

DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN

Triasesiarta Nur
Suharti Putri Siahaan
Institut Bisnis Nusantara
Jl. D.I. Panjaitan Kav. 24 Jakarta 13340
(021) 8564932

ABSTRAK

Struktur modal sebagai fungsi pendanaan harus dipersiapkan oleh manajemen perusahaan dalam rangka mendanai kegiatan operasional yang dapat bersumber baik dari internal maupun eksternal. Struktur modal secara umum menjadi perhatian manajer keuangan sehingga harus dikelola dengan baik. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris dari determinan struktur modal dan bagaimana struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di BEI dengan periode pengamatan 2010 – 2013. Berdasarkan kriteria sampel maka jumlah perusahaan yang dianalisis adalah sebanyak 116 perusahaan yang semuanya berasal dari industri manufaktur. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda dengan menggunakan data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Pertumbuhan Penjualan tidak berpengaruh signifikan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas (ROE) berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal perusahaan; sementara Struktur Modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan perusahaan.

Kata kunci : Struktur Modal, Nilai Perusahaan, Analisis Data Panel

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Persaingan dalam dunia bisnis yang semakin keras membuat suatu perusahaan terutama perusahaan manufaktur berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu cara yang dapat dilakukan untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan melalui peningkatan kemakmuran kepemilikan atau para pemegang saham. Tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Salvatore, hal 9, [1]. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen asset.

Perkembangan dunia usaha diindikasikan oleh adanya globalisasi bisnis yang begitu besar. Hal ini menimbulkan persaingan yang sangat ketat, sehingga perusahaan harus lebih kompetitif dalam persaingan. Perusahaan tidak hanya dituntut untuk menghasilkan produk yang bermutu bagi konsumen, tetapi juga harus mengelola keuangan dengan baik. Kebijakan keuangan harus dapat menjamin keberlangsungan dan perkembangan usaha, salah satunya berkaitan dengan keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal. Pendanaan baik yang berasal dari dalam (*internal financing*) maupun dari luar (*external financing*) perusahaan.

Pada perusahaan *go public*, dana *internal financing* berasal dari laba ditahan dalam perusahaan, sedangkan *external financing* berasal dari pinjaman yang diperoleh dari pihak luar baik yang bersifat jangka pendek maupun bersifat jangka panjang, atau juga bisa berasal dari penerbitan saham, baik saham preferen

maupun saham biasa. Besarnya proporsi antara *internal financing* dan *external financing* akan tergambar pada pada struktur modal perusahaan.

Berdasarkan teori struktur modal, apabila posisi struktur modal berada di atas target struktur modal optimalnya, maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Definisi struktur modal menurut Bangun dan Surianty dalam buku Christina didefinisikan sebagai kombinasi antara hutang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan untuk mendanai kegiatan operasi dan investasi perusahaan. Christina, hal 233, [2]. Dengan demikian, hutang adalah unsur dari struktur modal perusahaan. Struktur modal merupakan kunci perbaikan produktivitas dan kinerja perusahaan. Teori struktur modal menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan (*financial policy*) perusahaan dalam menentukan struktur modal (bauran antara hutang dan ekuitas) bertujuan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*).

Beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, di antaranya: struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan profitabilitas, pajak, pengawasan, sifat manajemen, sikap kreditur dan konsultan, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan. Dengan mengetahui apa dan bagaimana faktor-faktor yang akan mempengaruhi struktur modal perusahaan di Bursa Efek Indonesia, dapat membantu khususnya pihak manajemen perusahaan yang ada dalam perusahaan tersebut dalam menentukan bagaimana seharusnya pemenuhan kebutuhan dana untuk mencapai struktur modal yang optimal dan bagi para investor di pasar modal pada umumnya. Dengan demikian tujuan pihak manajemen perusahaan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat tercapai.

Mengingat keputusan pendanaan merupakan keputusan penting yang secara langsung akan menentukan kemampuan perusahaan untuk dapat bertahan hidup dan berkembang, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur. Penelitian ini mencoba untuk mengetahui faktor-faktor apakah yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2009-2013. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, dan profitabilitas yang diuji pengaruhnya terhadap struktur modal serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Rumusan Masalah

Dalam penelitian ini permasalahan yang akan diteliti dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2013.
2. Apakah struktur aktiva berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2013.
3. Apakah profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2013.
4. Apakah struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2013.

LANDASAN TEORI

Nilai Perusahaan

Definisi Perusahaan menurut Salvatore adalah suatu organisasi yang mengkombinasikan dan mengorganisasikan berbagai sumber daya dengan tujuan untuk memproduksi barang dan atau jasa untuk dijual. Tujuan utama perusahaan

menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) Salvatore, hal 9, [1].

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan sangat penting artinya bagi perusahaan di masa depan. Memaksimalkan nilai perusahaan perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga perusahaan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Euis dan Taswan, hal 1, [5]. Nilai perusahaan menurut Suad Husnan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Suad Husnan, hal 7, [4]. Sedangkan menurut Keown nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Keown, hal 4, [6].

Menurut Brigham dan Houston terdapat beberapa pendekatan analisis rasio dalam penilaian *market value*, terdiri dari pendekatan *price earning ratio* (PER), *price book value ratio* (PBVR), *market book ratio* (MBR), *dividen yield ratio*, dan *dividen payout ratio* (DPR). Brigham dan Houston, hal 93, [3]. Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan PBVR.

Rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan atau *price book value* (PBV), menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. PBV yang tinggi mencerminkan harga saham yang tinggi dibandingkan nilai buku perlembar saham. Semakin tinggi harga saham, semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Keberhasilan perusahaan menciptakan nilai tersebut tentunya memberikan harapan kepada pemegang saham berupa keuntungan yang lebih besar pula. Sartono, hal 9, [7]. secara sederhana menyatakan bahwa *price to book value* (PBV) merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya.

PBV mempunyai beberapa keunggulan sebagai berikut:

1. Nilai buku mempunyai ukuran intuitif yang relatif stabil yang dapat diperbandingkan dengan harga pasar. Investor yang kurang percaya dengan metode *discounted cash flow* dapat menggunakan *price book value* sebagai perbandingan.
2. Nilai buku memberikan standar akuntansi yang konsisten untuk semua perusahaan. PBV dapat diperbandingkan antara perusahaan-perusahaan yang sama sebagai petunjuk adanya *under* atau *overvaluation*.
3. Perusahaan-perusahaan dengan *earning* negatif, yang tidak bisa dinilai dengan menggunakan *price earning ratio* (PER) dapat dievaluasi menggunakan *price book value ratio* (PBV).

Pengertian Struktur Modal

Dalam konteks manajemen keuangan, dikenal 3 fungsi utama manajemen keuangan yaitu, fungsi penggunaan dana yang menyangkut keputusan investasi, fungsi mendapatkan dana yang menyangkut keputusan pembelanjaan (pendanaan) serta fungsi pengalokasian laba yang menyangkut kebijakan dividen.

Struktur modal perusahaan merupakan bagian dari struktur keuangan perusahaan yang mengulas tentang cara perusahaan mendanai aktivitasnya, dengan demikian terkait fungsi mendapatkan dana dari manajemen keuangan. Pernyataan bahwa struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan perusahaan didasarkan pada cakupan struktur keuangan yang lebih luas dibandingkan struktur modal. Dalam neraca perusahaan (*balance sheet*) yang terdiri dari sisi aktiva yang mencerminkan struktur kekayaan dan sisi pasiva sebagai struktur keuangan. Struktur modal mengarah pada pendanaan perusahaan

yang menggunakan utang jangka panjang, saham preferen ataupun modal pemegang saham.

Ada beberapa pengertian struktur modal. Menurut Weston dan Copeland bahwa *capital structure or the capitalization of the firm is the permanent financing represented by long-term debt, preferred stock and shareholder's equity*. Weston dan Copeland, hal 68, [8]. Sedangkan Menurut Bernstein dan Wild dalam Sugiarto, Pada hakikatnya struktur modal yang merupakan kombinasi utang dan ekuitas dan struktur keuangan jangka panjang perusahaan lebih menggambarkan target komposisi utang dan modal dalam jangka panjang pada suatu perusahaan. Sugiarto, hal 1, [9]. Selanjutnya Struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen dan saham biasa. Horne dan Wachowicz, Hal 472, [10]. Menurut Keown struktur modal adalah campuran sumber-sumber dana jangka panjang yang digunakan perusahaan. Keown, hal 148, [11]. Dari beberapa pengertian di atas maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari utang jangka panjang (*long-term liabilities*) dan modal sendiri (*shareholder's equity*) yang menjadi sumber pembiayaan perusahaan untuk membiayai aktivitya.

Teori Struktur Modal

Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan. Dengan kata lain, seandainya perusahaan mengganti sebagian modal sendiri dengan hutang (atau sebaliknya) apakah harga saham akan berubah, apabila perusahaan tidak mengubah keputusan-keputusan keuangan lainnya. Dengan kata lain, kalau perubahan struktur modal tidak mengubah nilai perusahaan, berarti bahwa tidak ada struktur modal yang terbaik. Semua struktur modal adalah baik. Tetapi kalau dengan mengubah struktur modal ternyata nilai perusahaan berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang optimal. Struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham adalah struktur modal yang optimal. Husnan dan Pudjiastuti, hal 263, [12]. Teori mengenai struktur modal telah banyak dibicarakan oleh para peneliti. Berikut ini akan diuraikan mengenai teori-teori tersebut.

1. The Modigliani-Miller Model

Teori struktur modal modern yang pertama adalah teori Modigliani dan Miller (teori MM) dimulai pada tahun 1958. Brigham dan Houston, hal 179, [3]. Mereka berpendapat bahwa struktur modal tidak relevan atau tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM mengajukan beberapa asumsi untuk membangun teori mereka yaitu:

1. Tidak ada biaya pialang.
2. Tidak ada pajak.
3. Tidak ada biaya kebangkrutan.
4. Investor dapat meminjam dengan tingkat yang sama seperti perusahaan.
5. Seluruh investor memiliki informasi yang sama seperti manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa depan.
6. EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang.

Dengan asumsi-asumsi tersebut, MM mengajukan dua preposisi yang dikenal sebagai preposisi MM tanpa pajak dan dengan pajak. Brealey, Myers dan Marcus menyimpulkan dari teori MM tanpa pajak ini yaitu tidak membedakan antara perusahaan berhutang atau pemegang saham berhutang pada saat kondisi tanpa pajak dan pasar yang sempurna. Nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modalnya. Dengan kata lain, manajer keuangan tidak dapat meningkatkan nilai

perusahaan dengan mengubah proporsi debt dan equity yang digunakan untuk membiayai perusahaan.

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis dan kemudian MM memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya. Pajak dibayarkan kepada pemerintah, yang berarti merupakan aliran kas keluar. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak.

Teori MM tersebut sangat kontroversial. Implikasi teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya menggunakan hutang sebanyak-banyaknya. Dalam prakteknya, tidak ada perusahaan yang mempunyai hutang sebesar itu, karena semakin tinggi tingkat hutang suatu perusahaan, akan semakin tinggi juga kemungkinan kebangkrutannya. Inilah yang melatarbelakangi teori MM mengatakan agar perusahaan menggunakan hutang sebanyak-banyaknya, karena MM mengabaikan biaya kebangkrutan.

2. Teori *Signaling* dan Model Informasi Asimetri

Teori *signaling* (teori pemberian isyarat) didasarkan pada ide bahwa manajer yang memiliki informasi bagus tentang perusahaan berupaya menyampaikan informasi tersebut kepada investor luar agar harga saham perusahaan meningkat. Namun adanya masalah informasi asimetri, menjadikan manajer tidak hanya sekedar mengumumkan hal yang sama sehingga membuat investor luar menjadi kurang percaya. Investor harus menunggu berlama-lama untuk membuktikan kebenaran dari ucapan-ucapan manajer tersebut.

Menurut Brigham dan Houston Sinyal (*signal*) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu syarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru, lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti menerbitkan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan tersebut cerah. Brigham dan Houston, hal 186, [3].

3. Teori Pertukaran (*Trade-of Pertukaran*)

Teori pertukaran dikemukakan Brigham dan Houston bahwa teori pertukaran adalah teori struktur modal yang menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan.

Menurut Siregar dalam buku Joni dan Lina, Hutang menyebabkan perusahaan memperoleh manfaat pajak, sedangkan biaya kebangkrutan merupakan biaya administrasi, biaya hukum, biaya keagenan, dan biaya pengawasan untuk mencegah perusahaan mengalami kebangkrutan. Sedangkan nilai optimal adalah titik yang menunjukkan manfaat pajak atas setiap tambahan rupiah hutang sama besarnya dengan kenaikan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) atas penambahan hutang tersebut. Joni dan Lina, hal 84, [13].

Namun, teori ini memiliki kelemahan, yaitu mengabaikan adanya asimetri informasi dan besarnya biaya untuk melakukan substitusi hutang ke ekuitas atau ekuitas ke hutang. *Trade-off* mengasumsikan bahwa investor dan manajemen memiliki informasi yang sama. Hal ini tidak dapat diterima karena sulit bagi investor untuk mendapatkan informasi dengan porsi yang sama dengan pihak manajemen. Hal ini menghambat kemampuan perusahaan untuk melakukan penambahan dana

dengan mengandalkan penerbitan emisi saham baru. Selain asimetri informasi, biaya pajak dan biaya transaksi substitusi hutang ke ekuitas dan ekuitas ke hutang harga juga mempengaruhi perilaku manajer dalam menentukan struktur modal. Peningkatan pembayaran dividen oleh perusahaan. Peningkatan pembayaran dividen menyebabkan peningkatan biaya pajak penghasilan pribadi dan biaya komisi bagi perusahaan.

4. *Pecking Order Theory*

Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun 1961, sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers pada tahun 1984. Teori ini disebut *pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Suad Husnan, hal 324, [4]. Secara ringkas teori tersebut menyatakan bahwa:

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan).
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi, maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.
4. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling "aman" terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Sesuai dengan teori ini, tidak ada suatu *target debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan. *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* (menguntungkan) umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan karena perusahaan mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena memerlukan *external financing* yang sedikit. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Penggunaan dana eksternal dalam bentuk hutang lebih disukai daripada modal sendiri karena dua alasan:
 - a. Pertimbangan biaya emisi di mana biaya emisi obligasi akan lebih murah daripada biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama.
 - b. Manajer khawatir penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun, hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya ketidaksamaan informasi antara pihak manajemen dengan pihak pemodal.

5. *Agency Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976, yang menyebutkan bahwa manajemen merupakan agen dari

pemegang saham, sebagai pemilik perusahaan (*principal*). Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Biaya yang ditimbulkan dari pengawasan yang dilakukan oleh manajemen disebut biaya agensi. Joni dan Lina, hal 84, [13].

Biaya agensi menurut Mayangsari dalam Buku Joni dan Lina adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditur dan pemegang saham. Pengawasan manajemen dapat dilakukan dengan audit laporan keuangan dan pembatasan pembuatan keputusan manajemen.

Tiga cara untuk meminimalkan biaya keagenan yaitu:

1. Meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen
2. Mengurangi *free cash flow* yang dikuasai oleh manajemen, salah satu caranya adalah dengan pembagian dividen, dan
3. Meningkatkan *Leverage* perusahaan.

Dengan diadakannya pendanaan eksternal yang berupa hutang diharapkan biaya yang dikeluarkan oleh pihak pemegang saham sehubungan dengan pengawasan manajemen dapat berkurang karena pihak kreditur yang memberikan pinjaman kepada perusahaan dalam hal ini manajemen sebagai eksekutif organisasi akan melakukan pengawasan guna mendapatkan keyakinan tentang kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajibannya. Dengan kata lain, hutang mampu memperkecil biaya agensi. Joni dan Lina, hal 84, [13].

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal

Perusahaan dengan pertumbuhan yang stabil dapat lebih aman, dapat lebih banyak pinjaman, dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Perusahaan umum, karena permintaan produk dan jasanya stabil secara historis mampu menggunakan lebih *leverage* keuangan dari pada perusahaan industri.

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal atau hutang lebih jauh lagi, biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk menerbitkan surat hutang atau obligasi yang jauh lebih banyak mengandalkan hutang. Tetapi pada saat yang sama, perusahaan yang tumbuh lebih pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginan untuk menggunakan hutang. Brigham dan Houston, hal 39, [3]. Hal ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Ali Kesuma yang menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan pada struktur modal. Ali Kesuma, hal 44, [15]. Dari penelitian tersebut maka diajukan hipotesis penelitian yaitu:

Hipotesis 1: Pertumbuhan Penjualan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal

Asset atau aktiva adalah segala sesuatu yang dimiliki oleh perusahaan. Aktiva dapat digolongkan menjadi aktiva tetap, aktiva tidak berwujud, dan aktiva lain-lain. Penggolongan ini yang kemudian disebut Struktur aktiva.

Semakin tinggi struktur aktiva maka semakin tinggi struktur modalnya berarti semakin besar aktiva tetap yang dapat dijadikan agunan hutang oleh perusahaan tersebut. Sebaliknya, semakin rendah struktur aktiva dari suatu perusahaan, semakin rendah kemampuan dari perusahaan tersebut untuk dapat menjamin hutang jangka panjangnya. Menurut Weston dan Brigham Hal ini sesuai dengan teorinya, bahwa perusahaan yang memiliki aktiva sebagai agunan hutang cenderung akan menggunakan hutang dalam jumlah yang lebih besar. Aktiva yang dimaksud sebagai jaminan atas hutang adalah aktiva tetap (*fixed assets*). Weston

dan Brigham, [14]. Hal ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Masdar Mas'ud bahwa struktur aktiva berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Masdar Mas'ud, hal 159, [16]. Dari penelitian tersebut maka diajukan hipotesis penelitian yaitu:

Hipotesis 2: Struktur Aktiva berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Profitabilitas juga merupakan variabel yang mempengaruhi struktur modal. dalam penelitian ini profitabilitas diwakili oleh *Return On Equity (ROE)*, yaitu dengan membandingkan laba bersih dengan total ekuitas perusahaan. Pengaruh *profitability* terhadap struktur modal dikemukakan Mayangsari dalam Joni dan Lina adalah perusahaan dengan *rate of return* yang tinggi cenderung menggunakan proporsi hutang yang relatif kecil. Hal ini disebabkan return yang tinggi akan menyediakan sejumlah dana internal yang relatif besar yang diakumulasikan sebagai laba ditahan.

Hal ini sesuai dengan *Pecking order theory* yang menyatakan bahwa pendanaan internal lebih disukai perusahaan. Semakin tinggi porsi dana yang tersedia untuk membiayai operasional perusahaan dan kesempatan investasi yang berasal dari laba ditahan, maka tingkat *leverage* akan semakin kecil. Joni dan Lina, hal 88, [13]. Hal ini sesuai dengan penelitian terdahulu oleh Ali Kesuma, hal 38, [15]. Masdar Mas'ud hal 159, [16]. Christina Catur Widayati hal 245, [2]. yang menunjukkan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Dari penelitian tersebut maka diajukan hipotesis penelitian yaitu:

Hipotesis 3: Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan struktur modal melibatkan perimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian, di mana menggunakan lebih banyak hutang berarti memperbesar risiko yang ditanggung pemegang saham, namun di sisi lain menggunakan lebih banyak hutang juga dapat memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang makin tinggi cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan (*Expected Rate of Return*) akan menaikkan nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham tersebut. Karena itu struktur modal harus berada pada keseimbangan antar risiko dan pengembalian yang memaksimalkan harga saham. Brigham dan Houston, hal 5, [3].

Tujuan akhir suatu perusahaan dari struktur modal adalah meningkatkan pendapatan pemilik perusahaan melalui nilai perusahaan, di samping mempunyai tujuan yang lain yaitu meningkatkan keuntungan perusahaan. Struktur modal perusahaan harus memaksimalkan profit bagi kepentingan modal sendiri, dan keuntungan yang diperoleh harus lebih besar dari biaya modal sebagai akibat penggunaan struktur modal tertentu.

Menurut Modigliani dan Miller (1963), bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Jika pendekatan Modigliani Miller dalam kondisi ada pajak penghasilan perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat terus karena penggunaan hutang yang semakin besar. Ini mengindikasikan bahwa struktur modal yang optimal dapat dicapai dengan menyeimbangkan keuntungan perlindungan pajak dengan beban biaya sebagai akibat penggunaan hutang yang semakin besar. Sartono, hal 235, [7].

Sri Hermuningsih dalam penelitiannya menunjukkan bahwa struktur modal, berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sri Hermuningsih, hal 145, [17]. Fernandes Moniaga dalam penelitiannya juga menunjukkan bahwa Variabel

Struktur Modal berpengaruh signifikan terhadap variabel Nilai Perusahaan. Fernandes Moniaga, hal 441, [18]. Dari penelitian tersebut maka diajukan hipotesis penelitian yaitu:

Hipotesis 4: Struktur Modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

METODOLOGI PENELITIAN

Metode Penelitian

Menurut tingkat eksplanasinya, penelitian yang dilakukan penulis termasuk dalam kategori penelitian *asosiatif kausal*, yaitu penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan antara dua variabel atau lebih yang membentuk hubungan sebab akibat. Sugiyono hal 11, [19].

Populasi

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek/subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Sugiyono, hal 90, [19]. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada semua sektor (sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri, dan sektor industri barang dan konsumsi) pada tahun 2010-2013.

Sampel

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut. Dalam penelitian ini perusahaan dipilih dengan metode *Purposive sampling* yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu atau metode pemilihan secara tidak acak. Sugiyono, hal 96, [19]. Sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik dengan kriteria sampel yang ditentukan. kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini antara lain:

1. Perusahaan tersebut adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2013.
2. Saham emiten aktif diperdagangkan selama periode pengamatan yaitu tahun 2010 sampai dengan tahun 2013.
3. Perusahaan telah menerbitkan laporan keuangan selama 4 (empat) tahun (2010-2013) dan memiliki data yang dibutuhkan berturut-turut mulai tahun 2010-2013.

Dari populasi sebanyak 134 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, diperoleh sebanyak 116 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel.

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Variabel penelitian adalah sesuatu yang berbentuk apa saja yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari sehingga diperoleh informasi tentang hal tersebut, kemudian ditarik kesimpulannya. Sugiyono, hal 38, [19].

Variabel Dependen

Menurut Sugiyono, variabel dependen sering disebut sebagai variabel output, kriteria, konsekuen. Sering disebut variabel terikat yaitu variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas. Sugiyono, hal 40, [19]. Dalam penelitian ini variabel dependen adalah nilai perusahaan dan struktur modal.

Nilai Perusahaan

Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV). PBV menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. PBV yang tinggi mencerminkan harga

pasar perlembar saham yang tinggi dibandingkan nilai buku perlembar saham. Irham Fahmi, hal 84, [20]. Diformulasikan sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Book value per share}}$$

Struktur Modal (*Capital Structure*)

Menurut Weston dan Copeland struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal saham. Weston dan Copeland, hal 37, [8]. Struktur modal pada penelitian ini diprosikan dengan rasio *Debt to Equity* (DTE) dihitung dengan membagi total hutang perusahaan (termasuk kewajiban lancar) dengan ekuitas pemegang saham. Horne dan Wachowicz, hal 137, [10].

$$DTE = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Shareholders' Equity}} \times 100\%$$

Variabel Independen

Menurut Sugiyono Variabel independen merupakan variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahan atau timbulnya variabel dependen. Sugiyono, hal 59, [19]. Dalam penelitian ini, ada 5 variabel independen yang digunakan terdiri dari atas pertumbuhan penjualan (*Growth of Sales*), struktur aktiva (*Aset Structure*), profitabilitas (*Profitability*).

Pertumbuhan Penjualan (*Growth of Sales*)

Pertumbuhan Penjualan atau *Growth of sales* adalah kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun atau dari waktu ke waktu. Cara pengukurannya adalah dengan membandingkan penjualan pada tahun ke t setelah dikurangi penjualan pada periode sebelumnya terhadap penjualan pada periode sebelumnya.

$$\text{Growth of Sales} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} \times 100\%$$

Keterangan :

S_t = penjualan pada tahun ke t

S_{t-1} = penjualan pada periode sebelumnya

Struktur Aktiva (*Asset Structure*)

Menurut Titman dan Wessels struktur aktiva adalah kekayaan atau sumber-sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan akan memberikan manfaat dimasa yang akan datang, yang terdiri dari aktiva tetap, aktiva tidak berwujud, aktiva lancar, dan aktiva tidak lancar. Perbandingan jumlah aktiva tetap yang besar dari total aktiva berarti bahwa aktiva tak berwujud yang dimiliki perusahaan lebih sedikit. Total aktiva adalah hasil pertambahan antara aktiva tetap dengan aktiva tak berwujudnya. Cara mengukurnya adalah dengan perbandingan atau perimbangan antara aktiva tetap dengan total aktiva. Sheridan Titman dan Roberto Wessels, hal 3, [21].

$$\text{Assets Structure} = \frac{\text{Fix Assets}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$$

Profitabilitas (*Profitability*)

Profitabilitas pada penelitian ini diukur dengan menggunakan *Return On Equity* (ROE) rasio ini menunjukkan daya untuk menghasilkan laba atas investasi berdasarkan nilai buku para pemegang saham, dan sering kali digunakan dalam membandingkan dua atau lebih perusahaan dalam sebuah industri yang sama. Rasio hutang terhadap ekuitas dihitung dengan membagi total hutang perusahaan (termasuk kewajiban lancar) dengan ekuitas pemegang saham. Horne dan Wachowicz, hal 225, [10].

$$ROE = \frac{\text{Earning After Tax (EAT)}}{\text{Equity}} \times 100\%$$

Metode Analisis Data

Penelitian ini akan menggunakan metode regresi data panel (*pooled data*). Dimana data panel merupakan kombinasi dari data dari data *time series* dan *cross section*. Dengan mengakomodasi informasi baik yang terkait dengan variabel-variabel *cross section* maupun *time series*, data panel mampu menurunkan masalah *omitted variabel*. Ada tiga metode yang bisa digunakan untuk bekerja dengan data panel sebagai berikut:

1. *Ordinary Least Square (OLS)*
2. *Fixed Effect (FE)*
3. *Random Effect (RE)*

Pendekatan OLS secara sederhana menggabungkan seluruh data *time series* dan *cross section*. *fixed Effect* memperhitungkan kemungkinan bahwa peneliti menghadapi masalah *omitted variable*, yang mungkin membawa perubahan pada *intercept time series* atau *cross section*. Model dengan *Fixed Effect* menambahkan variabel *dummy* untuk mengizinkan adanya perubahan *intercept* ini. Sedangkan pendekatan *Random Effect* memperbaiki efisiensi proses *least square* dengan memperhitungkan *error* dari *cross section* dan *time series*. Model RE adalah variasi estimasi *Generalized Least Square (GLS)*.

Penelitian ini menggunakan dua model penelitian sebagai berikut:

$$DTE_{it} = \alpha_1 + \beta_1 DSALES_{it} + \beta_2 ST_ASSET_{it} + \beta_3 ROE_{it} + ei \dots \dots \dots (1)$$

$$DTE_{it} = \alpha_2 + PBV_{it} + ei \dots \dots \dots (2)$$

Dimana:

$\alpha_1 \alpha_2$	=	Konstanta
$\beta_1 \beta_2 \beta_3$	=	Koefisien variabel
DTE	=	Struktur Modal
PBV	=	Nilai Perusahaan
DSALES	=	Pertumbuhan Penjualan
ST_ASSET	=	Struktur Aktiva
ROE	=	Profitabilitas
ei	=	error

Secara ringkas langkah-langkah panel data adalah sebagai berikut:

1. Uji *Chow (Pool vs Fixed Effect)*
 - (a) Jika H_0 diterima, maka model *pool (Common)*, (selesai sampai di sini)
 - (b) Jika H_0 ditolak, maka model *fixed effect*, (teruskan langkah 2)
2. Uji *Hausmann (Random vs Fixed Effect)*
 - (a) Jika H_0 diterima, maka model *random effect*. (selesai sampai di sini)
 - (b) Jika H_0 ditolak, maka model *fixed effect*. (teruskan ke langkah 3)
3. Uji Asumsi Klasik: Uji Heterokedastisitas, Uji Multikolinearitas, Uji Autokorelasi.

ANALISIS DATA, PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

Deskripsi Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur sektor Industri Dasar dan Kimia, Aneka Industri dan Industri Barang Konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) (www.idx.co.id) periode 2010 sampai 2013. Pada awal penelitian perusahaan yang diperoleh adalah 134 perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Namun objek yang digunakan sebagai sampel tidak meliputi keseluruhan perusahaan manufaktur karena sampel di pilih dengan menggunakan teknik *purposive sampling* atau berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan tersebut adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada bursa efek Indonesia pada periode 2010-2013.
2. Saham emiten aktif diperdagangkan selama periode pengamatan yaitu tahun 2010 sampai dengan tahun 2013.
3. Perusahaan telah menerbitkan laporan keuangan selama 4 (empat) tahun (2010-2013) dan memiliki data yang dibutuhkan berturut-turut mulai tahun 2010-2013.

Maka atas dasar kriteria-kriteria yang telah ditetapkan tersebut, diperoleh jumlah sampel dari penelitian selama periode 2010 sampai 2013 adalah sebanyak 116 perusahaan. Dengan menggunakan metode penggabungan data (*pooling*) maka diperoleh data penelitian sebanyak $4 \times 116 = 464$ data observasi. Pengambilan sampel penelitian ini digambarkan pada tabel 1 di bawah ini:

Tabel 1
Proses Seleksi Sampel Berdasarkan Kriteria

Kriteria Sampel	Jumlah Perusahaan
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	134
Perusahaan yang data keuangannya tidak lengkap	(19)
Total perusahaan yang digunakan dalam penelitian	116
Total keseluruhan sampel dalam penelitian (kurun waktu 4 tahun)	116

Uji Chow Model 1

Hipotesis pengujian yang dilakukan menggunakan *Chowtest* atau *Likelihood ratio test*, yaitu:

H_0 : Probability > 0,05 ; model mengikuti *Common Effect*

H_a : Probability < 0,05 ; model mengikuti *Fixed Effect Model*

Dengan nilai Prob= 0,0000 untuk *Cross-section F*, yang berarti kurang dari 0,05 (Keputusan: Tolak H_0 atau Terima H_a) sehingga dapat disimpulkan dengan tingkat keyakinan 95% *Fixed Effect Model* lebih baik daripada model *Common Effect*.

Uji Hausmann Model 1

Setelah tahapan pengujian signifikansi diperoleh *Fixed Effect Model* lebih baik/sesuai daripada *Ordinary Least Square* (OLS). Lalu diajukan kembali pada model *fixed effect* atau *random effects* yang lebih sesuai. Untuk menentukan hal tersebut dilakukan Uji *Hausmann*.

Hipotesis pengujian dengan *Hausman test* yaitu:

H_0 : Probability > 0,05 ; Model mengikuti *Random Effect Model*

H_1 : Probability < 0,05 ; Model mengikuti *Fixed Effect Model*

Dengan nilai Prob = 0,0140 untuk *Cross-section random*, yang berarti lebih kecil dari 0,05 (Keputusan: terima H_1) sehingga dapat disimpulkan dengan tingkat keyakinan 95% *Fixed Effect Model* lebih baik daripada *Random Effect Model*.

Pengujian Hipotesis Model 1

Berdasarkan penjelasan hasil dari Uji *Chow* dan Uji *Hausmann* tersebut maka dilakukan analisis regresi panel data yang fokus ke model *Fixed Effect*. Hasil regresi data panel dengan menggunakan *Eviews* versi 8 memakai metode pendekatan *Fixed Effect* dapat dilihat pada table 2 berikut:

Tabel 2
Model 1 *Fixed Effect*

Dependent Variable: DTE				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 05/26/16 Time: 08:38				
Sample: 2010 2013				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 116				
Total panel (balanced) observations: 464				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.957593	0.023534	83.18024	0.0000
DSALES	0.000263	0.000816	0.322109	0.7476
ST_ASSET	-0.059785	0.099268	-0.602256	0.0000
ROE	-0.030527	0.002472	-12.34762	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.945902	Mean dependent var	9.996625	
Adjusted R-squared	0.927399	S.D. dependent var	10.89323	
S.E. of regression	2.641988	Sum squared resid	2408.135	
F-statistic	51.12174	Durbin-Watson stat	2.075159	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.680151	Mean dependent var	1.715517	
Sum squared resid	3622.515	Durbin-Watson stat	2.091218	

Sumber : Hasil Olah Data

Berdasarkan hasil , maka model penelitian 1 dapat dirumuskan dengan:

$$DTE_{it} = 1,9575 + 0,0002 DSALES_{it} + -0,0597 ST_ASSET_{it} + -0,0305 ROE_{it}$$

Pada tabel 2 diatas terlihat bahwa variabel DSALES memiliki nilai signifikansi 0,7476 yaitu lebih dari 0,05 ($0,7476 > 0,05$). H_0 tidak ditolak, artinya Hipotesis pertama ditolak hal ini menunjukkan bahwa DSALES (Pertumbuhan Penjualan) secara parsial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DTE (Struktur Modal) pada tingkat keyakinan 95%.

Variabel ST_ASSET memiliki nilai signifikansi 0,0000 yaitu lebih besar dari 0,05 ($0,0000 < 0,05$). H_0 ditolak, artinya Hipotesis dua diterima hal ini menunjukkan bahwa ST_ASSET (Struktur Aktiva) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap DTE (Struktur Modal) pada tingkat keyakinan 95%.

Variabel ROE memiliki nilai signifikansi 0,0000 yaitu lebih kecil dari 0,05 ($0,0000 < 0,05$). H_0 ditolak, artinya Hipotesis tiga diterima hal ini menunjukkan bahwa ROE (Profitabilitas) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DTE (Struktur Modal) pada tingkat keyakinan 95%.

Uji Chow Model 2

Model 2 pada penelitian ini bertujuan untuk melihat atau menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. seperti halnya pada model 1 maka tahap pertama yang harus dilakukan adalah uji *chow test*, untuk memilih model *Common Effect* atau *Fixed Effect* yang lebih tepat digunakan dalam mengestimasi data panel.

Hipotesis dalam uji *Chow* dalam penelitian ini adalah:

H_0 : Probability > 0,05 : Model mengikuti *Common Effect Model*

H_1 : Probability < 0,05 : Model mengikuti *Fixed Effect Model*

Dengan nilai Prob = 0,0000 untuk *Cross-section F*, yang berarti kurang atau probabilitas jauh dibawah 0,05 (Keputusan: Tolak H_0 atau Terima H_1) sehingga dapat disimpulkan dengan tingkat keyakinan 95% *Fixed Effect Model* lebih baik daripada model *Common effect*.

Uji Hausmann Model 2

Dengan terpilihnya *Fixed Effect Model* sebagai model terbaik maka langkah selanjutnya adalah melakukan Uji *Hausman*.

Hipotesis pengujian dengan *Hausman test* yaitu:

H_0 : Probability > 0,05 ; Model mengikuti *Random Effect Model*

H_1 : Probability < 0,05 ; Model mengikuti *Fixed Effect Model*

Seperti yang dapat dilihat pada output (tabel 4-12) nilai Prob = 0,6907 untuk *Cross-section random*, yang berarti lebih dari 0,05. Dengan demikian maka dapat disimpulkan bahwa (Keputusan: H_1 ditolak dan H_0 diterima) yang berarti dengan tingkat keyakinan 95% model yang lebih tepat digunakan dalam penelitian ini adalah model *Random Effect Model*.

Pengujian Hipotesis Model 2

Pengujian model 2 bertujuan untuk menganalisis pengaruh DTE terhadap PBV.

Tabel 3
Model 2 dengan Random Effect Model

Dependent Variable: PBV				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 05/23/16 Time: 15:34				
Sample: 2010 2013				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 116				
Total panel (unbalanced) observations: 464				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.096705	0.408357	5.134492	0.0000
DTE	0.168600	0.031358	5.376605	0.0000
Effects Specification			S.D.	Rho
Cross-section random			4.174115	0.7341
Idiosyncratic random			2.511993	0.2659

Weighted Statistics			
R-squared	0.095275	Mean dependent var	0.689739
Adjusted R-squared	0.937230	S.D. dependent var	2.583385
S.E. of regression	2.508668	Sum squared resid	2894.970
F-statistic	28.98457	Durbin-Watson stat	1.778161
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Olah Data

Model 2 penelitian dirumuskan dengan :

$$PBV_{it} = 2.096705 + 0.168600DTE_{it}$$

1. Hasil Uji Pengaruh Pertumbuhan Penjualan (DSALES) Terhadap Struktur Modal (DTE)

Tabel 2 menunjukkan hasil regresi data panel metode *Fixed Effect* dari pengujian pertumbuhan penjualan (DSALES) terhadap struktur modal (DTE). Hasil yang diperoleh dari pengujian regresi tersebut didapatkan variabel DSALES memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,000263 dan dengan tingkat probabilitas sebesar 0,7476 yaitu lebih besar dari 0,05 atau ($0,7476 > 0,05$). Hasil ini membuktikan bahwa pengaruh variabel pertumbuhan penjualan (DSALES) berpengaruh negatif atau tidak mempengaruhi struktur modal (DTE). Sementara uji t pada penelitian ini membuktikan nilai probabilitas DSALES lebih besar daripada tingkat signifikansi 5% ($0,7476 > 0,05$) artinya pertumbuhan penjualan (DSALES) tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DTE). Pengaruh yang tidak signifikan memberikan arti bahwa perusahaan cenderung jarang mempertimbangkan pembuatan utang hanya berdasarkan pertumbuhan penjualan saja, akan tetapi lebih memperlihatkan integrasinya dengan faktor struktur modal.

Dengan mendasarkan pada pembahasan tersebut dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak mendukung atau menolak hipotesis 1. Penelitian ini berseberangan dengan penelitian Ali Kesuma, hal 42, [15], yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Penelitian ini sejalan dengan Christina Catur Widayati, hal 246, [2]. menyatakan bahwa *sales growth* atau pertumbuhan penjualan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

2. Hasil Uji Pengaruh Struktur Aktiva (ST_ASSET) Terhadap Struktur Modal (DTE)

Pengujian selanjutnya dilakukan terhadap variabel struktur aktiva (ST_ASSET), dengan melihat pada Tabel 2 hasil yang diperoleh dari pengujian regresi tersebut didapatkan variabel struktur aktiva memiliki nilai koefisien sebesar -0,059785 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.0000 yaitu lebih besar dari 0,05 ($0.0000 < 0,05$). Dari hasil tersebut membuktikan bahwa ST_ASSET berpengaruh signifikan secara negatif terhadap DTE dengan tingkat keyakinan 95%.

Dengan mendasarkan pada pembahasan tersebut dapat disimpulkan bahwa penelitian ini mendukung atau menerima hipotesis 2 bahwa struktur aktiva (ST_ASSET) berpengaruh terhadap struktur modal (DTE). Penelitian ini berseberangan dengan penelitian Seftianne dan Ratih Handayani, hal 53, [27] yang menyatakan struktur aktiva tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Penelitian ini sejalan dengan Masdar Mas'ud, hal 159, [16] yang menyatakan bahwa *Aset structure* atau struktur aktiva berpengaruh signifikan terhadap struktur modal baik di Indonesia maupun di Malaysia berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

3. Hasil Uji Pengaruh Profitabilitas (ROE) Terhadap Struktur Modal (DTE)

Pengujian selanjutnya dilakukan terhadap variabel Profitabilitas (ROE), dengan melihat pada tabel 2 hasil yang diperoleh dari pengujian regresi tersebut didapatkan nilai koefisien regresi sebesar $-0,030527$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,0000$ ($0,0000 < 0,05$) hasil ini membuktikan bahwa variabel profitabilitas (ROE) berpengaruh signifikan secara negatif terhadap struktur modal (DTE). Artinya semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka akan menyebabkan struktur modal semakin rendah. Artinya perusahaan-perusahaan besar yang profitable lebih cenderung bersifat konservatif dalam menggunakan utang untuk operasi perusahaannya. Sementara untuk perusahaan yang kurang profitable, akan cenderung tetap menggunakan dana internal (laba ditahan) terlebih dahulu baru kemudian menutupi kekurangan dengan melakukan pinjaman dalam bentuk uang. Sehingga dapat disimpulkan, semakin tinggi ROE maka semakin kecil proporsi hutang di dalam *equity* (struktur modal perusahaan).

Dengan mendasarkan pada pembahasan tersebut dapat disimpulkan bahwa penelitian ini mendukung atau menerima hipotesis 3 bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DTE). Penelitian ini berseberangan dengan penelitian Moh'd et al, hal 85, [28]. Seftianne dan Ratih Handayani, hal 53, [27]. Joni dan Lina, hal 94, [13]. yang menyatakan profitability berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Tetapi penelitian ini sejalan dengan penelitian R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto, hal 175, [29]. Saidi, hal 58, [30]. Masdar Mas'ud, hal 159, [16]. Dan Christina Catur Widayati, hal 245, [2] yang menyatakan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

4. Hasil Uji Pengaruh Struktur Modal (DTE) Terhadap Nilai Perusahaan (PBV)

Dalam penelitian ini, struktur modal diukur dengan rasio *Debt to Equity* (DTE) sebagai perbandingan total hutang (*liabilities*) terhadap *total equity*. Dengan kata lain struktur modal dianggap sebagai banyaknya utang yang ditanggung oleh setiap nilai *equity* yang dimiliki perusahaan.

Dengan melihat pada tabel 4-13 hasil yang diperoleh dari pengujian regresi tersebut didapatkan nilai koefisien regresi sebesar $2,096705$ dan koefisien struktur modal (PBV) $0,168600$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,0000$ ($0,0000 < 0,05$) hasil ini membuktikan bahwa variabel struktur modal (DTE) berpengaruh signifikan nilai perusahaan (PBV). Artinya semakin tinggi proporsi hutang dibanding ekuitas (Struktur Modal) maka semakin tinggi juga nilai perusahaan. Karena dengan semakin tingginya hutang perusahaan akan mendongkrak return perusahaan yang tinggi, dengan asumsi perusahaan itu harus efisien, tetapi dampak negatif dari hutang yang tinggi akan berisiko kebangkrutan atau gagal bayar terhadap hutang tersebut.

Dengan mendasarkan pada pembahasan tersebut dapat disimpulkan bahwa penelitian ini mendukung atau menerima hipotesis 4 bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan Sri Hermuningsih, hal 145, [17] dan Fernandes Moniaga, hal 441, [18]. dalam penelitiannya menunjukkan bahwa struktur modal, berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan maka dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Pertumbuhan Penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2013.
2. Struktur Aktiva berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2013.
3. Profitabilitas (ROE) berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2013.
4. Struktur Modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2013.

Saran-saran

Saran-saran yang akan diajukan oleh penulis adalah sebagai berikut:

1. Bagi Akademis dan Peneliti Lebih Lanjut
 - a. Memperluas penelitian dengan cara memperpanjang periode penelitian dengan menambah tahun amatan dan juga memperbanyak jumlah sampel untuk penelitian yang akan datang, jika bisa mencakup seluruh perusahaan atau populasi.
 - b. Penelitian yang akan datang juga dapat mempertimbangkan penambahan variabel independen misalnya ukuran perusahaan, pajak, risiko bisnis, maupun *growth opportunity*.
2. Bagi Perusahaan atau Pemilik dan Manajer
 - a. Perusahaan atau pemilik dan manajer hendaknya mempertimbangkan faktor struktur aktiva dan *Return On Equity* yang memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal.
 - b. Mempertimbangkan struktur modal, karena terbukti signifikan mempengaruhi nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] Dominick Salvatore, **Managerial Economics Ekonomi Manajerial dalam perekonomian global**, Edisi Kelima, Buku 1, Penerbit Salemba Empat, Jakarta, 2011
- [2] Christina Catur Widayati **"Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011"**, penerbit Jakarta STIE Indonesia.id, 2014
- [3] Brigham dan Houston, **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan**, Buku 2, Edisi 11, Salemba Empat, Jakarta 2011
- [4] Dr.Suad Husnan, **Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)**, edisi 4, penerbit BPFE, Yogyakarta 2013
- [5] Euis Soliha dan Taswan **"Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya"** Stikubank Semarang, Jurnal Bisnis dan Ekonomi September 2002, Hlm 1-17
- [6] Keown, **"Dasar-Dasar Manajemen Keuangan"**, Buku satu, Edisi 7, Salemba Empat, Jakarta, 1999
- [7] Dr.R. Agus Sartono,M.B.A, **Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi**, Edisi 4, BPFE-Yogyakarta, 2010
- [8] J.Fred Weston dan Thomas E.Copeland, **Manajemen Keuangan**, jilid 2, edisi revisi, Erlangga, Jakarta, 2001
- [9] Sugiarto, **Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri**, edisi pertama, Graha Ilmu,Yogyakarta, 2009
- [10] James C. Van Horne dan John M.Wachowicz,Jr, **Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan**, buku dua, edisi kesembilan, edisi Indonesia, Salemba empat, Jakarta 1997

- [11] Arthur J. Keown, **"Manajemen Keuangan Prinsip dan Penerapan"** Edisi Kesepuluh, Jilid 2, Indeks, Jakarta, 2010
- [12] Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti, **"Dasar-Dasar Manajemen Keuangan"** Edisi Keenam, UPP STIM YKPN
- [13] Joni dan Lina, **"Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal"**, penerbit STIE Trisakti Jakarta, 2010
- [14] Weston, J, Fred dan Eguene F.Brigham, **"Manajemen Keuangan"**, Erlangga, Jakarta 2001
- [15] Ali Kesuma, **"Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Pulic di Bursa Efek Indonesia"**, Sampit Kalimantan Tengah, 2009
- [16] Masdar Mas'ud, **"Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia"** Universitas Mulsil Indonesia Makassar, Jurnal Aplikasi Manajemen Volume 7 Nomor 1 Februari 2009
- [17] Sri Hermuningsih, **"Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia"** Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Oktober 2013
- [18] Fernandes Moniaga, **"Struktur Modal, Profitabilitas dan Struktur Biaya Terhadap Nilai Perusahaan Industri Keramik Porcelen dan Kaca Periode 2007-2011"**, Jurnal EMBA 433 Vol.1 No.4 Desember 2013
- [19] Prof. DR. Sugiyono, **Metode Penelitian Administrasi, Edisi Ketujuh**, Penerbit Alfabeta, Bandung 2003
- [20] Irham Fahmi, **"Pengantar Manajemen Keuangan Teori dan Soal Jawab"**, Alfabeta, Bandung 2013
- [21] Titman and Wessels, 1988, ***Determinant of Capital Structure***, The Journal of Finance, XLIII, 1, 1-19. Published By: Wiley For The American Finance Association DOI: 10.2307/2328319
- [22] Agus Widarjono, Ph.D **"Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya Disertai Panduan Eviews"** Edisi Keempat, Penerbit UPP STIM YKPN
- [23] Damodar N.Gujarati **"Basic Econometrics"** Internasional Edition 2003, Penerbit McGraw-Hill/Irwin, Inc New York
- [24] Jonathan Sarwono, **Prosedur-Prosedur Analisis Populer Aplikasi Riset Skripsi dan Tesis dengan Eviews**, Penerbit Gava Media
- [25] Prof. Dr. H. Imam Ghozali, M.Com., Akt. **"SPSS 21 Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS"** BP Universitas Diponegoro Bisnis dan Ekonomi, Edisi 7, Semarang, 2013.
- [26] Nachrowi D Nachrowi. MSc., Mphil., AppSC., PhD dan Hardius Usman, Ssi., Msi. **"Pendekatan Populer dan Praktis EKONOMETRIKA Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan"** Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 2006
- [27] Seftianne dan Ratih Handayani, **"Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur"** Jurnal Bisnis Dan Akuntansi Vol.13, No.1, April 2011, Hlm. 39-56
- [28] Moh'd et al. (1998) **"The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time series Cross-Sectional Analysis"** The Financial
- [29] R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto (1999) **"Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia"**, Sinergi, Vol 2, No. 2, Hlm 175-188.
- [30] Saidi, **"Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go-Public di BEJ Tahun 1997-2001"**, Jurnal