

ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Faisal Riza Rahman

Program Pascasarjana Universitas Stikubank Kampus Kendeng :
Jl. Kendeng V Bendan Ngisor Semarang, Telp (62-24) 8414970
Fax (024) 8441738, e-mail: fir.mecha@gmail.com

Sunarto

Program Pascasarjana Universitas Stikubank Kampus Kendeng :
Jl. Kendeng V Bendan Ngisor Semarang, Telp (62-24) 8414970
Fax (024) 8441738, e-mail: sunarto@edu.unisbank.ac.id

ABSTRAK

Tujuan akhir yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah mengetahui pengaruh variabel DER terhadap nilai perusahaan dan menguji apakah RNOA merupakan variabel yang memediasi hubungan variabel tersebut. Sumber data sekunder diambil melalui laporan keuangan perusahaan dan "Annual Report" tahun 2018 dan 2016. Metode analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda (*least square*). Kesimpulan dari penelitian ini, DER berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan. Sedangkan RNOA merupakan variabel yang memediasi hubungan antara DER dan nilai perusahaan. RNOA sendiri berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Rekomendasi peneliti yang akan datang : memperluas objek penelitian, nilai adjusted R square yang kurang sempurna maka sebaiknya menambah variabel independen yang dapat mempengaruhi struktur modal (DER) dan nilai perusahaan (*Tobin's Q Ratio*), dan alat analisis dapat perluas dengan metode SEM (*analisis covariance*), SPSS AMOS untuk uji mediasi, dan regresi data panel menggunakan Eviews.

Kata kunci : RNOA, capital structure, tobin's q, LQ45

1. PENDAHULUAN

Struktur modal berpedoman pada cara perusahaan membiayai asetnya melalui kombinasi ekuitas dan leverage (Titman and Wessels, 1988). Hal ini dapat diukur sebagai rasio antara hutang dan total ekuitas dan hutang (Myers, 2001). Bentuk pembiayaan dan jenis sumber pendanaan akan menentukan struktur modal perusahaan. Proses pembiayaan mengambil tempat yang sangat penting dalam manajemen perusahaan karena harus memastikan keuangan yang berkesinambungan untuk pertumbuhan dan mempertahankan daya saing di lingkungan mereka (Sarlija, 2012; Haron, 2015; Pontoh, 2017).

Karena relatif sulit untuk membuat keputusan tentang mode pembiayaan yang optimal berkenaan dengan perubahan bisnis yang dinamis, tetapi juga perubahan kelembagaan dan legislatif. Akses ke pendanaan eksternal adalah umumnya lebih mudah bagi perusahaan likuid yang rasio keuangannya sesuai dengan kriteria lembaga keuangan (Lina, 2018; Ida Zuhroh, 2019).

Nilai perusahaan adalah nilai ekuitas dari hak pemegang saham yang bertujuan untuk memaksimalkan nilai yang dihasilkan oleh perusahaan. Nilai perusahaan juga merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Nuswandari, et al 2019). Meningkatkan nilai perusahaan dibuat sebagai upaya untuk mempertahankan keunggulannya (Hermawan dan Mafu'ah, 2014) dan untuk menjaga kelangsungan operasionalnya sehingga para pemangku kepentingan mendapat keuntungan dan kemakmuran dapat ditingkatkan (Febrianti, 2012). Nilai perusahaan memainkan peran yang sangat penting bagi perusahaan, karena jika nilai perusahaan tinggi itu akan diikuti oleh kemakmuran tinggi bagi para pemangku kepentingannya. Oleh karena itu, nilai perusahaan yang tinggi tersebut benar-benar layak oleh pemilik perusahaan untuk menunjukkan kemakmuran tinggi mereka (Suharli, 2006; Purwohandoko, 2017).

Nilai perusahaan juga mencerminkan evaluasi investor terhadap keberhasilan suatu perusahaan dan apa adanya sering terkait dengan kenaikan harga bursa. Investor akan menghasilkan beragam menganalisis untuk memastikan bahwa bursa saham yang mereka pegang akan memberikan pengembalian positif (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Harapan pendapatan yang akan diterima investor di masa depan seperti yang tercermin dalam indikator evaluasi pasar secara keseluruhan dapat diamati dalam nilai perusahaan saat ini. (Meidiawati, 2016 dalam Zuhroh, 2019).

Rasio leverage menunjukkan cara perusahaan membiayai asetnya. Mereka mewakili ukuran derajat risiko investasi di perusahaan, dan menentukan tingkat penggunaan dana pinjaman. Perusahaan dengan signifikan tingkat hutang yang tinggi kehilangan fleksibilitas finansial, mungkin perusahaan memiliki masalah dalam menemukan investor baru, dan sedang dihadapi dengan risiko kebangkrutan. Namun, utang belum tentu buruk. Jika tingkat hutang terkendali dan secara teratur dipantau melalui waktu, dan dana pinjaman digunakan dengan benar, hutang dapat berakibat bertambah pengembalian investasi (Rebel Cole, 2008).

Menurut Brigham (2005) teori trade off menjelaskan ide bahwa berapa banyak hutang perusahaan dan berapa banyak ekuitas perusahaan sehingga terjadi keseimbangan antara biaya dan keuntungan. Teori ini menyatakan bahwa suatu perusahaan memiliki

tingkat hutang yang optimal dan berusaha menyesuaikan tingkat aktualnya kearah titik optimal (tidak overlevered dan under levered) (Brigham, and Ehrhardt, 2005:588-592).

Profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nuswandari (2019), dan Zuhroh (2019) bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari asset operasinya maka akan memicu peningkatan nilai perusahaan. Penelitian lain Purwohandoko (2017) menyatakan profitabilitas yang tinggi akan menurunkan nilai perusahaan.

Struktur modal berpengaruh negatif terhadap profitabilitas sesuai dengan hasil penelitian Raden Wald (1999), Chiang (2002), Abor (2005), Mendell (2006), dan Rafnida (2011). Meningkatnya hutang perusahaan cenderung mengurangi laba perusahaan, hal ini tercermin dari teori signaling. Teori signaling menjelaskan bahwa ketika ada kabar baik tentang perusahaan tersebut misalnya melakukan ekspansi pasar sehingga dapat menghasilkan keuntungan lebih banyak dibandingkan dengan sebelumnya maka profitabilitas meningkat karena direspon baik oleh pasar dan dianggap perusahaan telah tumbuh dan berkembang, ditandai oleh berkurangnya hutang perusahaan. Dan perusahaan semakin mampu membayar hutangnya sehingga menurunnya struktur modal akan meningkatkan profitabilitas. Penelitian lain menunjukkan hubungan positif antara struktur modal dan profitabilitas yaitu Gill Biger (2011), sedangkan menurut Supianto (2012) struktur modal tidak berpengaruh terhadap profitabilitas.

Profitabilitas juga merupakan variabel mediasi antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Pengaruh positif terlihat pada jurnal penelitian Hamidy (2015). Penelitian menunjukkan hasil dimana profitabilitas mampu memediasi pengaruh antara struktur modal terhadap nilai perusahaan, karena hutang akan menyebabkan peningkatan nilai perusahaan, dan peningkatan nilai perusahaan ini akan lebih besar apabila hutang dapat meningkatkan profitabilitas terlebih dahulu. Perusahaan belum mencapai titik optimal pada tingkat hutangnya, sehingga penambahan proporsi hutang yang dapat meningkatkan profitabilitas dapat digunakan untuk mendapatkan nilai perusahaan yang lebih tinggi. Namun penelitian lain menyimpulkan hasil yang berbeda Ridelvia (2017) yaitu struktur modal memiliki pengaruh langsung (direct effect) yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dan pengaruh tidak langsung (indirect effect) yang signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas sebagai variabel intervening. Hasil penelitian membuktikan bahwa struktur modal tidak serta merta langsung dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Proporsi struktur modal yang tepat dapat menaikkan nilai perusahaan hanya jika pihak manajemen perusahaan mampu memaksimalkan profitabilitas dari setiap modal yang ada, baik yang berasal dari utang maupun dari ekuitas.

Tabel 1.1 Data Rata-Rata LQ45 2015-2018

Variabel	2018	2017	2016	2015	AVG
DER	1,28	1,11	1,00	1,08	1,12
TOBIN	3,23	3,25	3,45	2,92	3,21
RNOA	0,56	0,66	0,38	0,20	0,45

Sumber: Data Annual Report LQ45

Pada data BEI 2018, terdapat 4 dari 18 perusahaan yang mengeluarkan laporan keuangan dan tergabung dalam LQ45 memiliki nilai perusahaan (Tobin Q) di bawah 1, meskipun secara rata-rata nilai pasar adalah 3,21. Hal ini menunjukkan bahwa 22% perusahaan tidak dapat mengelola aset mereka dengan baik sehingga investor meremehkan perusahaan untuk nilai buku mereka yang sebenarnya.

Berdasarkan tabel 1.1 menunjukkan penurunan DER tidak diikuti nilai perusahaan, dan profitabilitas. Fluktuasi yang berbeda terjadi pada setiap variable yang diteliti. Namun penurunan DER berbanding lurus dengan peningkatan profitabilitas. Atas dasar fenomena dan research gap tersebut penulis termotivasi untuk melakukan penelitian menguji hubungan dan pengaruh dari variabel struktur modal terhadap nilai perusahaan dan menguji apakah profitabilitas sebagai variabel yang memediasi hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Agency Theory

Teori Keagenan (Agency Theory) Jensen dan Meckling (1976) dalam Masdupi (2005, 59) mendefinisikan teori keagenan sebagai hubungan antara agen (manajemen suatu usaha) dan principal (pemilik usaha). Di dalam hubungan keagenan terdapat suatu kontrak dimana satu orang atau lebih (principal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal dan memberi wewenang kepada agen untuk membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal.

Teori Keagenan menyebutkan bahwa utang (leverage) adalah salah satu mekanisme bagi shareholder untuk meminimumkan masalah keagenan dengan manajer. Dalam konteks ini, beberapa peneliti menunjukkan bahwa tingkat leverage dipengaruhi oleh kebijakan deviden, sedangkan peneliti yang lain melihat bahwa leverage dipengaruhi oleh tingginya aliran kas bebas perusahaan.

2.2 Signaling Theory

Isyarat atau signal menurut Brigham dan Houston (1999; 36) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang manajemen memandang prospek perusahaan. Dalam Brigham dan Houston (1999; 36), perusahaan dengan prospek menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal yang baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Hal tersebut juga mempengaruhi nilai perusahaan karena adanya pandangan investor terhadap suatu perusahaan.

Signaling Theory adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Scott Besley dan Eugene F. Brigham, 2008). Signaling theory atau teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberi informasi laporan keuangan bukan hanya pada investor namun kepada pihak eksternal perusahaan lainnya seperti underwriter, investor, kreditor atau pengguna informasi lainnya. Dorongan pemberian informasi karena terdapat asymmetric information antara pihak perusahaan dengan eksternal.

2.3 Trade Off Theory

Menurut Brealey et al. (2006), teori trade-off dikenal sebagai teori struktur modal yang optimal. Dalam teori ini, suatu perusahaan akan mencoba untuk meningkatkan tingkat utangnya ke titik tertentu, di mana manfaat dari perlindungan pajak bunga tambahan dapat diperjualbelikan. "Brigham dan Weston (2011) menjelaskan bahwa trade off theory adalah perusahaan menukar manfaat pajak dengan masalah yang disebabkan oleh beberapa potensi kebangkrutan atas penggunaan hutang.

Teori trade off menjelaskan bahwa perusahaan dengan struktur modalnya tanpa hutang atau perusahaan dengan struktur modalnya yang didanai oleh hutang adalah perusahaan yang buruk. Perusahaan tanpa hutang modal akan membayar pajak lebih tinggi dari itu dengan hutang dan ini akan mempengaruhi nilai perusahaan (Idah Zuhroh, 2019)

2.4 Pecking Order Theory

Teori pecking order adalah salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan. Myers (1984) mengemukakan alasan kecenderungan yang ditunjukkan oleh perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan. Myers (1984) menjelaskan bahwa prioritas pendanaan didasarkan pada teori pecking order ikuti perintah pendanaan berikut:

- a. Perusahaan lebih memilih pendanaan dari sumber internal.
- b. Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen dengan peluang investasi.
- c. Dana eksternal akan digunakan ketika benar-benar dibutuhkan di mana prioritas keselamatan dilalui hutang dan pilihan terakhir adalah melalui penerbitan ekuitas baru.
- d.

2.5 Profitability

Profitabilitas adalah hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan manajemen perusahaan (Brigham dan Weston, 2011). Rasio profitabilitas biasanya dibuat untuk mengukur keberhasilan suatu perusahaan dan indikator untuk mengevaluasi kinerja manajer (Idah Zuhroh, 2019)

Pengembalian aset operasi bersih (RNOA) mengakui bahwa profitabilitas harus didasarkan pada net aset yang diinvestasikan dalam operasi. Jadi perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas operasi mereka dengan meyakinkan pemasok, dalam perjalanan bisnis, untuk memberikan atau memperpanjang persyaratan kredit; kredit mengurangi investasi bahwa pemegang saham sebaliknya harus dimasukkan ke dalam bisnis. Sejalan dengan itu, tingkat pinjaman bersih, dengan mengecualikan kewajiban tanpa bunga dari penyebut, memberikan suku bunga pinjaman yang sesuai untuk kegiatan pembiayaan (Penman, 2013).

RNOA berbeda dari ROA yang lebih umum, biasanya ditentukan sebagai pendapatan sebelum beban bunga setelah pajak terhadap total aset. ROA tidak membedakan operasi dan kegiatan pendanaan dengan tepat. Tidak seperti ROA, RNOA tidak termasuk aset keuangan dalam penyebut dan mengurangi kewajiban operasi (Penman, 2013).

2.6 Capital Structure

Leverage adalah efek yang berasal dari penggunaan pembiayaan jangka panjang dan jangka pendek yang dibuat oleh perusahaan (Sari dan Priyadi, 2017 dalam Zuhroh, 2019). Leverage memberikan gambaran tentang struktur modal perusahaan, sehingga risiko pinjaman yang tidak tertagih dapat dideteksi (Prayoga dan Almilia, 2013).

Leverage perusahaan diprosikan oleh rasio hutang terhadap ekuitas. Debt to Equity Ratio (DER) menggambarkan seluruh hutang dan keseluruhan modal dalam pendanaan perusahaan dan tingkat perusahaan dalam memenuhi semua kewajibannya melalui modal yang dimilikinya. Semakin tinggi DER, semakin tinggi persentase modal asing digunakan dalam biaya operasional perusahaan (Sambora, 2014; Prabansari, 2005). Harianto (2016) membuktikan bahwa Rasio Utang terhadap Ekuitas memiliki efek positif dan negatif karena ada beberapa faktor risiko dalam meraih laba yang diharapkan dan berkelanjutan perusahaan kegiatan perusahaan (Idah Zuhroh, 2019).

2.7 Firm Value

Nilai perusahaan adalah nilai perusahaan yang merupakan nilai wajar dari perusahaan yang menggambarkan evaluasi untuk investor emiten tertentu sehingga nilai perusahaan adalah persepsi investor yang selalu terkait dengan harga saham (Soliha, 2002; Gultom, 2013; Languju, 2016). Hal ini sangat erat kaitannya dengan Signaling Theory, yaitu cara pasar merespon kabar baik dan kabar buruk dari emiten. Nilai perusahaan adalah konsep penting investor yaitu sebagai indikator pasar evaluasi suatu perusahaan secara keseluruhan (Nurlela, 2008) karena itu, nilai perusahaan didefinisikan sebagai harga jual perusahaan dianggap memadai oleh calon investor saat perusahaan akan dilikuidasi (Wahyudi dan Pawestri, 2006; Rahmawati, 2015 dalam Hardinis, 2019).

Salah satu rasio yang dapat digunakan untuk menilai nilai perusahaan adalah Tobin's Q. Menurut to Dewi (2014), Tobin's Q adalah kombinasi nilai aset berwujud dan tidak berwujud. Nilai Tobin's Q untuk perusahaan berkisar dari 0 hingga 1, menunjukkan bahwa biaya untuk mengganti aset perusahaan melebihi nilai pasar perusahaan sehingga itu berarti bahwa nilai pasar perusahaan terlalu rendah. Nilai Q Tobin di atas 1 menunjukkan bahwa pasar nilai perusahaan melebihi nilai tercatat dari aset perusahaan.

Menurut Prasetyorini, (2013b), analisis Tobin's Q yang lebih rendah dari 1 menunjukkan bahwa nilai buku dari aset perusahaan lebih tinggi dari nilai pasarnya. Karena itu, perusahaan akan menjadi target akuisisi atau likuidasi sejak persediaan perusahaan undervalued. Secara logis, pembeli perusahaan akan mendapatkan aset dengan harga lebih rendah dibandingkan jika aset dijual kembali. Sebaliknya, jika nilai Q Tobin lebih besar dari satu itu menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan lebih tinggi daripada nilai buku asetnya, menunjukkan bahwa perusahaan memiliki potensi tinggi pertumbuhan yang membuat aset perusahaan dinilai terlalu tinggi. (Idah Zuhroh, 2019). Untuk menghitung Tobin's Q didapatkan dengan cara *Total Market Value* ditambah *Total Book Value of Liabilities* dibagi dengan *Total Book Value of Assets*. Sedangkan total market value diperoleh dari jumlah saham beredar dikali dengan harga saham penutupan pada periode tertentu.

3. METODE PENELITIAN

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam daftar LQ45 Bursa Efek Indonesia 2015-2018 dengan populasi sebanyak 168 observasi. Teknik pengambilan sampel menggunakan "purposive sampling". Kriteria yang digunakan untuk pengambilan sampel adalah :

1. Perusahaan yang terdaftar pada LQ45
2. Perusahaan memiliki data-data yang diperlukan dalam penelitian selama periode tahun 2015-2018
3. Perusahaan yang memiliki RNOA positif

Sampel yang sesuai dengan kriteria sebanyak 145 observasi. Selanjutnya dilakukan uji normalitas, dan ada 93 observasi yang merupakan outlier. Sehingga sampel yang didapatkan menjadi 52 observasi.

Pengukuran variabel penelitian berdasarkan konsep dan penelitian sebelumnya. Variabel firm value diukur berdasarkan rasio tobin's q (TOBIN). Variabel struktur modal diukur dengan debt to equity ratio (DER). Variabel independen dalam penelitian ini struktur modal dan profitabilitas. Merujuk pada literature sebelumnya, variabel profitability diukur berdasarkan return nett operating assets (RNOA).

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Melalui olah data menggunakan SPSS versi 25 maka dilakukan regresi linear berganda dan sobel test untuk menguji RNOA sebagai variabel mediasi, maka diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.1 Output Persamaan Regresi

Independen	Dependen	Unstandarized	Sig
DER	RNOA	0.179	0,000
DER	TOBIN	-0,079	0,000
RNOA	TOBIN	0,102	0,034

Sumber: Output SPSS yang telah diolah

4.1 Pengaruh DER Terhadap RNOA

DER berpengaruh positif terhadap RNOA. Semakin tinggi DER maka diikuti oleh peningkatan jumlah RNOA atau kemampuan perusahaan menghasilkan laba operasi bersih melalui asset operasi bersih. Hal ini sesuai dengan teori trade-off yang menyatakan bahwa perusahaan akan meningkatkan jumlah hutangnya sampai pada titik tertentu untuk memaksimalkan pendapatan atau laba. Sehingga hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa DER berpengaruh positif terhadap RNOA dinyatakan diterima.

Namun pada penelitian ini lebih mengacu pada teori trade off. Teori trade off yaitu perusahaan akan meningkatkan jumlah hutangnya sampai pada titik tertentu untuk memaksimalkan pendapatan atau laba. Supaya dalam keputusan pendanaanya tidak "underlevered" hutang dibawah batas atau "overlevered" hutang diatas titik batas optimal. Semakin tinggi laba perusahaan akan meningkatkan proporsi hutangnya guna mempertahankan atau meningkatkan pendapatannya lebih banyak lagi.

Fenomena yang terjadi yaitu ketika DER meningkat maka RNOA menurun dan apabila DER menurun maka RNOA meningkat (berpengaruh negatif) tidak sesuai dengan hasil penelitian yang menyatakan hubungan positif antara DER dengan RNOA. Sehingga mendukung hasil penelitian yang ditemukan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Wiston (2017), Razali (2015), Cole (2008), Yuke (2005) dan Zuhroh (2019) mengungkapkan variabel RNOA berpengaruh positif signifikan terhadap DER.

4.2 Pengaruh RNOA Terhadap TOBIN

RNOA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi RNOA maka akan menyebabkan kenaikan TOBIN, karena meningkatnya RNOA ditangkap investor sebagai kabar baik “good news” yang dianggap bahwa perusahaan memiliki potensi yang menjanjikan apabila investor menanamkan modal pada perusahaan yang memiliki kemampuan menghasilkan laba bersih operasi dari asset boperasi bersihnya. Hal ini mengacu pada teori signaling atau teori sinyal pasar. Sehingga hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa RNOA berpengaruh positif terhadap TOBIN dinyatakan diterima.

Banyak anggapan bahwa dengan perusahaan yang memiliki performa laporan keuangan baik maka jika perusahaan berhutang lebih banyak lagi mengindikasikan perusahaan mampu mengelola asetnya dengan baik dan memiliki potensi perkembangan yang baik pula. Terjadinya informasi seperti ini berdampak pada peningkatan harga saham sehingga nilai perusahaan akan ikut naik, mengingat indikator nilai perusahaan berasal dari total market value ditambah total book value of liability dibandingkan dengan nilai book value of assets.

Hasil penelitian sesuai dengan fenomena yang terjadi ditahun 2015 hingga 2018 pada 18 perusahaan yang dihimpun penulis terjadi pengaruh yang searah antara RNOA dengan TOBIN. Semakin tinggi RNOA maka akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan, fenomena ini diperkuat oleh hasil penelitian. Hasil penelitian ini memperkuat hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nuswandari (2019) dan Zuhroh (2019) yang menyatakan bahwa RNOA yang meningkat akan direspon pasar sebagai pertanda baik.

4.3 Pengaruh DER Terhadap TOBIN

DER berpengaruh negatif terhadap TOBIN. Tinggi rendahnya DER mempengaruhi besarnya TOBIN karena investor menilai DER sebagai sesuatu yang buruk bagi investor. Semakin besar DER maka mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mampu membayar hutangnya sehingga menutupi hutangnya dengan berhutang kembali. Sehingga hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap TOBIN dinyatakan diterima. Pernyataan tersebut juga mengindikasikan jika RNOA merupakan faktor penting yang menghubungkan DER dan TOBIN. Hasil penelitian penulis juga menyimpulkan bahwa RNOA memediasi hubungan antara RNOA dan TOBIN.

Peningkatan DER perusahaan akan memicu peningkatan RNOA perusahaan tersebut yang secara tidak langsung akan meningkatkan TOBIN juga karena rasio yang dipakai untuk menggambarkan nilai perusahaan menggunakan rasio Tobin Q yang mengandung harga saham sebagai salah satu perhitungannya. Hasil penelitian diperkuat oleh fenomena yang terjadi di 18 perusahaan RNOA yang meningkat akan disertai dengan peningkatan TOBIN, peningkatan ini mutlak dan pengaruhnya secara langsung maupun tidak langsung melalui RNOA, dan signifikan jika diuji melalui sobel test dengan nilai signifikansi sebesar 0,0441 lebih besar dari 0,05. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nuswandari (2019) dan Zuhroh (2019) yang menyatakan RNOA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

4.4 Peranan RNOA dalam Memediasi

RNOA merupakan variabel yang memediasi hubungan antara DER dan TOBIN jika dinilai dari hubungan tidak langsung (indirect effect) yang terbentuk melalui RNOA. Begitu pula hubungan langsung (direct effect) antara RNOA dan TOBIN terjadi karena diperoleh nilai signifikan.

5. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, maka kesimpulan dari penelitian ini adalah :

1. DER berpengaruh positif terhadap RNOA.
2. DER berpengaruh negatif terhadap TOBIN.
3. RNOA berpengaruh positif terhadap TOBIN.
4. RNOA memediasi hubungan RNOA dan TOBIN.
5. DER dan RNOA mampu menjelaskan variabel TOBIN sebesar 42,5%, sedangkan sisanya sebesar 57,5% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

5.1 KETERBATASAN

Hasil penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan diantaranya sebagai berikut :

1. Penelitian ini hanya menggunakan kurun waktu empat tahun, sehingga data yang digunakan kurang mencerminkan kondisi dalam jangka panjang.
2. Data yang digunakan dalam penelitian ini hanya berjumlah 52 observasi dari hasil pengeluaran outlayer (uji normalitas) yang semula berjumlah 168 observasi termasuk RNOA yang bernilai negative dikeluarkan dari model.
3. Nilai koefisien determinasi rendah sehingga kontribusi variabel bebas terhadap variabel terikat rendah.

5.2 IMPLIKASI MANAJERIAL

Hasil penelitian yang diperoleh dapat menambah wawasan para stakeholder dalam merumuskan kebijakan pendanaan perusahaan yang lebih akurat untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham dan stakeholder yang berkepentingan atas kemajuan suatu perusahaan.

Dengan melihat hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa setiap perusahaan yang ingin meningkatkan nilai perusahaannya dapat menaikkan laba perusahaan melalui laba operasinya sehingga dapat meningkatkan hutang dan nantinya akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Akan tetapi hutang harus dijaga agar tetap pada kondisi optimal sesuai dengan kebutuhan perusahaan serta kemampuan perusahaan dalam mengkonversi pendanaan menjadi keuntungan.

Perusahaan untuk bisa meningkatkan nilai perusahaannya tidak bisa dengan cara meningkatkan nilai hutang secara langsung akan tetapi melalui perantara atau mediasi dengan meningkatkan laba terlebih dahulu sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan meningkatkan nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui peningkatan hutang atau melalui peningkatan laba perusahaan.

5.3 SARAN PENELITIAN SELANJUTNYA

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikemukakan, dapat diberikan beberapa saran untuk penelitian selanjutnya sebagai berikut :

1. Bagi peneliti dengan topik sejenis diharapkan untuk melanjutkan penelitian ini dengan menambahkan variabel independen lainnya sehingga mencakup lebih luas dalam penelitiannya.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan memperluas sampel perusahaan tidak hanya 42 perusahaan untuk memperkuat hasil penelitian.
3. Penelitian selanjutnya diharapkan menambah periode yang lebih panjang lagi sehingga dapat diperoleh gambaran lebih baik dalam jangka panjang.
4. Penelitian selanjutnya menggunakan variabel independen lain selain yang diuji oleh peneliti atau menambah variabel yang mempengaruhi struktur modal dan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Acaravci, Songul Kakilli (2015). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues* Vol.5, No.1, 158-171.
- Anup, Chowdury and Suman Paul Chowdury (2010). Impact of Capital Structure on Firm's Value: Evidence from Bangladesh. *Business and Economics Horizons* Volume 3 Issue 3, 111-122.
- Ali, Jeeran Abed (2014). The Effect of Stock Liquidity on Firm Value -Evidence from Iraqi Stock Exchange-. *Journal of Economic and Administrative Sciences*.
- Bestariningrum, N. (2015). Analyzing The Effect Of Capital Structure And firm Size On Firm Value (Case Study: Company That Listed In Lq-45 Index Period 2010-2014). *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi* Volume 15 No. 04, 354-365.
- Brigham, Eugene F and Joel F. Houston. (2011). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 11 Buku 2*. In E. d. Brigham, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 11 Buku 2*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F., Ehrhardt, M.C. (2005), *Financial Management Theory And Practice*, Eleventh Edition, South Western Cengage Learning, Ohio.
- Brigham, Eugene F., Houston, J.F. (2007), *Essentials of Financial Management*, Thomson Learning, Singapore.
- Cahyani Nuswandari, Sunarto Sunarto, Afifatul Jannah (2019). Corporate Social Responsibility Moderated the Effect of Liquidity and Profitability on the Firm Value. *Advances in Economics, Business and Management Research*, Volume 86, 87-90.
- Cole, Rebel (2008). What do we know about the capital. Munich Personal RePEc Archive MPRA Paper No. 8086.
- Cole, Rebel (2008) What do we know about the capital structure of privately held firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance, DePaul University 1 E. Jackson Blvd Chicago, IL 60604 USA.
- Elisa Purwitasari (2013). Analisis Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009 - 2011)
- Gujarati, D. (2003). *Ekonometrika Dasar* Terjemah Sumarno. Jakarta: Erlangga.
- Gregorius, Paulus T. (2017). Effect of Liquidity, Leverage and profitability to The Firm Value (Dividend Policy as Moderating Variable) in Manufacturing Company of Indonesia Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting* Vol.8, No.18, 89-98.
- Haron, Razali (2016). Do Indonesia firms practice target capital structure? A dynamic approach. *Journal of Asia Business Study*, 318-334.
- Ju-Chen, L. (2010). How the Pecking-Order theory Explain Capital Structure. Chang Jung Christian University, Taiwan.
- Li-Ju Chen, e. (2010). How Pecking Order Theory Explain Capital Structure. Graduate School Business and Operations Management, Taiwan, 1-9.

- Maziar Ghazemi (2019). Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability. *International Journal of Economics and Business Administration* Volume VII, Issue 1, 174-191.
- Penman, Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios.
- Penman, e. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*-McGraw Hill. McGraw Hill.
- Pontoh, Wiston (2017). The Capital Structure: Is Debt just a Policy or Requirement? *European Research Studies Journal* Volume XX, Issue 2A, 128-139.
- Prabansari, Yuke (2005). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public Di Bursa Efek Jakarta. *Kajian Bisnis dan Manajemen Edisi Khusus Finance*, 1-15.
- Rahman Rusdi Hamidy (2015). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia, Volume 04.No.10.Tahun 2015.
- Ridelvia, Ayu Amalia (2017). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening (Studi pada Jakarta Islamic Index Periode 2011-2016), 1-21
- Sarlija, Natasha (2012). The Impact of Liquidity on the Capital Structure: a Case Study of Croatian Firms. *Business System Research* Vol.3 No.1/ June 2012, 30-36.
- Sudiyatno, Bambang (2010). Tobin's Q dan Altman Z-Score Sebagai Indikator Pengukuran Kinerja. *Kajian Akuntansi*, 9-21.
- Zuhroh, Idah (2019). The Effects of Liquidity, Firm Size and Profitability on the Firm Value with Mediating Leverage. 2nd *International Conferences on Islamic Economics, Business and Philanthropy*, 203-224.
- Yuliati, Sri, 2011, Pengujian Pecking Order Theory: Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Industri Manufaktur di BEI Periode Setelah Krisis Moneter, Vol. X, No.1.
- ,2016, *Indonesia Capital Market Directory*.
- ,2016, *Member of Indonesia Stock Exchange*, Vol. I-II.
- ,2018, *Indonesia Capital Market Directory*.
- ,2018, *Member of Indonesia Stock Exchange*, Vol. I-II.