

BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis data, hipotesis yang telah disusun dan diuji serta pembahasan pada bagian sebelumnya, maka dapat disimpulkan pengaruh Tarif pajak, *Asset tangibility*, *Size*, ROI, risiko bisnis, kepemilikan institusional dan *growth of sales* terhadap kebijakan pendanaan sebagai berikut :

1. Berdasarkan hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2) menunjukkan bahwa nilai *adjusted R²* 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.
2. Berdasarkan hasil Uji F-statistik 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.
3. Berdasarkan hasil pengujian Hipotesis 1, Tarif pajak menunjukkan secara parsial tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana nilai signifikansi 0,956 lebih besar dari taraf nyata 0,05

dengan nilai t-hitung sebesar (-0,055) lebih kecil dari t-tabel (1,991) maka hipotesis ditolak.

4. Berdasarkan hasil pengujian Hipotesis 2, *Asset Tangibility* menunjukkan secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana nilai signifikansi 0,036 lebih kecil dari taraf nyata 0,05 dengan nilai t-hitung sebesar (2,137) lebih besar dari t tabel (1,991) maka hipotesis diterima.
5. Berdasarkan hasil pengujian Hipotesis 3, *Size* perusahaan menunjukkan secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana nilai signifikansi 0,027 lebih kecil dari taraf nyata 0,05 dengan nilai t-hitung sebesar (2,259) lebih besar dari t tabel (1,991) maka hipotesis diterima.
6. Berdasarkan hasil pengujian Hipotesis 4, *Return On Investment* (ROI) perusahaan menunjukkan secara parsial tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana nilai signifikansi 0,290 lebih besar dari taraf nyata 0,05 dengan nilai t-hitung sebesar (-1,067) lebih kecil dari t tabel (1,991) maka hipotesis ditolak.
7. Berdasarkan hasil pengujian Hipotesis 5, *Risiko Bisnis* menunjukkan secara parsial tidak berpengaruh signifikan positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana nilai signifikansi 0,273 lebih besar dari taraf nyata 0,05 dengan nilai t-hitung sebesar (1,104) lebih kecil dari t tabel (1,991) maka hipotesis ditolak.

8. Berdasarkan hasil pengujian Hipotesis 6, Kepemilikan Institusional menunjukkan secara parsial tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana nilai signifikansi 0,895 lebih besar dari 0,05 dengan nilai t-hitung sebesar (-0,133) lebih kecil dari t tabel (1,991) maka hipotesis ditolak.
9. Berdasarkan hasil pengujian Hipotesis 7, *Growth of sales* perusahaan menunjukkan secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana nilai signifikansi 0,000 lebih kecil dari taraf nyata 0,05 dengan nilai t-hitung sebesar (3,728) lebih besar dari t tabel (1,991) maka hipotesis ditolak. Hal ini dikarenakan pada hipotesis *growth of sales* berdasarkan teori *trade-off* mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal sehingga hipotesis ditolak meskipun menghasilkan data yang signifikan positif terhadap struktur modal.

5.2 Implikasi Teoritis

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tarif pajak, *asset tangibility*, *size*, ROI, risiko bisnis, kepemilikan institusional dan *growth of sales* perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi besarnya *Debt to Equity Ratio* (DER) pada perusahaan manufaktur yang *Listed* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2004-2010. Hasil penelitian ini mempertegas hasil penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa :

1. Variabel Tarif Pajak tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang

dilakukan oleh Yang et. al. (2001), Mas'ud (2008) tetapi berlawanan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Gordon dan Lee (2000), Graham (2003) menyatakan bahwa pajak perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal, sedangkan hasil penelitian Mintz dan Weichenrieder (2005) menyatakan bahwa beban pajak mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat hutang.

2. Variabel *Asset Tangibility* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Chung (1993), Short et. al. (2002), Chen (2004), Fraser et. al. (2005), Jean-Laurent (2006), Mas'ud (2008) yang menunjukkan bahwa *Fixed Asset Ratio* berpengaruh positif terhadap *Debt to Equity Ratio*. Hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) serta Jensen (1986), Al-Najjar dan Taylor (2008), Darminto dan Manurung (2008) yang menunjukkan bahwa *Asset Tangibility* berkorelasi negatif dan signifikan terhadap *leverage*.
3. Variabel *Size* perusahaan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Pandey (2001), Deesomsak et. al. (2004), Delcoure (2006), Al-Najjar dan Taylor (2008), Kim dan Berger (2008) yang menyatakan bahwa ada hubungan yang positif dan signifikan antara ukuran perusahaan dan *leverage*. Hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Darminto dan Manurung (2008) menyatakan

bahwa *size* perusahaan secara signifikan dan negatif terhadap *leverage* sedangkan Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa *size* tidak berpengaruh signifikan terhadap DER.

4. Variabel *Return On Investment* (ROI) tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh hasil penelitian yang telah 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) yang menyatakan bahwa *ratio* hutang mempunyai hubungan negatif dengan profitabilitas, sedangkan penelitian yang telah dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) menyatakan bahwa ROI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Hasil penelitian ini berlawanan dengan Fraser et. al. (2005), Mas'ud (2008) bahwa ROI mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap *leverage* sedangkan Titman dan Wessel (1988) yang menyatakan bahwa ROI berpengaruh tidak signifikan terhadap DER.
5. Variabel Risiko Bisnis tidak berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Gaud et. al. (2003) menyatakan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh positif sedangkan 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 Al Najjar dan Taylor (2008), Kim dan Berger (2008) menyatakan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh negatif dan signifikan.

6. Variabel Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh oleh Moh D. et. al. (1998), Crutchley et. al. (1999) dalam Widjaya dan Kasenda (2008), menyatakan bahwa adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan *leverage* perusahaan sedangkan Joher et. al. (2006), Al-Najjar dan Taylor (2008) menyatakan bahwa adanya hubungan negatif dan signifikan 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.
7. Variabel *Growth of sales* perusahaan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995), Deesomsak et. al. (2004), 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*.

5.4 Implikasi Kebijakan

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan beberapa hal yang dapat dilakukan oleh perusahaan manufaktur sehubungan dengan kebijakan pendanaan, yaitu :

1. Berdasarkan hasil analisis, Tarif pajak tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) (Hipotesis 1). Pengambilan keputusan investasi, perusahaan akan membutuhkan dana tambahan sehingga faktor pajak menjadi salah satu pertimbangan dalam membuat keputusan pendanaan. Tarif pajak penghasilan yang tinggi akan mendorong perusahaan untuk mengurangi beban pajak dengan memperoleh tambahan dana dalam bentuk hutang (obligasi). Hal ini merupakan penambahan proporsi hutang atau peningkatan *Debt to Equity Ratio* menyebabkan penurunan beban pajak, karena adanya beban bunga atas hutang sebagai penghematan dari pembayaran pajak.
2. Berdasarkan hasil analisis, *Asset Tangibility* berpengaruh signifikan positif terhadap DER (Hipotesis 2). Pihak manajemen dapat membuat suatu kebijakan yang dapat meningkatkan *asset tangibility*. Salah satu cara yaitu dengan menambah pemanfaatan dana dalam bentuk *asset* tetap dan menggunakan investasi dalam bentuk lain. *Asset tangibility* merupakan

rasio perbandingan antara *fixed asset* dengan total asset sehingga perusahaan dapat menggunakan *fixed asset* untuk jaminan dalam mengambil hutang sehingga kebijakan struktur aktiva (*asset tangibility*) dapat digunakan sebagai pilihan utama dalam meningkatkan *asset* tetap dengan asumsi *asset* totalnya tidak berubah.

3. Berdasarkan hasil analisis, *Size* perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap DER (Hipotesis 3). Jika pihak manajemen akan membuat kebijakan yang dapat meningkatkan *size* perusahaan dengan hutang sebagai sumber pendanaan eksternal maka perusahaan dapat meningkatkan *asset* tetap maupun *asset* lancarnya (kas dan piutang) dengan mengakses pasar melalui Bursa Efek Indonesia, melakukan penerimaan kredit yang tinggi terhadap hutang-hutang yang diterbitkan.
4. Berdasarkan hasil analisis, ROI tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) (Hipotesis 4). Pihak manajemen dari perusahaan manufaktur dapat membuat suatu kebijakan yang dapat meningkatkan ROI (*Return on Investment*) yang merupakan rasio profitabilitas untuk mengurangi hutang perusahaan dan meningkatkan pendanaan yang bersumber dari internal perusahaan (laba ditahan). Selain itu, untuk mengevaluasi tingkat *Return On Investment* pihak manajemen dapat memperhatikan perkembangan *net profit margin* dan total *assets turnover* dari tahun ke tahun berdasarkan pendekatan teori pendekatan Du Pont (Brigham dan Houston, 2006)

5. Berdasarkan hasil dari analisis, Risiko Bisnis yang dihitung dengan menggunakan DOL tidak berpengaruh signifikan positif terhadap DER (Hipotesis 5) maka perusahaan perlu meminimalkan dan menstabilkan nilai EBIT sehingga beban tetap perusahaan dapat ditekan dan penggunaan hutang dapat diminimalkan. Hal ini dikarenakan perusahaan menanggung risiko bisnis yang besar karena perusahaan manufaktur yang diteliti memiliki sikap gemar terhadap risiko bisnis karena dalam melakukan kebijakan hutang kurang memperhatikan *cut-off* antara hasil terhadap risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan.
6. Berdasarkan hasil analisis, Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) (Hipotesis 6). Pengorbanan yang disebabkan oleh masalah keagenan akan menjadi lebih tinggi apabila *insider* semakin bersikap oportunistik mempergunakan kapasitas yang dimilikinya. Perilaku oportunistik *insider* dapat direduksi dengan menggunakan berbagai instrumen pengawasan sesuai dengan tujuan *owners*. Salah satunya dengan pembentukan dewan komisaris beserta komite audit. Selain itu juga perlu adanya kesetaraan kepentingan antara *insider* dan *outsider owners* atau dengan kata lain adanya perlindungan hak minoritas *stockholders*. Kepemilikan akan mewakili sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat menilai kinerja yang dapat tahap selanjutnya menentukan jabatan manajer (Bathala et. al., 1994). Selain itu, pengurangan *agency cost* meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Kepemilikan ini akan menyejajarkan kepentingan

manajemen dengan kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Alternatif kedua adalah dengan meningkatkan *dividen payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia banyak *free cash flow* dan manajemen harus terpaksa mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasi. Pembiayaan eksternal ini akan meningkatkan pengawasan oleh pihak luar seperti pengawas pasar modal, investmen banker dan investor (Crutchley dan Hansen, 1998 *dalam* Sartono 2001). Sedangkan alternatif terakhir adalah meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen (Jensen dan Meckling, 1976; Crutchley dan Hansen, 1998 *dalam* Sartono 2001)

7. Berdasarkan hasil dari analisis, *Growth of sales* perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) (Hipotesis 7) maka perusahaan seharusnya membuat suatu kebijakan yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan berupa pertumbuhan penjualan. Hal ini dikarenakan dengan pertumbuhan yang baik maka akan menarik minat investor dan secara langsung akan berimbas pada kepercayaan investor dalam penanaman modal berupa pinjaman. Disisi lain investor wajib memperhatikan rasio *growth* karena informasi tersebut dapat digunakan dalam pengambilan keputusan yang tepat untuk melakukan investasi. Pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan berdampak pada kelancaran arus kas, pembayaran modal dan pengembalian modal kepada investor.

5.5 Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan yang dapat menghambat hasil penelitian sesuai dengan hipotesis yang diajukan oleh peneliti.

Adapun keterbatasan tersebut antara lain :

1. Kemampuan prediksi sebesar 20,6 %, mengindikasikan bahwa ketujuh variabel independen (tarif pajak, *asset tangibility*, *size* perusahaan, ROI, risiko bisnis, kepemilikan institusional dan *growth of sales* perusahaan) mampu menjelaskan variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar 20,6 %, sedangkan sisanya 79,4 % variasi DER dapat dijelaskan oleh faktor lain sehingga perlu menghubungkan pengaruh DER terhadap variabel makro ekonomi dan non ekonomi. Hal ini dikarenakan *Debt to Equity Ratio* (DER) hanya menggambarkan sebagian dari struktur modal perusahaan (*equity*) dan penelitian ini juga tidak membahas koreksi fiskal yang berkaitan biaya bunga pinjaman yang tidak diperbolehkan (*Non-tax Deductible*) dalam menghitung Penghasilan Kena Pajak.

5.6 Agenda Penelitian Mendatang

Beberapa agenda penelitian mendatang yang dapat diberikan dari penelitian ini antara lain :

1. Penelitian ini hanya dilakukan pada satu jenis industri yaitu industri manufaktur, sehingga hasil penelitian ini kemungkinan tidak sama apabila diaplikasikan pada jenis industri yang lain. Pada peneliti selanjutnya disarankan penelitian dilakukan pada jenis industri yang beragam yaitu

selain industri manufaktur misalnya industri keuangan (perbankan) atau properti, hal ini untuk mengetahui perbandingan dengan hasil penelitian sebelumnya.

2. Penelitian ke depan perlu menambahkan variabel lain berupa variabel fundamental yang dapat mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan sehingga nilai koefisien determinasinya (R^2) dapat ditingkatkan, sehingga permodelan akan menjadi lebih baik. Variabel fundamental tersebut, antara lain : *Investment Opportunity Set*, *Non-debt tax shield* (Tirsono, 2008), Likuiditas (Purnamasari, et. al., 2009).
3. Pada penelitian berikutnya diharapkan bisa lebih meneliti interdependensi antara kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen dengan menggunakan variabel independen yang berpengaruh secara signifikan di dalam penelitian ini dan ditambah dengan variabel fundamental lain untuk meningkatkan nilai koefisien determinasi (R^2).