

PENENTU STRUKTUR MODAL DAN PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Ella Novia Galin, Idamiharti

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Andalas, Padang

Diterima 20 Agustus 2015

Disetujui 28 Agustus 2015

ABSTRACT

The purposes of this study were to examine the influence of profitability, firm size, growth, asset structure, non debt tax shield on the capital structure and the influence of capital structure on the firm value. The sample used in this research are infrastructure, utility and transportation sector that listed in Indonesia Stock Exchange (ISE) period 2010-2013, which is choosing by purposive sampling method. Testing hypotheses were tested using multiple linear regression. The results showed that only profitability has significant effect on capital structure. Beside that, capital structure also has significant effect on firm value.

Keywords : Capital Structure, Firm Value, Profitability, Firm Size, Growth, Asset Structure, Non Debt Tax *Shield*

1. PENDAHULUAN

Pertumbuhan ekonomi merupakan salah satu indikator keadaan ekonomi di suatu negara. Pertumbuhan ekonomi Indonesia sejak tahun 2010 dapat dikatakan stabil meskipun krisis Eropa tengah melanda perekonomian dunia. Pertumbuhan perekonomian Indonesia yang diukur dengan produk domestik bruto (PDB) sejak tahun 2010-2013 selalu berada diatas 10%, walaupun pada tahun 2012 dan 2013 mengalami penurunan. Pertumbuhan ekonomi Indonesia yang tetap stabil saat krisis tengah melanda perekonomian dunia menarik perhatian investor, baik domestik maupun asing untuk menanamkan modalnya di Indonesia.

Sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi merupakan salah satu sektor yang menarik disebabkan oleh Indonesia adalah negara berkembang yang terus melakukan pembangunan, sehingga perusahaan pada sektor ini terus bertumbuh. Perkembangan teknologi yang semakin pesat juga mendukung berkembangnya sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi. Hal ini membuat persaingan di sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi semakin ketat dan membuat perusahaan harus memproduksi secara efisien untuk mencapai tujuannya.

Tujuan utama perusahaan bukan semata-mata untuk menghasilkan laba yang besar, namun tujuan perusahaan yang sebenarnya adalah meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran

para pemangku kepentingan. Ross *et al* (2008) menyatakan, nilai perusahaan merupakan sebuah pencapaian perusahaan sebagai indikator dari kepercayaan pemegang saham terhadap perusahaan sejak pendirian perusahaan sampai saat ini. Untuk meningkatkan nilai perusahaan diperlukan adanya strategi yang tepat, salah satunya adalah dengan strategi pendanaan yang bijak.

Strategi pendanaan merupakan serangkaian keputusan mengenai sumber pendanaan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan. Pendanaan dapat berasal dari internal perusahaan maupun eksternal perusahaan. Pendanaan internal berasal dari laba yang ditahan dan pinjaman dari pemilik perusahaan sedangkan pendanaan eksternal berasal dari hutang jangka panjang dan penerbitan surat berharga (Brigham dan Houston, 2011).

Pendanaan atau yang biasa disebut struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham (Weston dan Copeland, 2009). Struktur modal menunjukkan proporsi antara modal sendiri dengan hutang. Melalui struktur modal, investor dapat mengetahui keseimbangan *risk* dan *return* yang dimiliki perusahaan (Liem *et. al*, 2013). Perusahaan harus bijak dalam memilih penggunaan sumber dana karena dari setiap penggunaan sumber dana ada biaya atau kewajiban yang harus dipenuhi yang

pada akhirnya akan berpengaruh pada nilai perusahaan.

Menurut *trade-off theory* perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan menyeimbangkan manfaat pajak dan resiko kebangkrutan. Perusahaan akan menggunakan hutang guna meningkatkan nilai perusahaan. Namun teori ini tidak dapat menjelaskan kenapa tidak semua perusahaan menggunakan hutang yang besar. *Pecking order theory* dapat menjelaskan hal ini, menurut *Pecking Order Theory* (Brealey dan Myers, 2008), perusahaan akan cenderung untuk menggunakan modal internal terlebih dahulu dan diikuti dengan penerbitan saham sebagai pilihan yang paling akhir

Struktur modal sangat berpengaruh pada finansial perusahaan yang akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Untuk itu perusahaan perlu membuat keputusan struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang dapat meminimumkan biaya modal rata-rata dan memaksimalkan nilai perusahaan (Riyanto, 2008).

Dalam mencapai struktur modal yang optimal, manajer sebagai pengambil keputusan dalam menetapkan struktur modal harus memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. Menurut Brigham dan Houston (2011) faktor-faktor yang dapat mempengaruhi keputusan struktur modal adalah stabilitas penjualan, struktur aktiva, profitabilitas, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, pengendalian, pajak, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan agen pemberi peringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan. Sedangkan menurut Weston dan Copeland (2008), variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal adalah tingkat pertumbuhan penjualan, stabilitas arus kas, karakteristik industri, struktur aktiva, sikap manajemen, dan sikap pemberi pinjaman.

Septiano, *et al* (2012) dalam penelitiannya menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian terhadap faktor yang mempengaruhi struktur modal dan pengaruhnya terhadap harga saham juga dilakukan oleh Utomo dan Djumahir (2013) serta Sari, *et. al* (2013). Terdapat perbedaan dari penelitian ini yaitu, pada variabel ukuran perusahaan, struktur aktiva dan struktur modal. Pada penelitian Utomo dan

Djumahir ditemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap struktur modal, struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal dan struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara menurut penelitian Sari, *et. al*, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dan struktur modal berpengaruh pada nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini variabel yang mempengaruhi struktur modal adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva dan *non debt tax shield* (NDTS). Pemilihan variabel ini merujuk pada penelitian Sari, *et al* (2013).

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva dan *non debt tax shield* (NDTS) terhadap struktur modal serta menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

TINJAUAN LITERATUR

Struktur Modal

Struktur modal merupakan penggabungan (atau proporsi) dari pendanaan permanen jangka panjang yang dipresentasikan oleh hutang, saham preferen, dan saham biasa (Horne dan Wachowich, 2008). Senada dengan itu, Titman, *et al* (2011) menyatakan struktur modal terdiri dari modal sendiri dan hutang, termasuk hutang jangka pendek. Berdasarkan defenisi tersebut, pada penelitian ini struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) yang merupakan perimbangan hutang yang dimiliki perusahaan (termasuk hutang jangka pendek) dengan modal sendiri (Horne dan Wachowicz, 2008). Semakin tinggi rasio ini, maka semakin tinggi tingkat hutang yang digunakan perusahaan.

Inti dari struktur modal adalah kombinasi dari keputusan sumber pendanaan yang sesuai dengan keadaan perusahaan dengan mempertimbangkan biaya dan manfaatnya sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2011). Pemilihan struktur modal tidak terlepas dari resiko dan *return* dari setiap sumber pendanaannya.

Teori Struktur Modal

Modigliani-Miller (MM) Theory

Pada tahun 1958, MM menerbitkan artikel. Dalam artikel ini MM membuktikan dengan batasan asumsi tertentu, bahwa tidak ada struktur modal yang optimal (Brigham dan Houston, 2011). Hasil penelitian ini sangat dipertanyakan karena dibatasi dengan asumsi-asumsi yang tidak realistis. Karena teori ini dianggap tidak realistis, maka MM memasukkan unsur pajak. Menurut Miller (Brigham dan Houston, 2011), bunga sebagai pengurang pajak akan menguntungkan penggunaan melalui utang.

Trade-off Theory

Trade-Off Theory merupakan teori struktur modal yang menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan resiko akan timbulnya potensi kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2011). Teori ini menyatakan bahwa penggunaan hutang sampai titik tertentu akan menguntungkan perusahaan, inti dari teori ini adalah menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul dari penggunaan hutang.

Pecking Order Theory

Pada teori ini dinyatakan bahwa perusahaan mempunyai hierarki pendanaan yang disukai. Perusahaan akan menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu selanjutnya diikuti dengan pendanaan eksternal dengan menerbitkan saham sebagai pilihan terakhir.

Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Profitabilitas

Profitabilitas merupakan hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan (Brigham dan Houston, 2011). Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang ada, sehingga menghasilkan laba bersih atau *earning after tax* (EAT).

Perusahaan dengan laba bersih yang tinggi akan mempunyai laba ditahan yang besar, hal ini akan meningkatkan proporsi pendanaan internalnya. Weston dan Brigham (2005) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat *return on assets* yang tinggi, umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan digunakan untuk menggambarkan besar kecilnya sebuah perusahaan

(Wahyuningsih, *et al*, 2006). Ukuran perusahaan dapat dilihat dari jumlah aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Teori *trade-off* yang menyatakan bahwa perusahaan besar berpeluang lebih mudah untuk memperoleh pinjaman karena memiliki akses yang lebih luas ke pasar modal, selain itu perusahaan besar juga mampu menekan biaya transaksi terkait penerbitan hutang jangka panjang (Utomo dan Djumahir, 2013).

Pertumbuhan

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan posisinya di dalam industri dan ekonomi secara umum (Utomo dan Djumahir, 2013). Pertumbuhan dapat diartikan sebagai pertumbuhan penjualan.

Weston dan Copeland (2008) mengungkapkan bahwa pertumbuhan penjualan merupakan salah satu penentu jumlah hutang perusahaan, mengingat tingkat pertumbuhan penjualan merupakan ukuran sampai sejauh mana laba per saham dari perusahaan dapat ditingkatkan oleh *leverage*.

Struktur Aktiva

Menurut Weston dan Brigham (2005) struktur aktiva adalah perimbangan atau perbandingan antara aktiva tetap dan total aktiva. Struktur aktiva menggambarkan sejumlah aktiva yang dapat dijadikan jaminan (Utomo dan Djumahir, 2012). Menurut Brigham dan Houston (2011), perusahaan dengan jumlah aktiva yang sesuai akan lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman. Aktiva tetap merupakan jaminan yang disukai oleh kreditor karena nilainya yang berjangka panjang.

***Non Debt Tax Shield* (NDTS)**

Non debt tax shield merupakan penghematan pajak dari non hutang, yaitu penghematan pajak dari pembiayaan depresiasi dan amortisasi (DeAngelo & Masulis dalam Utomo dan Djumahir, 2013). *Non debt tax shield* dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio biaya depresiasi terhadap total aktiva (Sari, *et al*, 2013).

Pecking order theory, menyatakan bahwa perusahaan dengan *non debt tax shields* tinggi akan menurunkan tingkat hutang perusahaan karena keuntungan (laba) perusahaan meningkat (Sari *et al*, 2013). Hal ini disebabkan oleh keuntungan yang merupakan sumber pendanaan internal dari perusahaan.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan menurut Brigham dan Houston (2011) didefinisikan sebagai *present value* dari nilai *free cash flow* yang diharapkan dimasa depan. Nilai perusahaan dapat pula diartikan sebagai nilai yang bersedia dibayarkan oleh pembeli pada saat sekarang.

Memaksimalkan nilai perusahaan merupakan tujuan jangka panjang dari perusahaan. Dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan, pihak manajemen perlu memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. *Insider ownership*, struktur modal, kebijakan deviden merupakan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan (Hermuningsih dan Wardani, 2009).

Struktur modal yang terbaik adalah struktur modal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan (Husnan, 2004). Menurut *Trade off theory* bertambahnya utang akan meningkatkan nilai perusahaan, namun jumlah utang yang melampaui batas (*trade-off*) dapat menurunkan nilai perusahaan karena ketidakmampuan perusahaan membayar bunga utang dan meningkatkan potensi kebangkrutan (*cost of financial distress*) (Sari, et al, 2013).

Dalam penelitian ini, nilai perusahaan akan dihitung dengan *market to book value* (MBV) yaitu perbandingan harga pasar dengan nilai buku per lembar saham (Brigham dan Houston, 2011). Hal ini karena secara teoritis nilai pasar suatu saham haruslah mencerminkan nilai bukunya (Tandelilin, 2001).

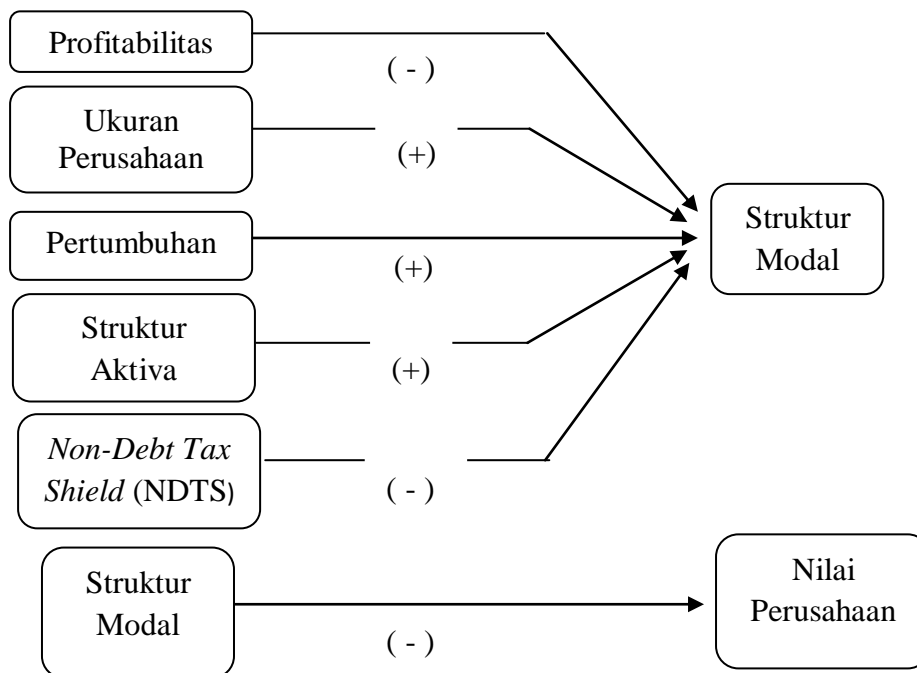
Hipotesis Penelitian

Berdasarkan teori yang telah dibangun diatas dan hasil-hasil penelitian terdahulu, dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

- H₁: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal
- H₂: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.
- H₃: Pertumbuhan berpengaruh positif terhadap struktur modal
- H₄: Struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal
- H₅: *Non debt tax shield* (NDTS) berpengaruh negatif terhadap struktur modal
- H₆: Struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan uraian tersebut, maka kerangka penelitian digambarkan sebagai berikut:

Gambar 1: Kerangka Penelitian



METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan pengujian hipotesis menjelaskan sifat hubungan tertentu, atau menentukan perbedaan antar kelompok antara dua atau lebih faktor dalam suatu situasi (Sekaran, 2006). Dalam penelitian ini menggunakan data kuantitatif dengan hipotesis yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013 yang berjumlah 11 perusahaan. Pengambilan sampel dengan teknik *purposive sampling*, dengan kriteria:

1. Mempublikasikan laporan keuangan dari tahun 2010 sampai 31 Desember 2013
2. Memiliki laba positif dan data yang lengkap terkait variabel yang diteliti selama periode pengamatan.

Berdasarkan kriteria tersebut didapat 11 perusahaan sampel.

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan tahunan perusahaan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi yang terdaftar Bursa Efek Indonesia.

Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan dengan cara penelusuran data sekunder, yaitu dilakukan dengan metode dokumentasi, studi literatur dan *browsing internet*.

Definisi Operasional dan Pengukuran variabel

Pada penelitian ini terdapat variabel dependen dan variabel independen, yaitu:

Variabel dependen

1. Struktur Modal
Struktur modal diproksikan dengan *Debt Equity to Ratio* (DER), yaitu seberapa besar perbandingan antara total hutang dibandingkan dengan modal sendiri (Horne dan Warchowicz, 2008). Struktur modal digunakan sebagai variabel dependen pada hipotesis 1-5

$$DER = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total ekuitas}} \times 100\%$$

2. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diproksikan dengan *Market to Book Value* (MBV), yaitu perbandingan harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham (Sari, *et al*, 2013). MBV digunakan sebagai variabel dependen pada hipotesis 6.

$$MBV = \frac{\text{Harga pasar per lembar saham}}{\text{nilai buku per lembar saham}}$$

3.5.2 Variabel Independen

1. Profitabilitas

Profitabilitas diproksikan dengan *Return On Asset* (ROA), yaitu kemampuan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva untuk menghasilkan laba (Sari, *et al*, 2013).

$$ROA = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

2. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan yang diproksikan dengan SIZE adalah total aktiva, dilihat dari peningkatan total aktiva pada perusahaan (Horkinson dalam Wahyuningsih, *et al*, 2006)

$$SIZE = \ln(\text{total aktiva})$$

3. Pertumbuhan

Pertumbuhan (GROWTH) diproksikan dengan pertumbuhan penjualan, yaitu Perbandingan penjualan pada tahun ke-t setelah dikurangi penjualan pada periode sebelumnya terhadap penjualan pada periode sebelumnya (Sari, *et al*, 2013)

$$GROWTH = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} \times 100\%$$

4. Struktur Aktiva

Struktur aktiva (SA) adalah susunan aktiva yang dimiliki oleh perusahaan yang terdiri dari aktiva tetap dan aktiva lancar (Weston dan Brigham, 2005).

$$SA = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

5. *Non Debt Tax Shield* (NDTS)

Non Debt Tax Shield (NDTS) adalah penghematan pajak sebagai akibat dari pembebanan depresiasi aktiva berwujud (Sari, *et al*, 2013)

$$NDTS = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

6. Struktur Modal

Struktur modal dijadikan variabel independen pada hipotesis 6.

Metode Analisis Data

Analisis Regresi Dua Tahap (*Two Stage Least Square*)

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi dua tahap (*two stage least square*). Model regresi tahap pertama menguji pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva dan *non debt tax shield* terhadap struktur modal, sedangkan pada tahap kedua menguji pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Analisis dua tahap dapat dinyatakan dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y1 = \alpha + \beta1X1 + \beta2X2 + \beta3X3 + \beta4X4 + \beta5X5 + e1$$

$$Y2 = \alpha + \beta6 Y1 + e2$$

Keterangan :

Y 1	= Struktur modal
Y2	= Nilai perusahaan
X1	= Profitabilitas
X2	= Ukuran perusahaan
X3	= Pertumbuhan Perusahaan
X4	= Struktur Aktiva
X5	= <i>Non Debt Tax Shield</i> (NDTS)
α	= Konstanta
β	= Koefisien regresi
e	= error

Uji Asumsi Klasik

Agar dalam analisis regresi diperoleh model regresi yang tidak bias dan dapat dipertanggungjawabkan, maka dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari:

1. Uji Normalitas
Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah data terdistribusi secara normal. Pengujian normalitas dalam penelitian ini dengan menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test*. Apabila dalam perhitungan diperoleh nilai signifikan lebih dari 0,05, maka data tersebut berdistribusi normal. (Ghozali, 2009)
2. Uji Autokorelasi
Menurut Ghozali (2009) uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear terdapat korelasi antara residual pada periode t dengan residual periode t-1 (sebelumnya). Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Pada penelitian ini digunakan *Run Test*, apabila nilai hasil uji run test lebih besar daripada tingkat signifikansi (0,05), maka tidak terdapat masalah autokorelasi pada data yang diuji.
3. Uji Multikolinearitas
Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah di dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel dependen. Model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi yang

tinggi diantara variabel dependen. Untuk menguji terjadi multikolinearitas dapat dilihat dari angka *tolerance* dan VIF, apabila nilai *tolerance* besar dari 0,1 dan VIF kecil dari 10, maka tidak terjadi multikolinearitas.

4. Uji Heteroskedastisitas
Pengertian dari asumsi ini adalah bahwa ragam (*variance*) dari variabel pengganggu adalah sama. Hasilnya titik-titik yang terdapat dalam *scatter plot* menyebar secara acak dan tidak membentuk pola tertentu. (Tidak terdapat heteroskedastisitas)

Uji Hipotesis

1. Koefisien Determinasi
Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur sumbangan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen (Priyatno, 2009).
2. Uji Simultan (Uji-F)
Digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Penentuannya, apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka variabel independen berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.
3. Uji Parsial (Uji-t)
Digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Penentuannya, apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka variabel independen berpengaruh secara parsial terhadap variabel dependen.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas
Data terdistribusi secara normal baik pada model regresi tahap 1 maupun 2. Dimana hasil dari uji *Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan nilai signifikansi yang lebih dari 0,05 yaitu sebesar 0,109 dan 0,737.
2. Uji Autokorelasi.
Tidak terjadi masalah autokorelasi pada data ini, baik pada regresi tahap 1 dan regresi tahap 2. Hasil *Run Test* menunjukkan hasil signifikansi yang lebih dari 0,05 yaitu 0,879 dan 0,170.
3. Uji Multikolinearitas
Tidak terjadi masalah multikolinearitas, Dimana nilai *tolerance* lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF lebih kecil dari 10.
4. Uji Heteroskedastisitas

Tidak terjadi masalah heteroskedastisitas. Dimana pada *scatterplot* terbentuk pola yang tidak jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah 0 pada sumbu Y.

Tabel 1 : Hasil Analisis Regresi Dua Tahap

Variabel	β	t	Sig	Ket
Pengaruh terhadap struktur modal				
Konstan	-1.983	-.663	.511	tak
ROA	-10.089	-2.506	.017	sig
SIZE	.088	.729	.470	tak
GROWTH	.143	.496	.623	tak
SA	1.941	1.429	.161	tak
NDTS	.952	.671	.506	tak
Pengaruh terhadap nilai perusahaan				
Konstan	2.641	4.237	.000	sig
DER	.735	2.195	.034	sig

Dari tabel tersebut didapatkan persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y1 = -1,983 - 10,089X1 + 0,88X2 + 0,143X3 + 1,941X4 + 0,952X5 + e$$

$$Y2 = 2,641 + 0,753Y1 + e$$

Uji Hipotesis

Berdasarkan uji hipotesis yaitu nilai dari *adjusted R square* variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva dan NDTS memberikan sumbangan pengaruh sebesar 28,5% terhadap struktur modal. Sementara sisanya sebesar 71,5% struktur modal dipengaruhi oleh faktor lainnya diluar variabel independen. Kelima variabel ini secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Sementara secara parsial yang dilakukan dengan uji-t hanya variabel profitabilitas yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Sementara ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva dan NDTS tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Sementara pada hipotesis 6 ditemukan sumbangan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 10,3%. Sedangkan hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pembahasan Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian ini menunjukkan variabel profitabilitas yang diprosikan dengan *return on asset* (ROA) menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar -10,089 dan dengan signifikansi sebesar 0,017 yang artinya profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, dengan demikian H_1 diterima.

Nilai koefisien regresi sebesar -10,089 menunjukkan hubungan yang negatif antara profitabilitas dengan struktur modal. Nilai struktur modal akan turun sebesar 10,089 kali setiap kenaikan profitabilitas. Sementara nilai signifikansi sebesar 0,017 menunjukkan pengaruh profitabilitas sangat berarti pada struktur modal.

Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal yang artinya semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah tingkat struktur modal yang dimiliki perusahaan. Dengan tingkat profitabilitas yang tinggi, maka jumlah laba ditahan perusahaan akan semakin tinggi. Seperti yang diketahui, laba ditahan merupakan salah satu sumber pendanaan yang berasal dari internal. Meningkatnya sumber pendanaan internal tentunya akan menurunkan rasio hutang dalam struktur modal.

Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal sesuai dengan *pecking order theory* dimana pendanaan internal lebih disukai. Pihak manajemen akan menggunakan pendanaan internal apabila jumlah dana internal yang dimiliki perusahaan mencukupi. Meningkatnya profitabilitas menunjukkan perusahaan semakin mandiri terhadap pendanaannya, sehingga tingkat struktur modal menurun.

Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 0,088 dan tingkat signifikansi sebesar 0,470 yang artinya variabel ukuran perusahaan (*SIZE*) berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap struktur modal, dengan demikian maka H_2 ditolak.

Nilai koefisien regresi sebesar 0,088 menunjukkan pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Struktur modal akan meningkat sebanyak 0,088 kali setiap peningkatan ukuran perusahaan. Sedangkan nilai signifikansi sebesar 0,470 menunjukkan pengaruh ukuran perusahaan tidak terlalu berarti bagi struktur modal.

Nilai koefisien regresi yang positif mengindikasikan semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin besar pula tingkat struktur modal perusahaan. Perusahaan dengan ukuran yang besar mempunyai resiko gagal bayar yang lebih rendah karena dianggap mampu untuk melunasi hutangnya, sehingga akses untuk mendapatkan hutang lebih mudah. Hal ini menyebabkan perusahaan dengan ukuran perusahaan yang besar memiliki jumlah hutang yang lebih besar.

Pengaruh positif ini sesuai dengan *trade-off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran besar berpeluang untuk memperoleh pinjaman karena memiliki akses yang lebih luas ke pasar modal, selain itu perusahaan besar juga mampu menekan biaya transaksi terkait penerbitan hutang jangka panjang (Utomo dan Djumahir, 2013). Kemudahan mendapatkan dana disebabkan oleh resiko gagal bayar yang kecil sehingga meningkatkan kepercayaan pihak kreditor.

Tidak adanya pengaruh yang signifikan dari ukuran perusahaan pada terhadap struktur modal disebabkan oleh perusahaan hanya akan menggunakan hutang apabila berdampak bagi kesejahteraan para pemegang saham yang merujuk hasil penelitian Utomo dan Djumahir (2013). Apabila penggunaan hutang tidak meningkatkan kesejahteraan *stakeholder* atau penggunaan hutang akan memberikan dampak yang buruk bagi perusahaan, maka kesempatan memperoleh dana eksternal yang dimiliki perusahaan dengan ukuran besar tidak akan dimanfaatkan, sehingga ukuran perusahaan tidak terlalu berpengaruh dalam keputusan struktur modal.

Pertumbuhan terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian ini menemukan pertumbuhan yang diprosikan dengan pertumbuhan penjualan memiliki koefisien regresi sebesar 0,143 dan nilai signifikansi sebesar 0,623. Hal ini menunjukkan pertumbuhan berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap struktur modal, dengan demikian H_3 ditolak.

Nilai koefisien regresi sebesar 0,143 menunjukkan pengaruh positif pertumbuhan terhadap struktur modal. Struktur modal akan meningkat sebanyak 0,143 kali setiap peningkatan pertumbuhan. Sedangkan nilai signifikansi sebesar 0,623 menunjukkan pengaruh pertumbuhan tidak terlalu berarti bagi struktur modal.

Nilai positif dari koefisien regresi menunjukkan semakin tinggi pertumbuhan yang diprosikan dengan pertumbuhan penjualan maka semakin besar struktur modal perusahaan. Hal ini sesuai dengan pernyataan Weston dan Copeland (2008) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap jumlah hutang perusahaan, mengingat tingkat pertumbuhan penjualan merupakan ukuran sampai sejauh mana laba per saham dari perusahaan dapat ditingkatkan oleh *leverage*.

Pengaruh pertumbuhan penjualan yang tidak signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan infrastruktur, utilitas dan transportasi disebabkan oleh meningkatnya pertumbuhan penjualan yang akan memacu perusahaan untuk meningkatkan produksi dalam rangka mencapai keuntungan maksimum, namun tidak serta merta membutuhkan tambahan dana dari hutang. Peningkatan jumlah produksi masih bisa ditangani dengan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan.

Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal

Pada penelitian ini ditemukan hasil koefisien regresi sebesar 1,941 dan nilai signifikansi sebesar 0,161. Hal ini menunjukkan struktur aktiva berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap struktur modal, dengan demikian H_4 ditolak.

Nilai koefisien regresi sebesar 1,941 menunjukkan pengaruh positif struktur aktiva terhadap struktur modal. Struktur modal akan meningkat sebanyak 1,941 kali setiap peningkatan struktur aktiva. Sedangkan nilai signifikansi sebesar 0,161 menunjukkan pengaruh struktur aktiva tidak terlalu berarti bagi struktur modal.

Koefisien regresi yang bernilai positif menunjukkan, semakin tinggi struktur aktiva maka semakin tinggi struktur modal. Struktur aktiva menunjukkan porsi aktiva tetap di dalam perusahaan. Struktur aktiva yang tinggi menyatakan porsi aktiva tetap yang lebih besar dalam perusahaan. Mengingat aktiva tetap merupakan aset yang dapat digunakan sebagai agunan.

Namun, pada penelitian ini pengaruh struktur aktiva tidak signifikan terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan struktur aktiva tidak memiliki pengaruh yang berarti bagi perusahaan infrastruktur, utilitas dan transportasi dalam menentukan struktur modal. Berbeda dengan teori yang dinyatakan oleh Brigham dan Houston (2011) bahwa secara umum perusahaan yang memiliki aktiva yang sesuai sebagai jaminan akan lebih mudah untuk mendapatkan hutang. Dengan demikian struktur aktiva tidak menjadi ukuran bagi perusahaan sektor transportasi, utilitas dan transportasi untuk menentukan struktur modal sama halnya dengan ukuran perusahaan.

***Non Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal**

Hasil penelitian menemukan nilai koefisien regresi sebesar 0,952 dengan nilai signifikan sebesar 0,506. Hasil ini menunjukkan bahwa *non debt tax shield* (NDTS) berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap struktur modal. Dengan demikian H_5 ditolak.

Nilai koefisien regresi sebesar 0,952 menunjukkan pengaruh positif *non debt tax shield* (NDTS) terhadap struktur modal. Struktur modal akan meningkat sebanyak 0,952 kali setiap peningkatan *non debt tax shield* (NDTS). Sedangkan nilai signifikansi sebesar 0,506 menunjukkan pengaruh *non debt tax shield* (NDTS) tidak terlalu berarti bagi struktur modal.

Berdasarkan hasil penelitian ini *non debt tax shield* (NDTS) memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal, artinya semakin besar *non debt tax shield* (NDTS) semakin besar pula struktur modal. *Non debt tax shield* (NDTS) diukur menggunakan perbandingan penyusutan terhadap total aset. Penyusutan terkait dengan aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Penyusutan yang tinggi menggambarkan jumlah aktiva tetap yang tinggi yang bisa digunakan sebagai jaminan untuk mendapatkan hutang (Utomo dan Djumahir, 2013). Hal ini sejalan dengan struktur aktiva yang berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Namun, pengaruh NDTS terhadap struktur modal tidak signifikan, sehingga peningkatan atau penurunan NDTS tidak memberikan pengaruh yang berarti.

Non debt tax shield (NDTS) yang tidak terlalu berpengaruh terhadap struktur modal disebabkan karena *non debt tax shield* (NDTS) hanya sebagai pelengkap dibanding pengganti *debt tax shield* (Homaifar, *et al* 1994 dalam Utomo dan Djumahir, 2013). Manfaat *debt tax shield* yang dinyatakan oleh MM *theory* tidak dapat digantikan oleh manfaat *non debt tax shield*.

Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar struktur modal 0,735 dan nilai signifikansi sebesar 0,034 yang artinya struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini berbeda dengan H_6 yang menyatakan bahwa nilai perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sehingga H_6 diterima namun berbeda arah dengan hipotesis.

Nilai koefisien regresi sebesar 0,735 menunjukkan pengaruh positif struktur modal terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan akan meningkat sebanyak 0,735 kali peningkatan struktur modal. Sedangkan nilai signifikansi sebesar 0,034 menunjukkan struktur modal memberikan pengaruh yang berarti bagi nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan *trade-off theory* yang menyatakan penggunaan hutang sampai titik tertentu akan menguntungkan perusahaan. Penggunaan hutang oleh perusahaan infrastruktur, utilitas dan transportasi belum melewati batas sehingga didapat manfaat pajak yang akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Struktur modal sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sehingga pihak manajemen perlu memperhatikan struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Implikasi Penelitian

Bagi pihak manajemen perusahaan, implikasi yang diharapkan adalah dalam meningkatkan nilai perusahaan perlu memperhatikan struktur modal perusahaan. Untuk menentukan struktur modal itu sendiri, perusahaan perlu memperhatikan tingkat profitabilitas perusahaan.

Bagi pihak investor, implikasi yang diharapkan dari penelitian ini adalah dapat

memberikan dampak pada keputusan investasi. Seorang investor tentunya memiliki beberapa pertimbangan dalam memilih perusahaan untuk berinvestasi. Struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan yang merupakan salah satu faktor yang sangat dipertimbangkan investor dalam berinvestasi.

Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan memberikan tambahan pengetahuan mengenai faktor yang mempengaruhi struktur modal serta pengaruh struktur modal tersebut terhadap nilai perusahaan. Bagi peneliti selanjutnya yang tertarik untuk melakukan penelitian serupa, penelitian ini diharapkan dapat memberikan referensi.

PENUTUP

Kesimpulan

1. Secara simultan pengaruh yang disumbangkan profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva, NDTs terhadap struktur modal sebesar 28,5%
2. Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal
3. Ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva, NDTs tidak berpengaruh terhadap struktur modal
4. Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Saran

1. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaannya dengan cara meningkatkan struktur modal atau jumlah hutang. Ukuran perusahaan yang besar, pertumbuhan penjualan yang cukup baik serta jumlah aktiva tetap yang besar dapat dijadikan alat bagi perusahaan untuk mendapatkan tambahan hutang.
2. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel internal perusahaan seperti volatilitas laba, likuiditas, dan *investment opportunity* serta dapat menambahkan variabel eksternal perusahaan seperti inflasi, tingkat suku bunga dan sebagainya.

DAFTAR PUSTAKA

- Arikunto, Suharsimi. 2006. *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktik*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Brigham, E. F. and Ehrhardt M. C. 2011. *Financial Management Theory and Practice*. Thirteenth Edition. South-Western Cengage Learning.
- Brigham, Eugene F dan Joel F. Houston. 2011. *Fundamental Of Financial Management*. Thirteenth Edition. New York: Thomson South Western Mc Graw Hill.
- Deemsomsak, R., Krishna, P., dan Giola, P. 2004. "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pasific Region". *Journal of Multinational Financial Management*, 14.
- Dibiyantoro. 2011. Pengaruh Struktur Modal Dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Mandatory Disclosure Financial Statement Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Ekonomi dan Informasi Akuntansi*.
- Ferdinand, Augusty. 2006. *Metode Penelitian Manajemen: Pedoman Penelitian untuk Skripsi, Tesis dan Disertasi Ilmu Manajemen*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Semarang: Penerbit Universitas Diponegoro.
- Helfert, Erich A. 2003. *Technique of Financial Analysis, A Guide to Value Creation*, 11th edition. North America: Mc Graw Hill-Irwin.
- Hermuningsih, Sri dan Dewi Kusuma Wardani. 2009. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Malaysia dan Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis, Vol. 13, No. 2*.
- Horne, James C. 2008. Van dan John M. Wachowicz. *Fundamentals of Financial Management*. 13th Edition. Prentice Hall.
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti. 2004. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Kasmir. (2008). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers
- Kesuma, Ali. 2009. "Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Public di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Volume 11, No. 1
- Liem, Jemi Halim *et al.* 2013. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Consumer Goods yang Terdaftar di BEI periode 2007-2011". *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Surabaya*, Volume 1, (No. 2)
- Margaretha, Farah dan Aditya Rizki Ramadhan. 2010. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi

- Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Volume 12, No.2.
- Maytariana, Dyah *et al.* 2012. "Faktor-faktor Fundamental yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan". Universitas Brawijaya
- Myers, Brealey RA., Myers dan Allen F (2008). *Principles of Corporate Finance*. 9th Edition. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Priyanto, Duwi. 2009. *5 Jam Belajar Olah Data dengan SPSS 17*. Yogyakarta: Andi Yogyakarta.
- Riyanto, Bambang. (2008). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: Penerbit GPFE.
- Ross, Stephan A., Randolph W.W., and Bradford D.J., 2008, *Corporate Finance Fundamenta*, Edisi 8, Terjemahan oleh Ali Akbar Y., Rafika D., dan Christine, 2009, Salemba Empat, Jakarta.
- Sari, Desi Handa *et al.* 2013. "Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Volume 2, No.1
- Sekaran, Uma. 2006. *Research Methods For Bussiness*. Edisi 14. Jakarta: Salemba Empat.
- Septiano, Rizqi Wahyu *et al.* 2012. "Analisis Faktor Mikro terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan". Universitas Brawijaya
- Sheikh, N.A., dan Zongjun, W. 2011. *Determinants of Capital Structure An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan*. *Journal of Managerial Finance*. Vol. 37 No. 2.
- Suharli, Michell. 2006. "Pengaruh Nilai Perusahaan Terhadap *Return* dengan *Price Earnings Ratio* Sebagai Variabel *Moderate* (Studi Empiris Pada Persahaan Terdaftar Indeks LQ-45)". *Jurnal Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya*
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPF.
- Titman, Sheridan *et at.* 2011. *Financial Management Principles and Applications*. 11th Edition. Pearson.
- Utomo, Prasetyo dan Djumahir. 2013. "Pengaruh Variabel Fundamental terhadap Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Volume 2, No 3.
- Wahyuningsih, Sulistya Dewi. 2006. "Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal". Univesitas Brawijaya.
- Weston dan Brigham. 2005. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Erlangga
- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland. 2009, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid 2, Jakarta: Binarupasara.