



---

**FAKTOR-FAKTOR INTERNAL YANG MENENTUKAN KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL DAN PENGARUHNYA PADA NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG GO PUBLIC PERIODE TAHUN 2014-2018**

Oleh  
**Ni Nyoman Suli Asmara Yanti**  
Program Studi Ekonomi Hindu, STAHN Gde Pudja Mataram  
Email : [suliasmara1992@gmail.com](mailto:suliasmara1992@gmail.com)

**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dan pengaruh dari struktur modal terhadap nilai perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sample penelitian terdiri dari 58 Perusahaan sektor manufaktur yang diamati selama kurun waktu 5 tahun yakni tahun 2014-2018. Adapun variabel penelitian yang digunakan yakni profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan keunikan proses produksi sebagai variabel exogen. Sementara itu variable endogen penelitian ini ada dua yakni struktur modal sebagai Y1 dan nilai perusahaan (Tobin-Q) sebagai Y2. Metode penelitian menggunakan two stage least square. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor-faktor utama yang menjadi pertimbangan perusahaan dalam kebijakan struktur modal adalah profitabilitas dan ukuran perusahaan, sedangkan pertumbuhan perusahaan dan keunikan proses produksi tidak memiliki dampak yang signifikan pada pengambilan keputusan pendanaan utang. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa Tobin-Q mengalami penurunan saat perusahaan menggunakan pendanaan utang dengan jumlah yang mencapai titik optimum.

**Keywords : Nilai Perusahaan (Tobin-Q), Struktur Modal, Profitabilitas, Keunikan Proses Produksi, Ukuran Perusahaan & Pertumbuhan**

**PENDAHULUAN**

Struktur modal perusahaan merupakan sumber pendanaan perusahaan yang dapat bersumber dari dua jenis pendanaan. Pendanaan tersebut dapat terdiri dari modal sendiri dan saham, dan berasal dari sumber pendanaan utang yaitu utang jangka panjang. Utang jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan dapat berupa utang yang bersumber dari bank dan lembaga keuangan lainnya serta dapat bersumber dari perusahaan lain atau pihak ketiga. Utang jangka panjang dapat juga berupa liabilitas imbalan kerja jangka panjang dan liabilitas pajak tangguhan. Manajer perusahaan harus mempertimbangkan dengan baik ketika menggunakan pendanaan yang bersumber dari utang. Kesalahan dalam mengambil keputusan pendanaan utang akan menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan-kesulitan dalam hal keuangan (financial distress). Financial distress yang terjadi secara terus-menerus dikhawatirkan

akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Manajer harus mempertimbangkan sejauh mana kemampuan perusahaan mampu menciptakan keuntungan dan sejauh mana kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya. Apabila perusahaan menggunakan pembiayaan utang yang terlalu tinggi dalam mendanai kegiatan operasional perusahaan, maka akan sangat rentan menyebabkan konflik keagenan yang terjadi antar manajer dan pemegang saham. Penggunaan jumlah utang yang tinggi memberikan adanya signaling effect yang buruk bagi investor karena penggunaan utang yang besar meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Penggunaan utang yang tinggi menyebabkan perusahaan membayar bunga utang yang semakin tinggi dan hal ini berpotensi meningkatkan risiko kerugian sehingga risiko kebangkrutan perusahaan juga semakin tinggi.

Tujuan perusahaan dalam menggunakan pendanaan utang, selain untuk dijadikan sebagai sumber pendanaan untuk menutupi kekurangan atas modal sendiri yang dimiliki, juga untuk meningkatkan nilai perusahaan tersebut (Modigliani & Miller, 1963). Nilai perusahaan dapat dilihat dari meningkatnya nilai buku pada laporan keuangan tahunan juga dapat dilihat dari nilai pasar yakni meningkatnya harga saham perusahaan di Bursa Efek. Pengaruh struktur modal dan nilai perusahaan diberbagai perusahaan yang diteliti memiliki dampak yang berbeda-beda. Nilai perusahaan dapat meningkat seiring dengan meningkatnya penggunaan utang. Utang yang meningkat dapat mendukung dalam meningkatkan kegiatan operasional perusahaan. Dengan semakin tingginya utang yang digunakan maka perusahaan memiliki modal yang lebih besar untuk mendanai perusahaan. Berbagai penelitian telah menemukan fakta yang bermacam-macam. Penelitian Aggarwal dan Padhan (2017) menemukan bahwa pada industri perhotelan di India, penggunaan utang yang lebih besar dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena utang yang digunakan belum mencapai titik maksimal dari batas penggunaan utang. Menurut Horne dan Wachowicz (1999: 477) perusahaan yang menggunakan utang yang lebih besar dalam struktur modalnya, harus mampu menurunkan biaya modal agar dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sementara itu, Penelitian Carpentier (2006) di Perancis menemukan bahwa perusahaan yang menggunakan utang yang lebih besar dapat menurunkan nilai perusahaan. Hal yang sama juga ditemukan oleh Kausar et al (2016) di Pakistan dan Vo dan Ellis (2017) di Vietnam bahwa utang dapat menurunkan nilai perusahaan.

Perusahaan yang memutuskan untuk menggunakan pendanaan utang harus melalui pertimbangan hal-hal internal yang berkaitan dengan perusahaannya. Ada banyak faktor-faktor internal yang harus dipikirkan sebelum mengambil kebijakan utang. Faktor-faktor ini menjadi bahan pertimbangan apakah perusahaan dapat menggunakan utang atau tidak. Faktor-faktor internal ini dapat mengukur

sejauh mana perusahaan mampu memenuhi kewajibannya dimasa mendatang. Namun, hasil penelitian para peneliti terdahulu masih menemukan perbedaan yang terletak pada signifikansi hasil penelitian yang ditemukan. Dengan demikian pada penelitian ini, akan menguji lebih jauh tentang pengaruh yang terjadi antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Pada penelitian ini juga menguji faktor-faktor apa saja yang menjadi pertimbangan perusahaan dalam menggunakan pendanaan utang.

Penelitian Oino dan Ukaegbu (2015) dan Salim dan Susilowati (2019) menemukan bahwa profitabilitas menjadi faktor penting untuk menggunakan utang. selain itu faktor ukuran perusahaan (Titman dan Wessels, 1988; Djumahir, 2005; La Rocca, 2009; Savitri et al, 2012; dan Arsov dan Naumoski, 2016), pertumbuhan perusahaan (Seikh dan Wang, 2011; Eriotis et al, 2007) dan Savitri et al, 2012) dan keunikan (Robb dan Seamans, 2011; Sethi dan Tiwari, 2016; Al-Najjar dan Hussainey, 2011; Djumahir, 2005 dan Savitri et al, 2012) juga sebagai ukuran penting perusahaan dalam kebijakan perusahaan menggunakan pendanaan utang. Faktor keunikan perusahaan yang digunakan pada penelitian ini adalah keunikan proses produksi.

## **LANDASAN TEORI**

### **Profitabilitas dan Struktur Modal**

Pembiayaan perusahaan dengan menggunakan pendanaan utang akan menurun jika perusahaan memiliki sumber pendanaan dari dana internal yang lebih besar. Pendanaan dengan utang menjadi pilihan kedua setelah perusahaan tidak mampu mencukupi kebutuhan modal dengan menggunakan sumber dana internal (pecking order theory). Perusahaan yang mampu menciptakan profitabilitas yang tinggi diasumsikan memiliki cadangan dana internal yang lebih besar. Pada perusahaan yang go-public, profitabilitas yang tinggi tercermin dari besarnya laba setelah pajak yang dimiliki dibagi dengan keseluruhan total aset yang dimiliki. Semakin besar laba yang dihasilkan maka semakin tinggi tingkat profitabilitasnya sehingga kepemilikan akan cadangan dana



internal semakin besar. Penelitian yang ditemukan oleh Titman dan Wessels (1988), Rajan dan Zingales (1995), Utomo dan Djumahir (2013), Oino dan Ukaegbu (2015), Salim dan Susilowati (2019) membuktikan bahwa perusahaan cenderung menggunakan struktur modal yang bersumber dari utang yang lebih rendah ketika perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang lebih tinggi.

H1 : profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal

#### **Ukuran Perusahaan dan Struktur Modal**

Perusahaan yang memiliki ukuran besar cenderung untuk terus meningkatkan produksinya guna meningkatkan keuntungan. Perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih besar juga cenderung memiliki diversifikasi industri yang lebih luas (Acaravci, 2015), risiko kebangkrutan yang lebih rendah karena memiliki kekuatan di pasar dan biaya kebangkrutan yang relatif lebih rendah (Deesomsak et al, 2004). Dengan adanya hal tersebut, menyebabkan perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung lebih memilih pendanaan eksternal untuk menunjang bisnisnya. Trade-off theory menjelaskan bahwa ukuran perusahaan berperan penting dalam pendanaan eksternal perusahaan. Ukuran perusahaan yang semakin besar menjadikan perusahaan lebih mudah untuk masuk ke dalam pasar modal sehingga perusahaan lebih mudah untuk memperoleh pendanaan eksternal. Investor juga lebih tertarik berinvestasi pada perusahaan dengan ukuran perusahaan yang besar karena risiko kebangkrutan yang dimiliki relatif kecil. Perusahaan dengan ukuran yang besar juga lebih mudah masuk ke dalam pasar kredit dan menarik kreditur untuk memberikan pinjaman sehingga utang perusahaan lebih meningkat.

Penelitian Titman dan Wessels (1988), Djumahir (2005), La Rocca (2009), Savitri et al (2012), dan Arsov dan Naumoski (2016) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih besar cenderung menggunakan pendanaan utang dalam jumlah yang lebih besar. Kecenderungan untuk menggunakan utang yang lebih besar ini disebabkan karena risiko kebangkrutan yang

lebih kecil, asimetri informasi yang terjadi lebih rendah (La Rocca et al, 2009), dan mencerminkan hubungan informal yang baik antara perusahaan dan kreditur (Arsov dan Naumoski, 2016).

H2 : Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal

#### **Pertumbuhan Perusahaan dan Struktur Modal**

Perusahaan dengan pertumbuhan yang meningkat cenderung akan mengurangi kebutuhan modal dari luar perusahaan. Perusahaan yang saat ini memiliki pertumbuhan yang relatif tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan (growth opportunities) dimasa mendatang yang juga semakin baik. Myers (1984) dalam trade-off theory menjelaskan bahwa peluang pertumbuhan dikaitkan dengan asset tidak berwujud (intangible asset) yang dimiliki oleh perusahaan. Asset tidak berwujud tidak bisa digunakan sebagai jaminan dalam memperoleh pendanaan utang (Sheikh dan Wang, 2011). Berbeda dengan asset berwujud, asset tidak berwujud tidak dapat dijual ketika perusahaan mengalami kebangkrutan. Dengan demikian, ketika perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang semakin baik maka penggunaan utang juga semakin berkurang. Penelitian Eriotis et al (2007) dan Savitri et al (2012) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang diukur dengan tingginya tingkat pertumbuhan penjualan menggunakan utang yang lebih rendah dikarenakan oleh pendanaan perusahaan dapat dipenuhi dari hasil penjualan tersebut. Hasil yang serupa juga ditemukan oleh Wald (1999) pada perusahaan di Amerika, dimana saat perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang semakin tinggi perusahaan memilih menggunakan pendanaan utang yang rendah dan bahkan sebagian perusahaan menggunakan pendanaan internal.

H3 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal

### **Keunikan dan Struktur Modal**

Setiap perusahaan memiliki keunikan tersendiri yang menjadi keunggulan kompetitif jika dibandingkan dengan pesaing atau perusahaan lainnya yang bergerak dalam bidang yang sama. Keunikan ini dapat dilihat dari produk yang dihasilkan. Mugosa (2015) menyatakan bahwa perusahaan yang memproduksi dan mampu menghasilkajn produk yang unik memiliki alat-alat produksi dan saluran distribusi khusus. Saluran distribusi ini mulai dari supplier, pekerja dan konsumen yang menjadi sasaran perusahaan tersebut. Produk-produk yang unik dihasilkan dari proses produksi yang unik pula. Proses produksi yang unik didukung dengan mesin dan peralatan canggih dengan spesifikasi khusus yang mampu menyelesaikan produksi dengan baik dan mampu menghasilkan produk yang mengungguli pesaing. Perusahaan yang memiliki keunikan proses produksi menginvestasikan dananya lebih banyak untuk menyediakan tangible asset yang berupa peralatan dan mesin-mesin produksi. Hal ini diperlukan guna untuk menciptakan keunggulan yang kompetitif / competitive advantage (Balakrishnan dan Fox, 1993). Perusahaan juga menginvestasikan dana yang lebih besar pada intangible asset yakni pada biaya Research and Development (R&D), biaya iklan dan promosi dan biaya distribusi (selling and distribution expenses/S&D) (Titman dan Wessels, 1988; Wald, 1999; Djumahir, 2005; Savitri et al, 2012; Sethi dan Tiwari, 2016). Perusahaan yang memiliki keunikan yang lebih besar berisiko mengalami kebangkrutan dikarenakan dana yang dimiliki sebagian besar diinvestasikan untuk pembiayaan mesin dan peralatan, R&D dan S&D. Mesin dan peralatan khusus yang memiliki spesifikasi tertentu memiliki nilai likuiditas dan daya jual yang rendah (Mugosa, 2015). Selain itu, perusahaan yang melakukan investasi yang lebih besar dalam biaya R&D dan S&D tidak dapat dijadikan jaminan ketika perusahaan menggunakan pendanaan utang (Sethi dan Tiwari, 2016). Dengan demikian perusahaan yang memiliki keunikan menggunakan pendanaan utang yang lebih rendah. Hal ini

diungkapkan dalam penelitian Titman dan Wessels (1988) dan Robb dan Seamans (2011) menemukan bahwa keunikan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Keunikan yang semakin tinggi menyebabkan perusahaan menggunakan pendanaan utang yang menurun.

H4 : Keunikan proses produksi berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal.

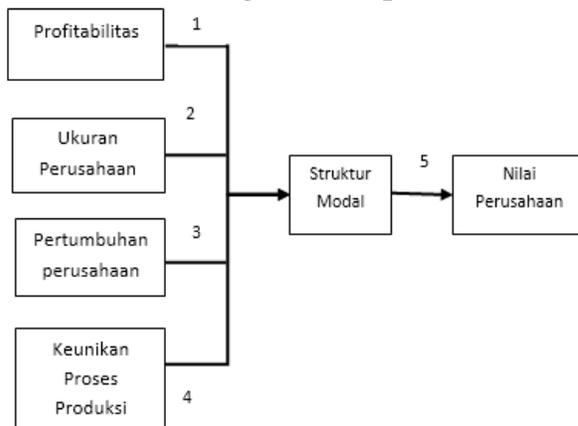
### **Struktur Modal dan Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan menurut Weston dan Brigham (1981: 551) dapat dilihat dari dua aspek yaitu nilai buku dan nilai pasar. Nilai buku merupakan nilai historis suatu aset / aktiva yang merupakan harga pada saat aktiva tersebut diperoleh, sedangkan nilai pasar merupakan harga jual suatu aktiva dimana nilai ini dapat berupa nilai likuidasi dan going concern. Sementara itu, struktur modal merupakan kombinasi pembiayaan perusahaan dengan menggunakan pendanaan jangka panjang. Pada dasarnya kebijakan struktur modal yang diputuskan oleh perusahaan bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan (Modigliani & Miller, 1963). Struktur modal yang optimal memiliki peran yang sangat penting pada nilai perusahaan. Struktur modal yang optimal yang membuat biaya modal (cost of capital) dapat diminimalkan dapat meningkatkan nilai perusahaan (Horne dan Wachowicz, 1999: 477). Sebaliknya, struktur modal yang optimal yang tidak mampu meminimalkan biaya modal akan menyebabkan nilai perusahaan menurun. Perusahaan yang melakukan penambahan jumlah utang saat struktur modal sudah mencapai titik optimum akan menyebabkan biaya modal meningkat sebesar risiko premium (Miller dan Modigliani, 1963). Risiko premium yang terjadi saat perusahaan melakukan penambahan jumlah utang saat porsi utang telah mencapai titik optimum adalah semakin meningkatnya risiko kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2009: 620). Dengan semakin meningkatnya risiko kebangkrutan maka penilaian terhadap perusahaan akan menurun. Pada penelitian yang dilakukan oleh Carpentier (2006) menemukan hasil yang mengungkapkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan pada perusahaan di Perancis.

Semakin tinggi penggunaan jumlah utang pada struktur modal perusahaan maka nilai perusahaan akan semakin menurun. Hasil yang serupa juga ditemukan oleh Kausar et al (2016) dan Vo dan Ellis (2017), dimana saat perusahaan menggunakan pendanaan utang jangka panjang yang semakin meningkat saat struktur modal sudah mencapai titik optimum, menyebabkan nilai perusahaan akan menurun.

H5 : Struktur Modal berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan

**Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian**



Sumber :

1. Rajan dan Zingales (1988), Vo (2017) dan La Rocca et al (2009).
2. La Rocca (2009), Savitri et al (2012), Arsov dan Naumoski (2016) dan Acaravci (2015).
3. Eriotis et al (2007) dan Savitri et al (2012).
4. Robb dan Seamans (2011).
5. Aggarwal dan Padhan (2017), Carpentier (2006), Kausar et al (2014) dan Rehman (2016), Savitri et al (2012).

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sementara itu, sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar dan melaporkan laporan keuangannya pada periode tahun 2014-2018. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik sampling jenuh (saturated sampling) dengan menggunakan seluruh anggota populasi. Pada penerapannya, agar terhindar dari adanya bias dalam penelitian, maka pada pemilihan sampel ditetapkan dengan menerapkan kriteria tertentu, yakni :

Perusahaan sampel Listing di BEI sebelum tahun pengamatan dan tidak mengalami delisting pada tahun pengamatan.

Perusahaan sampel melaporkan dan mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara berkala pada tahun pengamatan yakni tahun 2014-2018 dan tahun sebelum pengamatan yakni tahun 2013.

Perusahaan sampel tidak mengalami kerugian secara berturut-turut pada tahun pengamatan.

### Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan dalam memperoleh keuntungan dari kegiatan penjualan produk yang dilakukan oleh perusahaan dengan memanfaatkan segala bentuk aset yang dimilikinya. Pada penelitian ini profitabilitas diukur dengan menggunakan ROA (return to total asset). ROA diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{Profitabilitas} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{total asset}}$$

Sumber : Rajan dan Zingales (1988), Vo (2017) dan La Rocca et al (2009).

### Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat diukur dengan besar kecilnya total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat mencerminkan skala perusahaan. Pada penelitian ini ukuran perusahaan manufaktur dapat dihitung dengan menggunakan logaritma dari total asset ( $\ln TA$ ) seperti yang telah digunakan pada penelitian La Rocca (2009), Savitri et al (2012), Arsov dan Naumoski (2016) dan Acaravci (2015).

### Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan manufaktur dalam meningkatkan pendapatannya dari tahun ke tahun. Pertumbuhan perusahaan yang digunakan pada penelitian ini dihitung dengan cara mengurangi antara total penjualan pada tahun tertentu dengan total penjualan pada tahun sebelumnya. Hasil yang diperoleh kemudian dibagi dengan total penjualan tahun sebelumnya seperti yang dapat dilihat pada rumus dibawah ini :

$$\text{Pertumbuhan perusahaan} = \frac{\text{total penjualan}_t - \text{total penjualan}_{t-1}}{\text{total pejualann}_{t-1}}$$

Sumber : Eriotis et al (2007) dan Savitri et al (2012).

**Keunikan Proses Produksi**

Keunikan adalah produk yang memiliki spesialisasi yang berbeda dan tidak dapat ditiru oleh pesaing. Perusahaan yang memproduksi produk yang unik akan menginvestasikan dana yang lebih besar pada kegiatan produksi untuk pembelian mesin dan peralatan dengan spesifikasi khusus, untuk dana research and development (R&D) dan untuk kegiatan yang berkaitan dengan penjualan seperti pengiklanan, pemasaran dan distribusi. Keunikan pada penelitian ini diukur dengan rasio fixed aset (mesin dan peralatan) terhadap total aset. Rumusnya sebagai berikut:

$$\text{Keunikan Proses Produksi} = \frac{\text{Mesin dan Peralatan}}{\text{Total Aset}}$$

Sumber : Robb dan Seamans (2011).

**Struktur modal**

Struktur modal merupakan pembiayaan perusahaan dalam jangka panjang yang menggunakan kombinasi antara pendanaan dengan utang jangka panjang dengan ekuitas. Struktur modal pada penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Struktur modal} = \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Total ekuitas}}$$

Sumber : Titman dan Wessels (1988), Aggarwal dan Padhan (2017), dan Al-Najjar dan Hussainey (2011).

**Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan pada penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio Tobin Q dimana rasio ini mencerminkan mengenai persepsi pemegang saham terhadap nilai ekuitas, nilai aset dan utang yang digunakan oleh perusahaan manufaktur. Rasio Tobin Q dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Nilai Perusahaan} = \frac{\text{Nilai Pasar Ekuitas} + \text{Utang}}{\text{Nilai Buku Asset} + \text{Utang}}$$

Sumber : Kausar (2014) dan Rehman (2016)

**Analisis Data**

Metode analisis data yang digunakan pada penelitian ini yaitu analisis regresi dengan dua tahapan menggunakan program SPSS. Taraf signifikansi yang digunakan yakni 5% pada tingkat kepercayaan sebesar 95%. Adapun

tahapan analisis yang dilakukan yaitu tahap pertama dengan meregresikan variabel eksogen dengan variabel endogen I yakni struktur modal. Selanjutnya meregresikan variabel struktur modal dengan variabel endogen II yakni nilai perusahaan. Pada tahap regresi pertama, struktur modal berperan sebagai variabel endogen, setelah regresi tahap pertama, kemudian dilanjutkan dengan regresi tahap kedua dimana struktur modal berperan sebagai variabel eksogen dan nilai perusahaan berperan sebagai variabel endogen.

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

**Uji Normalitas**

Hasil pengujian normalitas pada penelitian ini menunjukkan bahwa sebaran data yang diuji dalam taraf normal. Adapun nilai signifikansi regresi tahap pertama yaitu sebesar 0,200 dan pengujian tahap kedua sebesar 0,114 dimana nilai ini lebih besar dibanding dengan nilai 0,05 sehingga data penelitian dinyatakan berdistribusi normal.

**Uji Multikolinearitas**

Uji normalitas menunjukkan bahwa tidak ditemukan adanya multikolinieritas yang terjadi. Hal ini berarti bahwa tidak ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. nilai Varian Inflation Test (VIF) pada penelitian ini berada disekitar angka 1 dan nilai tolerance mendekati angka 1.

Tabel 1. Tabel Uji Multikolinearitas

	Collinearity Statistic		Ket.
	Tolerance	VIF	
Tahap 1 :			
X1	0,896	1,116	Tidak ada Multikolinearitas
X2	0,981	1,019	Tidak ada Multikolinearitas
X3	0,993	1,007	Tidak ada Multikolinearitas
X4	0,911	1,097	Tidak ada Multikolinearitas
Tahap 2 :			
Struktur Modal	1,000	1,000	Tidak ada Multikolinearitas

**Uji Heteroskedastisitas**

Model regresi pada penelitian ini tidak terjadi heteroskedastisitas yang ditunjukkan pada grafik histogram atau grafik scatterplot. Heteroskedastisitas tidak terjadi jika titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu ordinal (sumbu Y).

**Uji Autokorelasi**

Uji selanjutnya adalah uji autokorelasi. Uji autokorelasi tidak terjadi jika memenuhi

kriteria pengujian yaitu  $dU < DW$  hitung  $< (4-DL)$ .

**Tabel 2. Tabel Hasil Uji Autokorelasi**

Model Regresi	DW Hitung	dL	dU	(4-dL)	Keterangan
Tahap Pertama	1.897	1.4385	1.726	2.5615	Tidak ada autokorelasi
Tahap Kedua	1.766	1.5446	1.6134	2.4554	Tidak ada autokorelasi

### Uji Hipotesis

Hasil uji hipotesis ditunjukkan pada tabel regresi tahap I dan tahap II dibawah ini.

**Tabel 3. Tabel Hasil Regresi Tahap I dan Tahap II**

Variabel independen	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	Ket.
	Koef. regresi	Std. Error			
<b>Tahap 1 :</b>					
C	-8,632	1,499	-5,759	0,000	
X1	-0,250	0,053	-4,696	0,000	Sig*)
X2	5,073	1,021	4,970	0,000	Sig*)
X3	0,121	0,133	0,912	0,362	Tidak sig
X4	0,144	0,094	1,543	0,124	Tidak sig
<b>Tahap 2 :</b>					
C	0,0283	0,068	4,183	0,000	
Y1	-0,589	0,101	-5,859	0,000	Sig *)
Variabel dependen Tahap 1	Struktur Modal (Y1)				
Variabel Dependen Tahap 2	Nilai Perusahaan (Y2)				

Sumber : SPSS, data diolah (2020)

Keterangan: Signifikan \*) = signifikan pada taraf pengujian 5%

Berdasarkan hasil regresi tersebut diatas maka persamaan regresi penelitian ini dapat dijabarkan sebagai berikut :

Persamaan regresi tahap I :

$$Y1 = -8,632 - 0,250X1 + 5,073X2 + 0,121X3 + 0,144X4 + 1,499$$

Persamaan regresi tahap II :

$$Y2 = 0,0283 - 0,589Y1 + 0,068$$

### Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Hipotesis pertama pada penelitian ini yaitu profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Pada hasil pengujian menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki t-hitung sebesar -4,696 yang lebih besar dari t-tabelnya, tanda negatif artinya hubungan yang

dimiliki antara variabel independen dan variabel dependen memiliki hubungan yang berlawanan arah. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal yang berarti bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan manufaktur maka penggunaan utang juga semakin berkurang secara signifikan. Pengaruh yang signifikan ini memberikan makna bahwa perusahaan manufaktur mempertimbangkan profitabilitas dalam keputusannya untuk menggunakan pendanaan dengan utang. Perusahaan mengurangi pendanaan dengan utang ketika profitabilitas meningkat. Kebutuhan akan modal perusahaan dapat dipenuhi dari tingkat keuntungan perusahaan sehingga penggunaan utang jangka panjang dapat dikurangi. Pengaruh yang signifikan ini juga memiliki makna bahwa ketika perusahaan mengalami keuntungan yang menurun maka pemenuhan kebutuhan modal dapat dicukupi dengan penggunaan pendanaan utang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan konsep teori struktur modal yakni teori Myers, 1984 (pecking order theory) yang mengungkapkan bahwa profitabilitas merupakan salah satu variabel keuangan yang dipertimbangkan oleh perusahaan dalam pengambilan keputusan keuangan dalam hal pendanaan yang bersumber dari utang. Penelitian ini juga sejalan dengan berbagai penelitian peneliti terdahulu seperti penelitian yang dilakukan oleh Titman dan Wessels (1988), Rajan dan Zingales (1995), Utomo dan Djumahir (2013), Oino dan Ukaegbu (2015), Salim dan Susilowati (2019). Sementara itu penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang ditemukan oleh Widayanti et al (2016) yang membuktikan bahwa profitabilitas tidak dipertimbangkan dalam struktur modal perusahaan sektor pariwisata.

### Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Hipotesis kedua menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Hasil pengujian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki nilai t-hitung sebesar 4,970 yang lebih besar dibandingkan dengan

nilai t-tabel. Artinya, hipotesis kedua pada penelitian ini dapat diterima. Ukuran perusahaan yang mencerminkan skala perusahaan pada penelitian ini diukur dengan nilai logaritma natural (Ln) dari total aktiva yang dimiliki perusahaan sektor manufaktur. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur yang memiliki skala atau ukuran yang semakin besar menggunakan pendanaan eksternal berupa utang yang juga semakin tinggi.

Perusahaan dengan ukuran yang besar memiliki akses yang lebih mudah untuk masuk kedalam pasar kredit. Mudahnya akses tersebut akan mempermudah perusahaan untuk memperoleh pendanaan utang. Hal ini disebabkan karena debitur percaya bahwa perusahaan dengan ukuran besar memiliki risiko kebangkrutan yang lebih kecil. Perusahaan yang memiliki ukuran yang besar juga memiliki diversifikasi industri yang lebih luas (Acaravci, 2015). Semakin besar ukuran perusahaan maka kepercayaan debitur dalam memberikan pinjaman dana akan menjadi lebih tinggi. Ukuran perusahaan yang semakin besar juga berkaitan dengan pengungkapan informasi perusahaan kepada publik. Jensen dan Meckling (1976) dalam teori keagenan / agency theory mengungkapkan bahwa perusahaan dengan ukuran besar lebih transparan kepada masyarakat umum (termasuk pihak kreditur) mengenai informasi laporan keuangannya. Pengungkapan informasi yang lebih transparan kepada pihak-pihak yang berkepentingan meningkatkan kesempatan perusahaan untuk menggunakan utang yang semakin tinggi (Savitri et al, 2012).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh La Rocca et al (2009), Djumahir (2005), Arsov dan Naumoski (2016) dan Savitri et al (2012). Sementara itu, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian terdahulu seperti Acaravci (2015) yang menemukan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran yang besar dapat menurunkan struktur modal

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Hipotesis ketiga penelitian ini menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil pengujian pada penelitian ini menunjukkan bahwa nilai t-hitung sebesar 0,912 yang lebih kecil dibanding dengan t-tabelnya. Hal ini berarti bahwa hipotesis ketiga ditolak dimana pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan sektor manufaktur. Pada tahun penelitian, perusahaan sektor manufaktur tidak mempertimbangkan pertumbuhan perusahaan dalam keputusannya untuk menggunakan pendanaan utang. Hal ini disebabkan karena pertumbuhan perusahaan sektor manufaktur pada tahun pengamatan mengalami pergerakan yang cenderung berada pada fase stagnan dan tidak mengalami pertumbuhan yang maksimal setiap tahunnya. Dengan demikian, hal ini tidak menjadi pertimbangan perusahaan dalam menggunakan pendanaan utang. Pada penelitian ini, pertumbuhan perusahaan diukur dengan nilai total penjualan, nilai total penjualan yang dialami dari kurun waktu tahun 2014-2018 tidak mengalami peningkatan yang signifikan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang ditemukan oleh Sheikh dan Wang (2011), Savitri et al (2012) dan Djumahir (2005) yang juga menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal yang artinya bahwa perusahaan tidak mempertimbangkan pertumbuhan perusahaan dalam keputusannya untuk menggunakan pendanaan utang.

#### **Pengaruh Keunikan Proses Produksi Terhadap Struktur Modal.**

Keunikan pada penelitian ini dilihat dari segi keunikan proses produksi dimana keunikan diukur dengan rasio mesin dan peralatan dibagi dengan total aset yang dimiliki. Hipotesis keempat pada penelitian ini menyatakan bahwa keunikan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Sementara itu, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keunikan tidak memiliki pengaruh yang signifikan yakni ditunjukkan dengan t-hitung sebesar 1,543 yang lebih kecil dibanding dengan nilai t-tabelnya, selain itu juga ditunjukkan dari taraf signifikansi yang lebih besar dibanding dengan



0,05 yakni sebesar 0,124. Adanya hasil penelitian yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa besar kecilnya struktur modal perusahaan sektor manufaktur tidak dipengaruhi oleh besar kecilnya kepemilikan atas mesin dan peralatan. Hal ini disebabkan karena kepemilikan atas mesin dan peralatan perusahaan tidak mengalami peningkatan yang drastis dari tahun ke tahun selama tahun pengamatan. Ini dapat dimaknai bahwa perusahaan sektor manufaktur pada tahun pengamatan 2014-2018 tidak mengalokasikan dana yang besar pada pengadaan mesin dan peralatan untuk mendukung kegiatan produksi produk. Keunikan proses produksi perusahaan sektor manufaktur tidak dijadikan faktor pertimbangan utama dalam keputusan pendanaan perusahaan dengan utang. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Hussainey (2011), Wald (1999) dan Djumahir (2005).

#### **Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan**

Hipotesis kelima pada penelitian ini menyatakan bahwa struktur modal memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini ditunjukkan dari nilai t-hitung yang lebih besar dibanding dengan nilai t-tabelnya. Arah negatif pada nilai t-hitung menunjukkan bahwa semakin tinggi penggunaan utang pada struktur modal perusahaan manufaktur maka semakin menurun nilai perusahaannya. Konsisten dengan relevance theory (Miller dan Modigliani, 1963) bahwa perusahaan menggunakan pendanaan utang dalam struktur modalnya adalah untuk meningkatkan nilai perusahaannya sebesar biaya pajak dan jumlah utang yang digunakan oleh perusahaan. Utang yang digunakan oleh perusahaan sektor manufaktur pada tahun pengamatan sudah mencapai titik maksimum atau dapat dimaknai bahwa perusahaan telah menggunakan utang pada batas optimal penggunaan utang sehingga nilai perusahaan yang terjadi menurun secara signifikan, Pendanaan dengan utang dalam titik optimal dapat mengurangi nilai perusahaan dan

jika perusahaan tidak mengentikan pendanaan dengan utang pada titik optimal maka risiko kebangkrutan perusahaan akan meningkat (Brigham dan Houston, 2009: 620). Hasil yang ditemukan pada penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang ditemukan oleh Carpentier (2006), Kausar et al (2016) dan Vo dan Ellis (2017) yang juga menemukan fakta bahwa penggunaan utang yang berlebihan dapat menurunkan nilai perusahaan.

#### **PENUTUP**

##### **Kesimpulan**

Berdasarkan hasil penelitian yang telah ditemukan maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan sektor manufaktur menggunakan pendanaan utang dengan menjadikan profitabilitas dan ukuran perusahaan sebagai pertimbangan. Perusahaan menggunakan pendanaan utang yang lebih besar seiring dengan ukuran perusahaan yang semakin besar, sebaliknya perusahaan mengurangi pendanaan dengan utang saat profitabilitas meningkat. Pendanaan dengan utang juga berperan penting dalam meningkatkan nilai perusahaan sektor manufaktur. Pada hasil penelitian ini menemukan bahwa nilai perusahaan meningkat saat perusahaan menggunakan pendanaan utang yang menurun. Secara teoritis, hasil pada penelitian ini mendukung teori struktur modal yakni relevance theory, trade-off theory dan pecking order theory. Sementara itu, secara praktisnya hasil penelitian ini menekankan pentingnya mempertimbangkan profitabilitas dan ukuran perusahaan dalam mengambil keputusan struktur modal oleh perusahaan. Keputusan struktur modal dengan menggunakan pendanaan utang jangka panjang adalah strategi perusahaan jangka panjang yang harus diformulasikan dan dipertimbangkan secara matang oleh manajemen perusahaan sehingga penggunaan jumlah utang tidak menjadi beban yang sangat berat bagi perusahaan dan tidak meningkatkan risiko kebangkrutan.

##### **Saran**

Bagi peneliti selanjutnya, ada berbagai hal lain yang dapat dikaji untuk penelitian selanjutnya, seperti volatilitas harga saham,

keunikan R&D (Research and Development) dan masih banyak variabel lainnya.

#### DAFTAR PUSTAKA

- [1] Acaravci, Songul K. 2015. The Determinants of Capital Structure : Evidence from the Turkish Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol 5, No. 1, 2015, pp. 158-171.
- [2] Aggarwal, Divya dan Padhan, Purna C. 2017. Impact of capital structure on firm value : evidence from Indian Hospitality Industry. Scientific Research Publishing. *Theoretical Economics Letters*, 2017,7,982-1000. ISSN online : 2162-2086. <http://www.scirp.org/journal/tel>.
- [3] Aggarwal, Divya dan Padhan, Purna C. 2017. Impact of capital structure on firm value : evidence from Indian Hospitality Industry. Scientific Research Publishing. *Theoretical Economics Letters*, 2017,7,982-1000. ISSN online : 2162-2086. <http://www.scirp.org/journal/tel>.
- [4] Al-Najjar, Basil., dan Hussainey, Khaled. 2011. Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, Vol. 12. Lss 4 pp. 329-338.
- [5] Arsov, Sasho dan Naumoski, Aleksandar. 2016. Determinants of capital structure: An empirical study of companies from selected post-transition economies. Preliminary Communication. *Zb. rad. Ekon. fak. Rij.* 2016. Vol. 34. No. 1. 119-146.
- [6] Balakrishnan, Srinivasan dan Fox, Isaac. 1993. Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure. *Strategic Management Journal*, Vo, 14, 3-16 (1993).
- [7] Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, 2009. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Buku Satu, Edisi Kesepuluh, Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.
- [8] Carpentier, Cecile. 2006. The valuation effect of long term changes in capital structure. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 2 lss 1 pp. 4 – 18.
- [9] Deesomsak, Rataporn., Paudyal, Kirshna., dan Pescetto, Gioia. 2004. The determinants of capital structure: evidence from Asia Pasific region. *Journal of Multinational Financial Management*. 14 (2004) 387-405.
- [10] Djumahir. 2005. Pengaruh variabel-variabel Tax Shield dan Non Tax Shield terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada perusahaan go-public di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Wacana*, Vol. 8 No. 3, Desember 2005, Hal : 302-321.
- [11] Eriotis, Nikolaos., Vasiliou, Dimitrios., dan Neokosmidi, Zoe Ventoura. 2007. How firm characteristics affect capital structure: a empirical study. *Managerial Finance*. Vol. 33 lss 5 pp. 321-331.
- [12] Horne, James C.V. dan Wachowicz JR, Jhon M. 1999. *Prinsip – Prinsip Manajemen Keuangan (Edisi Kesembilan, Edisi Indonesia)*. Jakarta : Salemba Empat.
- [13] Kausar, A., Nazir, M.S., dan Butt, H.A. 2014. Capital structure and firm value : Empirical Evidence from Pakistan. *Asian Journal of Research in Economics and Finance*, Volume 1 – Issue 1, March-April, 2014 (11-22).
- [14] La Rocca, Maurizio., La Rocca, Tiziana., Gerace, Dionigi., dan Smark, Ciorstan. 2009. The effect of diversification on capital structure. *Accounting & Finance*, 49 (4), 799-826.
- [15] Masyhudi, L. (2020). LENGTH OF STAY WISATAWAN MANCANEGARA DI PROVINSI NTB. *Jurnal Ilmiah Hospitality*, 8(2), 111-120.
- [16] Modigliani, Franco dan Miller, Merton H. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction. *The American Economic Review*. Vol. 53, No. 3 (Jun., 1963). pp. 433-443
- [17] Mugosa, Ana. 2015. The Determinants of Capital Structure Choice : Evidence from Western Europe. *BEH – Business and Economic Horizons*. Volume 11, issue 2, 2015, pp.76-95.
- [18] Myers, Stewart C. 1984. The Capital Structure Puzzle. #1548-84, April 1984,



- <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.893.9826&rep=rep1&type=pdf>, diakses tanggal 13 Desember 2017.
- [19] Oino, Isaiah dan Ukaegbu, Ben. 2015. The Impact of Profitability on Capital Structure of Adjustment : An Empirical Examination of Selected Firms in Nigerian Stock Exchange. *Research in International Bussiness and Finance*.
- [20] Rajan, Raghuram G., dan Zingales, Luigi. What do we know about capital structure? Some evidence from International Data. *The Journal of Finance*. Vol. L. No. 5. December 1995.
- [21] Rehman, Obaid Ur. 2016. Impact of capital structure and dividen policy on firm value. *Journal of Poverty, Investment and Development*, Vol. 21. 2016. ISSN 2422-846X.
- [22] Robb, Alicia dan Seamans, Robert. 2011. *Entrepreneurial Finance and Performance : A Transaction Cost Economics Approach*. Draft : Preliminary and Incomplete. [https://extranet.sioe.org/uploads/isnie2011/robb\\_seamans.pdf](https://extranet.sioe.org/uploads/isnie2011/robb_seamans.pdf)
- [23] Salim, Noor and Rina Susilowati. 2019. The Effect of Internal Factors on Capital Structure and Its Impact on Firm Value : Empirical Evidence from The Food and Beverages Industry Listed on Indonesian Stock Exchange 2013-2017. *International Journal of Engineering Technologies and Management Research*. ISSN: 2454-1907.
- [24] Savitri, Enni., Salim, Ubud., Armanu., dan Djumahir. 2012. Variabel Anteseden dari Struktur Modal: Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Volume 10, Nomor 1, Maret 2012.
- [25] Sethi, Pradeepta dan Tiwari, Ranjit. New Evidence on Determinan of Capital Structure from The Indian Manufacturing Industry. *Corporate Ownership and Control Journal*, Volume 13, Issue 3, 2016.
- [26] Sheikh, Nadeem A., dan Wang Zongjun. 2011. Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance*, Vol. 37 Iss 2 pp. 117-133.
- [27] Sugiyono. 2012. *Memahami Penelitian Kualitatif*. Bandung – Indonesia: Alfabeta.
- [28] Titman, S. dan Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol, 43, No. 1. (Mar., 1988), pp. 1-19.
- [29] Utomo, Prastyo dan Djumahir. 2013. Pengaruh Variabel Fundamental terhadap Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Strudi pada Perusahaan Tekstil yang Go-Public di Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Volume 11, Nomor 3, September 2013. ISSN: 693-5241.
- [30] Vo, Xuan V. dan Ellis, C. 2017. An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22 (2017) 90 – 94.
- [31] Vo, Xuan Vinh. 2017. Determinants of capital structure in emerging market : Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*. <http://dx.doi.org/doi:10.1016/j.ribaf.2016.12.001>. PII:S0275-5319(16)30268-9.
- [32] Wald, John K. 1999. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *The Journal of Financial Research*. Vol. XXII, No. 2. Pages 161-187. Summer 1999.
- [33] Weston, J. Fred. dan Brigham, Eugene F. 1981. *Managerial Finance (Seventh Edition)*. United States of America : Holt-Saunders International Edition.
- [34] Widayanti, Luh Putu., Triaryawati, Nyoman., dan Abundanti, Nyoman. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Tingkat Pertumbuhan, Likuiditas, dan Pajak terhadap Struktur Modal pada Sektor Pariwisata. *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 5, No. 6, 2016: 3761-3793, ISSN : 2302-8912.

HALAMAN INI SENGAJA DIKOSONGKAN