Constant), Growth Sales, ROI, Kepemilikan Institusional, Pajak, Resiko Bisnis, Asset Tangibility, Size

b. Dependent Variable: DER

Sumber : Data Diolah, 2012

Pada tabel 4.8 menunjukkan bahwa nilai F hitung sebesar 3,855 dan nilai signifikansi sebesar 0,001. Karena nilai F-hitung (3,855) lebih besar dari nilai F tabel (2,14) dan nilai signifikansi (0,001) lebih kecil dari 5% maka dapat disimpulkan bahwa secara bersama-sama (simultan) variabel independen tarif pajak, *asset tangibility*, *size*, ROI, risiko bisnis, kepemilikan institusional dan *growth of sales* berpengaruh terhadap variabel dependen DER.

4.4.3 Pengujian Signifikasi Parsial (Uji-t Statistik)

Uji parsial digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen (Imam Ghozali, 2010). Secara parsial pengaruh dari ketujuh variabel independen (tarif pajak, *asset tangibility*, *size*,

ROI, risiko bisnis, kepemilikan institusional dan *growth of sales*) terhadap variabel dependen (DER) diperlihatkan pada Tabel 4.9 sebagai berikut :

Tabel 4.9
Uji-t Statistik

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-,820	,672		-1,221	,226
Pajak	-,050	,906	-,006	-,055	,956
Asset Tangibility	,596	,279	,229	2,137	,036
Size	,072	,032	,268	2,259	,027
ROI	-,009	,008	-,117	-1,067	,290
Resiko Bisnis	,029	,026	,116	1,104	,273
Kepemilikan Institusional	,000	,003	-,015	-,133	,895
Growth Sales	1,524	,409	,398	3,728	,000

a. Dependent Variable: DER

Sumber : Data Diolah, 2012

Berdasarkan tabel 4.9 diatas, maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$DER = -0,820 - 0,050 \text{ Pajak} + 0,596 \text{ Asset Tangibility} + 0,072 \text{ Size} - 0,009 \text{ ROI} + 0,029 \text{ Risiko Bisnis} - 0,000 \text{ Kepemilikan Institusional} + 1,524 \text{ Growth of Sales} + \mu_t \dots \dots \dots (4.1)$$

Maka dari hasil uji-t tersebut, dapat ditentukan pengaruhnya terhadap hipotesis penelitian sebagai berikut :

Hipotesis 1 : Diduga tarif pajak berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji statistik secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar -0,055 dengan nilai signifikansi sebesar 0,956. Karena nilai signifikansi lebih besar dari taraf nyata 0,05 dan nilai t hitung (-0,055) lebih kecil dari t tabel (1,991)

maka hipotesis ditolak, artinya tarif pajak tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2004 – 2010.

Hipotesis 2 : Diduga *asset tangibility* perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji statistik secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 2,137 dengan nilai signifikansi sebesar 0,036. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari taraf nyata 0,05 dan nilai t hitung (2,137) lebih besar dari t tabel (1,991) maka hipotesis diterima, artinya *asset tangibility* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2004 – 2010.

Hipotesis 3 : Diduga *size* perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji statistik secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 2,259 dengan nilai signifikansi sebesar 0,027. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari taraf nyata 0,05 dan nilai t hitung (2,259) lebih besar dari t tabel (1,991) maka hipotesis diterima, artinya *size* perusahaan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2004 – 2010.

Hipotesis 4 : Diduga ROI berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji statistik secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar -1,067 dengan nilai signifikansi sebesar 0,290. Karena nilai signifikansi lebih besar

dari taraf nyata 0,05 dan nilai t hitung (-1,067) lebih kecil dari t tabel (1,991) maka hipotesis ditolak, artinya *Return on Investment* (ROI) perusahaan tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2004 – 2010.

Hipotesis 5 : Diduga risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji statistik secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 1,104 dengan nilai signifikansi sebesar 0,273. Karena nilai signifikansi lebih besar dari taraf nyata 0,05 dan nilai t hitung (1,104) lebih kecil dari t tabel (1,991) maka hipotesis ditolak, artinya risiko bisnis perusahaan tidak berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2004 – 2010.

Hipotesis 6 : Diduga Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji statistik secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar -0,133 dengan nilai signifikansi sebesar 0,895. Karena nilai signifikansi lebih besar dari taraf nyata 0,05 dan nilai t hitung (-0,133) lebih kecil dari t tabel (1,991) maka hipotesis ditolak, artinya Kepemilikan Institusional perusahaan tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2004 – 2010.

Hipotesis 7 : Diduga *Growth of Sales* perusahaan berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Berdasarkan uji statistik secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 3,728 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari taraf nyata 0,05 dan nilai t hitung (3,728) lebih besar dari t tabel (1,991) maka hipotesis ditolak, hal ini dikarenakan pada hipotesis *Growth of Sales* terhadap Struktur Modal berpengaruh signifikan negatif sedangkan hasil perhitungan *growth of sales* perusahaan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2004 – 2010.

4.5 Pembahasan Hasil Penelitian

4.5.1 Pengaruh Tarif Pajak Terhadap Struktur Modal

Hipotesis 1 : Tarif Pajak Tidak Berpengaruh Signifikan dan Negatif terhadap Struktur Modal

Hipotesis tersebut ditolak yang berarti tarif pajak pada penelitian yang dilakukan di perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI periode tahun 2004-2010 tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio*. Tarif pajak merupakan rasio antara Pph Badan dengan *Earning Before Tax* (EBT). Peningkatan tarif pajak belum pasti akan meningkatkan nilai *Debt to Equity Ratio*. Menurut Nurchamid (2008), hal ini dikarenakan :

1. Perundang-undangan perpajakan telah secara jelas menyebutkan bahwa dividen yang dibayarkan oleh perusahaan bukan biaya yang dapat

mengurangi penghasilan bruto (*non deductible expenses*) untuk periode 1983-sekarang. Sehingga tarif pajak penghasilan (*Corporate Tax Rate*) di Indonesia belum sesuai dengan Pasal 6 Undang-undang Nomor 17 Tahun 2000 yang menjelaskan bahwa tarif pajak progresif akan mempengaruhi perusahaan untuk menghitung pajak secara efisien karena semakin besar laba perusahaan semakin tinggi tarif pajak akibatnya semakin besar pajak yang dibayar.

2. Posisi perpajakan perusahaan, sebab penggunaan utang adalah bunga yang dapat mengurangi pajak dan kemudian akan mengurangi biaya utang efektif. Akan tetapi apabila sebagian besar laba perusahaan yang telah dilindungi dari pajak disebabkan oleh perlindungan penyusutan pajak, bunga dari utang yang beredar saat ini atau kompensasi kerugian pajak ke tahun berikutnya, maka tarif pajaknya akan rendah sehingga penambahan hutang mungkin tidak akan begitu menguntungkan lagi jika perusahaan memiliki tarif efektif yang lebih tinggi.
3. Perusahaan publik di Indonesia dalam pilihan keputusan pendanaannya cenderung mengikuti *pecking order theory* daripada *static trade-off theory*, artinya lebih banyak menggunakan dana internal perusahaan dalam keputusan pendanaannya. Hasil seluruh periode untuk sektor manufaktur yang terdaftar dalam BEI diuji kembali pada masing-masing sektor dengan hasil mengkonfirmasi temuan utama : pilihan keputusan pendanaan perusahaan cenderung menggunakan dana internal sebelum sumber pendanaan lainnya. Dengan demikian, tidak ada kecenderungan memperbesar

pinjaman yang dapat mengurangi beban pajak. Oleh karena itu, kebijakan pemerintah untuk menunda kebijakan *Debt Equity Ratio* pada tahun 2000 - sekarang bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menjadi sangat relevan karena kecenderungan memperbesar pinjaman pada perusahaan publik tidak terbukti.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Yang et. al. (2001), menyatakan bahwa tarif pajak berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Gordon dan Lee (2000) menyatakan bahwa pajak perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal, sedangkan hasil penelitian Graham (2003), Mintz dan Weichenrieder (2005) menyatakan bahwa beban pajak mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat hutang.

4.5.2 Pengaruh Aktiva Perusahaan (*Asset Tangibility*) terhadap Struktur Modal

Hipotesis 2 : *Asset Tangibility* Berpengaruh Signifikan dan Positif terhadap Struktur Modal

Hipotesis tersebut diterima yang berarti *asset tangibility* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt to Equity Ratio*. *Asset Tangibility* merupakan rasio antara *asset* tetap (*fixed asset*) dengan total *asset*. Pada penelitian yang dilakukan di perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI periode 2004-2010, peningkatan *Asset Tangibility* berpengaruh signifikan dalam meningkatkan nilai *Debt to Equity Ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar *asset structure*

akan memperbesar penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI periode tahun 2004-2010 terbukti. Di negara-negara maju dan berkembang telah terbukti bahwa terdapatnya hubungan positif dikarenakan *asset-asset* berwujud mudah dikolateralisasikan untuk hutang sehingga mengurangi risiko pemberi pinjaman. *Tangibility asset* merupakan suatu kriteria penting di dalam kebijakan kredit bank khusus untuk hutang-hutang jangka panjang. Apabila komposisi aktiva perusahaan bersifat *capital-intensive* maka yang akan diutamakan adalah *equity-financing*. Arti modal pinjaman hanya merupakan pelengkap terutama untuk memenuhi kebutuhan dana bagi modal kerja (Mas'ud, 2008).

Tangibility yang merupakan variabel indikator dari *asset structure* menunjukkan besarnya nilai aktiva tetap yang dapat dijadikan jaminan kepada kreditur sehingga semakin tinggi *tangibility* maka semakin kecil risiko bagi kreditur bila perusahaan belum dapat dipenuhi. Hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan yang memiliki aktiva berwujud (*tangibility asset*) dalam jumlah yang besar akan memiliki kemampuan yang besar dalam menyediakan jaminan untuk memperoleh pembiayaan dari kreditur (Mas'ud, 2008). Hasil analisis ini sesuai dengan teori *trade-off*.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Chung (1993), Short et. al. (2002), Chen (2004), Mas'ud (2008) yang menunjukkan bahwa *Asset tangibility* berpengaruh positif terhadap *Debt to Equity Ratio*. Hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) serta Jensen (1986), Darminto dan Manurung (2008) yang

menunjukkan bahwa *Asset tangibility* berkorelasi negatif dan signifikan terhadap *leverage*.

4.5.3 Pengaruh *Size* Perusahaan terhadap Struktur Modal

Hipotesis 3 : *Size* Berpengaruh Signifikan dan Positif terhadap Struktur Modal

Hipotesis tersebut diterima yang berarti *size* perusahaan pada penelitian yang dilakukan di perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI periode tahun 2004 - 2010 berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt to Equity Ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka akan menggunakan hutang dalam struktur modal yang semakin besar pula. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Delcours (2006), Deesomsak et. al. (2004) dan Pandey (2001) yang mengkonfirmasi bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki kapasitas meminjam relatif lebih baik daripada perusahaan kecil (Mas'ud, 2008).

Besar kecilnya perusahaan sangat berpengaruh terhadap keputusan penggunaan hutang dalam struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar lebih terdiversifikasi sehingga lebih mudah mengakses hutang di pasar modal dan menerima penilaian kredit yang lebih tinggi untuk hutang-hutang yang diterbitkan (Mas'ud, 2008). Pada penelitian ini, kebijakan struktur modal di Indonesia yang menggunakan hutang dengan proporsi besar menunjukkan kebijakan struktur modal sejalan dengan teori *trade-off*.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Pandey (2001), Deesomsak et. al. (2004), Delcoure (2006), Al-Najjar dan Taylor (2008), Kim dan Berger (2008), Mas'ud (2008) yang menyatakan bahwa ada hubungan yang positif dan signifikan antara ukuran perusahaan dan *leverage*. Hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa *size* tidak berpengaruh signifikan terhadap DER.

4.5.4 Pengaruh *Return On Investment* (ROI) terhadap Struktur Modal

Hipotesis 4 : ROI Tidak Berpengaruh Signifikan dan Negatif terhadap Struktur Modal

Hipotesis tersebut ditolak yang berarti ROI pada penelitian yang dilakukan di perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI periode tahun 2006-2010 tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio*. Perusahaan yang memiliki *Return On Investment* rendah pada umumnya menggunakan pendanaan yang relatif lebih besar. Perusahaan yang sedang tidak dalam kondisi profitabel lebih banyak menggunakan pendanaan dengan hutang (*debt financing*). Pada perusahaan besar yang profitabel lebih cenderung bersifat konservatif dalam menggunakan hutang untuk operasi pendanaannya. Sementara pada perusahaan kecil yang kurang profitabel cenderung tetap mengutamakan sumber pendanaan internal terlebih dahulu baru menutupi kekurangan dengan melakukan pinjaman dalam bentuk hutang. Perusahaan kecil kurang berminat dalam menambah saham baru untuk membiayai perusahaan atas kekurangan dana tersebut. Hal ini

dilakukan untuk menghindari sorotan publik jika perusahaan yang kurang profitabel tersebut menerbitkan saham baru (Mas'ud, 2008). Dari sudut inilah dapat disimpulkan bahwa untuk menghindari *agency problem* perusahaan besar cenderung membiayai perusahaan dengan kebijakan hutang.

Hasil yang penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Van der Wijst dan Thurik, 1993; Chittenden et. al., 1996; Michaelas et. al., 1999; Pindado et. al., 2006 *dalam* Al-Najjar dan Taylor, 2008), Kim dan Berger (2008) bahwa struktur modal hampir selalu menemukan adanya hubungan negatif antara profitabilitas dan *ratio* hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) menyatakan bahwa ROI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Hasil yang berbeda ditunjukkan dari hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Mutamimah (2003), Saidi (2002) bahwa hasil penelitian bahwa profitabilitas memiliki hubungan yang positif dengan *leverage*, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Titman dan Wessel (1988) yang menyatakan bahwa ROI berpengaruh tidak signifikan terhadap DER.

4.5.5 Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal

Hipotesis 5 : Risiko Bisnis Tidak Berpengaruh Signifikan dan Positif terhadap Struktur Modal

Hipotesis tersebut ditolak yang berarti risiko bisnis pada penelitian yang dilakukan di perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI periode tahun 2004-2010 tidak berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt to Equity Ratio*. Artinya peningkatan risiko bisnis tidak berpengaruh dalam menurunkan nilai DER

sehingga perusahaan dengan *Degree Operating Leverage* yang tinggi akan mempunyai beban tetap yang besar, sehingga perusahaan akan cenderung meminimalisasi hutang untuk mengurangi beban tetap berupa bunga. Tingginya risiko bisnis yang harus dihadapi oleh suatu perusahaan mengakibatkan ketidakpastian dalam penerimaan pendapatan sehingga secara langsung berimbas pada ketidakpastian perusahaan dalam mengembalikan pinjaman hutangnya sehingga risiko bisnis tidak signifikan dan positif terhadap kebijakan pendanaan.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Mas'ud (2008) menyatakan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan. Hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Saidi (2002), Chen (2004) menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

4.5.6 Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Hipotesis 6 : Kepemilikan Institusional Tidak Berpengaruh Signifikan dan Negatif terhadap Struktur Modal

Hipotesis tersebut ditolak yang berarti kepemilikan institusional pada penelitian yang dilakukan di perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI periode tahun 2004-2010 tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio*. Hal ini dikarenakan pada perusahaan manufaktur di Indonesia, kepemilikan saham yang terkonsentrasi oleh institusional investor akan lebih mengoptimalkan

efektivitas pengawasan aktivitas manajemen karena besarnya dana yang ditanamkan. Pembagian struktur kepemilikan saham yang tidak merata antara pihak eksternal (*institutional investor*), penyebaran jumlah pemegang saham (*shareholders dispersion*) dan kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*) dapat mengakibatkan pengaruh yang tidak signifikan negatif terhadap *debt ratio* (Bathala, et. al., 1994).

Terdapat beberapa metode yang bisa digunakan untuk menghilangkan permasalahan agensi dan menurunkan biaya yang berkenaan dengan agensi. Metode-metode tersebut bisa dikelompokkan dalam dua katagori. Pertama, melalui pengendalian eksternal (*external control*) atau mekanisme motivasional. Hal ini dilakukan untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham dengan meningkatkan kepemilikan manajer pada perusahaan (Jensen dan Meckling 1976). Kedua, dengan meningkatkan penggunaan pendanaan melalui hutang (*internal control*). Penggunaan hutang ini tidak hanya menyelaraskan kepentingan kedua pihak, namun juga meningkatkan kemungkinan terjadinya kebangkrutan dan kehilangan pekerjaan bagi manajer. Adanya risiko ini menjadikan manajer termotivasi untuk menurunkan konsumsi mereka atas *perks* serta meningkatkan efisiensi (Rahayu, 2005).

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh oleh Crutchley et. al. (1999) dalam Widjaya dan Kasenda (2008), Al-Najjar dan Taylor (2008) menyatakan bahwa adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan *leverage* perusahaan. Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh

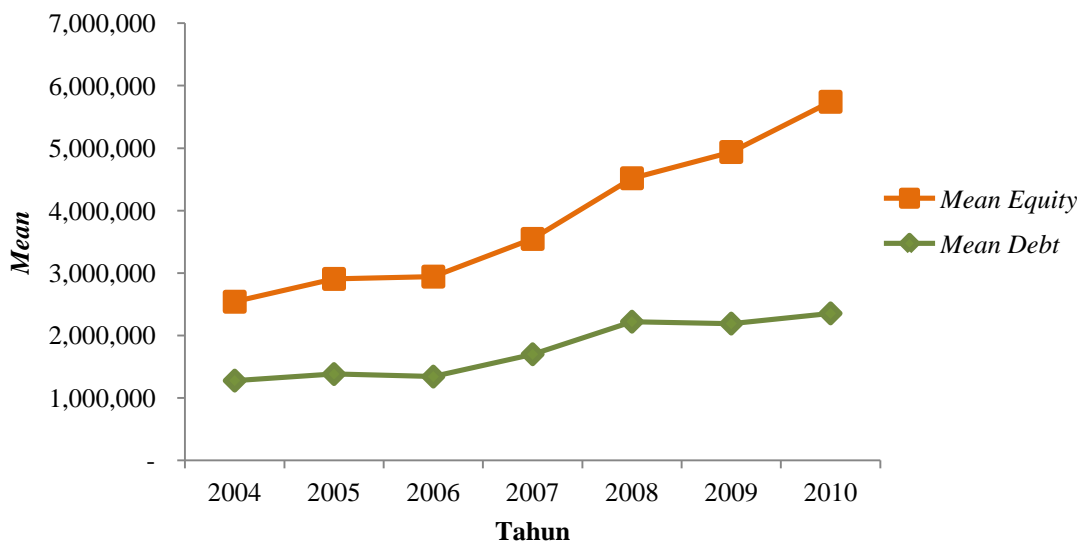
penelitian yang dilakukan Rahayu (2005) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap struktur modal.

4.5.7 Pengaruh *Growth of Sales* Perusahaan terhadap Struktur Modal

Hipotesis 7 : *Growth of Sales* Perusahaan Berpengaruh Signifikan dan Positif terhadap Struktur Modal

Growth of sales perusahaan pada penelitian yang dilakukan di perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI periode tahun 2004-2010 berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt to Equity Ratio*. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar pertumbuhan perusahaan yang dimiliki perusahaan akan menarik perhatian investor untuk menanamkan modalnya dan mempermudah manajemen dalam mendapatkan hutang karena adanya kepercayaan dari investor terhadap kinerja perusahaan yang dapat dilihat dari pertumbuhan perusahaan. Hal tersebut dapat meningkatkan nilai *Debt to Equity Ratio* (DER). Tingginya pertumbuhan perusahaan yang diproksi dengan pertumbuhan penjualan menunjukkan bahwa perusahaan memiliki penjualan dan laba yang tinggi dalam kondisi demikian perusahaan dapat mengambil beban tetap hutang dengan risiko yang tinggi. Keadaan tersebut dapat dibuktikan dari grafik rata-rata perkembangan hutang dan modal perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI pada periode tahun 2004-2010 sebagai berikut :

Grafik 4.9 Perkembangan Rata-rata *Debt* dan *Equity* pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode Tahun 2004-2010 (dalam Rp. 000.000)



Hubungan positif *growth* dan hutang adalah sesuai dengan teori *pecking order* dimana perusahaan-perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang cerah akan lebih banyak menggunakan modal eksternal yaitu hutang untuk membiayai investasinya. Hal ini dapat dijelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan pada dasarnya mencerminkan produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor) (Mas'ud, 2008). *Floating cost* pada emisi saham biasa adalah lebih tinggi dibanding pada saham hutang (obligasi). Dengan demikian perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang (obligasi) dibandingkan dengan perusahaan yang lebih lambat pertumbuhannya (Kartini dan Arianto, 2008).

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995), Chung et. al. (2002), Al-Najjar dan Taylor (2008) menghasilkan kesimpulan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh

positif dan signifikan terhadap tingkat hutang. Hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Darminto dan Manurung (2008) yang menyatakan bahwa *growth* perusahaan secara statistik berkorelasi negatif dan signifikan terhadap *leverage*.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2004–2010 menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang diteliti menggunakan perpaduan antara teori *trade-off*, *agency theory* dan *pecking order theory*. Hal ini menunjukkan bahwa investor menyambut baik sehingga berdampak secara langsung dalam meningkatnya kepercayaan masyarakat investor terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia karena dapat mengurangi volatilitas harga saham dan pasar. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2004-2010 apabila ingin meningkatkan hutangnya tidak memperhatikan manfaat pajak, *Return On Investment* (ROI), risiko bisnis dan kepemilikan institusional. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2004-2010 bila akan meningkatkan hutangnya lebih mempertimbangkan besarnya *asset tangibility* yang dimiliki oleh perusahaan, besarnya ukuran perusahaan dan tingginya laju pertumbuhan perusahaan pada waktu yang akan datang.