

**PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI
PENGUJIAN TERHADAP *TRADE OFF THEORY* (STUDI PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG *LISTED* DI BEI PERIODE 2014-2017)**

Teguh Parmono Hadi¹, Toto Suharmanto²

^{1,2}Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Stikubank Semarang
e-mail : ¹teguhparmonohadi@edu.unisbank.ac.id, ²totosuharmanto@edu.unisbank.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh Debt Equity Ratio (DER) terhadap Price to Book Value (PBV), perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2014-2017 untuk membuktikan Trade Off Theory.

Motode pengambilan sampel yang digunakan adalah purposive sampling, dengan jumlah data yang diolah sebanyak 121 perusahaan. Alat analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Hipotesis uji yang digunakan t-statistik dan f-statistik pada tingkat signifikan 5%.

Hasil penelitian ini menunjukkan DER > 1 berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, Total Hutang terhadap Asset Tetap (TH/AT) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, DER < 1 berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, dan TH/AT berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan..

Kata kunci : DER, PBV, TH/AT

1. PENDAHULUAN

Dalam memilih alternatif pendanaan untuk membiayai kegiatan perusahaan, yang akan menjadi pertimbangan adalah bagaimana perusahaan dapat menciptakan kombinasi yang menguntungkan antara penggunaan dana dari modal saham dengan dana yang berasal dari hutang. Hal ini menyangkut masalah keberadaan struktur modal saham perusahaan yang menggambarkan pengaturan komposisi modal yang tepat antara hutang jangka panjang dengan modal saham. Keputusan untuk menentukan pendanaan struktur modal akan menentukan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya yang akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Terdapat dua pandangan untuk menentukan kebijakan struktur modal, *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984) dan *trade off theory* (Myers, 1984).

Trade off theory juga dijelaskan lebih lanjut oleh Brealey dan Myers (1996) bahwa perusahaan akan meningkatkan hutang manakala penghematan pajak (*tax shield*) lebih besar daripada pengorbanannya, dan penggunaan hutang tersebut akan berhenti manakala terjadi keseimbangan antara penghematan dan pengorbanan akibat penggunaan hutang tersebut. Terdapat beberapa rasio yang dapat digunakan untuk mengukur struktur modal yang menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan, yang nantinya akan mempengaruhi pertimbangan investor mengenai kondisi perusahaan. Rasio tersebut diantaranya adalah rasio perbandingan antara total hutang terhadap ekuitas yang biasa diukur dengan *debt to equity ratio* (DER).

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan rasio yang menunjukkan hubungan antara jumlah hutang yang diberikan oleh para kreditor dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan. Joel G. Siegel dan Jae K. Shim (2000) mengatakan *debt to equity ratio* sebagai ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditor. Disisi lain para investor tidak hanya berorientasi terhadap laba, namun memperhitungkan tingkat risiko yang dimiliki oleh perusahaan apabila investor memutuskan menginvestasikan modal yang dimilikinya di perusahaan tersebut. Tingkat risiko perusahaan dapat tercermin dari *debt to equity ratio* (DER) yang menunjukkan seberapa besar modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban perusahaan. *Debt to equity ratio* (DER) dapat diukur dengan membandingkan antara total hutang dengan total ekuitas.

Perhitungan lain yang digunakan untuk mengukur struktur modal perusahaan adalah total hutang yang digunakan untuk membiayai aset tetap. Aset tetap merupakan aktiva berwujud yang digunakan dalam operasi perusahaan dan tidak dimaksudkan untuk dijual dalam kegiatan normal perusahaan. Aktiva semacam ini biasanya memiliki pemakaian yang lama atau relatif permanen, dan diharapkan dapat memberikan manfaat bagi perusahaan selama periode tertentu. Perusahaan yang menggunakan hutang untuk membiayai aset tetap diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hutang sendiri terdapat hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek. Biasanya pelunasan hutang jangka panjang menggunakan aset tidak lancar. Oleh karena itu, aset tetap yang

dibiayai hutang menjadi salah satu alternatif perusahaan menjaga stabilitas kondisi keuangan perusahaan.

Penelitian ini dilakukan untuk pengujian terhadap *trade off theory*: apakah perusahaan di Indonesia melakukan optimalisasi hutang? Dan berapa batas optimal penggunaan hutang bagi perusahaan? Sehingga perusahaan dapat mengontrol penggunaan struktur modal dari sumber eksternal yaitu hutang. Oleh karena itu untuk variabel DER akan dibagi menjadi DER bernilai > 1 dan DER bernilai < 1 . Hal itu dilakukan untuk mengetahui apakah batas optimal penggunaan hutang adalah 1. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia dengan periode penelitian dari tahun 2014 sampai dengan tahun 2017. Perusahaan manufaktur dipilih sebagai sampel karena perusahaan manufaktur mencerminkan pertumbuhan atau perkembangan ekonomi dan bisnis nasional. Disamping itu, perusahaan manufaktur merupakan sektor yang memiliki kompleksitas bisnis yang tinggi.

Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian diatas, maka dalam penelitian ini yang menjadi perumusan masalah adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh $DER > 1$ terhadap PBV melalui pengujian *trade off theory*?
2. Bagaimana pengaruh TH/AT terhadap PBV melalui pengujian *trade off theory*?
3. Bagaimana pengaruh $DER < 1$ terhadap PBV melalui pengujian *trade off theory*?
4. Bagaimana pengaruh TH/AT terhadap PBV melalui pengujian *trade off theory*?

Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dengan adanya penelitian ini adalah:

1. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh $DER > 1$ terhadap PBV melalui pengujian *trade off theory*.
2. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh TH/AT terhadap PBV melalui pengujian *trade off theory*.
3. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh $DER < 1$ terhadap PBV melalui pengujian *trade off theory*.
4. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh TH/AT terhadap PBV melalui pengujian *trade off theory*.

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu yang telah dilakukan di atas, maka peneliti akan meneliti pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) yang bernilai > 1 dan/atau $DER < 1$ serta Total Hutang per Aset Tetap terhadap nilai perusahaan yang diukur melalui *Price to Book Value* (PBV) dengan rumusan hipotesis sebagai berikut:

Pengaruh $DER > 1$ dan TH/AT terhadap PBV

Hal ini didukung oleh penelitian Dhani Permata dan Utami Satia (2017) yang menyatakan bahwa struktur modal yang diprosikan dengan DER memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Selain itu, penelitian lain yang dilakukan oleh Aisjah Siti dkk (2011) menyatakan bahwa struktur modal yang diproyeksikan dengan DER memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan bukti empiris tersebut diatas maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

$H_1 = DER$ bernilai > 1 berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh TH/AT terhadap PBV

$H_2 = TH/AT$ berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh $DER < 1$ terhadap PBV

DER merupakan perbandingan total hutang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitas perusahaan. Rasio struktur modal yang tinggi akan meningkatkan laba perusahaan, kondisi tersebut akan direaksi positif oleh investor sehingga akan mengakibatkan nilai perusahaan meningkat. Hal ini sejalan dengan *Trade off Theory* yang menjelaskan bahwa penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan sampai batas titik tertentu.

Hal ini didukung oleh penelitian Manoppo dan Valdi (2016), Putu dan Gora (2016) yang menyatakan bahwa struktur modal yang diproyeksikan dengan DER memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Mardiyati dkk (2012) menyatakan bahwa struktur modal yang diproyeksikan dengan DER memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Prasetia dkk (2014). Berdasarkan teori dan bukti empiris tersebut diatas maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

$H_3 = DER$ bernilai < 1 berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh TH/AT terhadap PBV

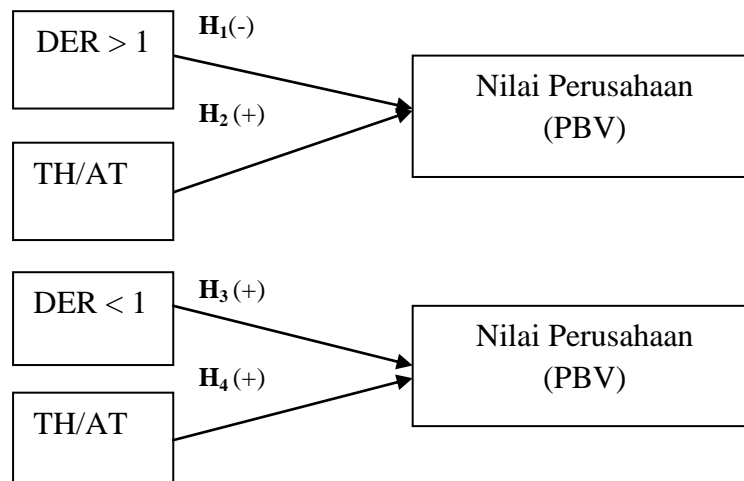
Total Hutang per Aset Tetap menunjukkan seberapa besar jumlah aktiva tetap perusahaan yang dibiayai dengan total hutang. Rasio ini menekankan pentingnya pendanaan hutang dengan jalan menunjukkan persentase aktiva tetap perusahaan yang didukung oleh hutang. Semakin tinggi total hutang untuk membiayai aset tetap berarti semakin besar jumlah modal yang digunakan. Penggunaan hutang tersebut diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan landasan tersebut diatas maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

H₄ = TH/AT berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Model Empiris

Model Grafis

Dalam melakukan penelitian ini akan menggunakan variabel independen dan variabel dependen. Dapat dijelaskan bahwa variabel independen merupakan variabel bebas yang memberikan peluang kepada perubahan dependen yaitu seberapa besar koefisien perubahan variabel independen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diproyeksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) dan Total Hutang per Aset Tetap. DER sendiri dibagi menjadi DER bernilai > 1 dan DER bernilai < 1. Sedangkan Total Hutang per Aset Tetap juga dibagi mengikuti nilai DER. Variabel dependen merupakan variabel yang disebabkan oleh adanya variabel bebas. Dimana variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diproyeksikan dengan *Price to Book Value* (PBV).



Gambar 1.1 Model Empiris

Model Matematis

$$Y = \alpha + \beta_1.X_1 + \beta_2.X_2 + e$$

$$Y = \alpha + \beta_3.X_3 + \beta_4.X_4 + e$$

Keterangan:

α = Konstanta

β = Koefisien Regresi

Y = Return Saham

X₁ = *Debt to Equity Ratio* (DER < 1)

X₂ = Total Hutang per Aset Tetap (TH/AT)

X₃ = *Debt to Asset Ratio* (DER < 1)

X₄ = Total Hutang per Aset Tetap (TH/AT)

2. METODE PENELITIAN

Objek Penelitian

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur Indonesia yang terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode penelitian pada tahun 2014 sampai dengan tahun 2017.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia periode 2014 sampai dengan 2017.

Proses pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* adalah penentuan sampel berdasarkan kriteria tertentu agar dapat mewakili populasinya

dan memenuhi tujuan penelitian (Ghozali, 2011). Kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini terdiri dari beberapa syarat yaitu sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2017.
2. Perusahaan yang memiliki data yang lengkap selama periode penelitian pada tahun 2014 sampai dengan tahun 2017 untuk faktor-faktor yang diteliti, yaitu *price to book value* (PBV), *debt to equity ratio* (DER) dan Total Hutang per Aset Tetap.
3. Perusahaan yang memiliki laba bersih positif selama periode penelitian yaitu tahun 2014 sampai dengan 2017.
4. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan menggunakan mata uang rupiah untuk tahun 2014-2017.
5. Perusahaan manufaktur yang telah menerbitkan laporan keuangan selama 4 tahun berturut-turut, yaitu tahun 2014 sampai dengan 2017.

Jenis Data dan Sumber Data

Dalam penelitian ini jenis data berdasarkan sifatnya adalah kuantitatif karena berupa angka. Data dalam penelitian ini bersumber dari data sekunder (*secondary data*), yang berasal dari data akuntansi berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur yang dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2014 sampai 2017. Data diperoleh melalui studi literatur yang dilakukan terhadap banyak buku dan diperoleh berdasarkan catatan-catatan yang berhubungan dengan penelitian, selain itu peneliti menggunakan data yang diperoleh melalui internet. Sumber data diantaranya:

1. *Annual Report* dari masing-masing perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, maupun *website* resmi BEI yaitu www.idx.co.id dan publikasi laporan keuangan di *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).
2. Buku, jurnal, penelitian yang berhubungan dengan penelitian.

Teknik Pengambilan Data

Pengambilan data dilakukan dengan cara penelusuran data sekunder, yaitu dilakukan dengan kepustakaan dan manual. Data yang dipergunakan dalam penelitian ini diperoleh dari *Annual Report*, *IDX Statistic* dan *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2014-2017. Metode-metode pengambilan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Metode Kepustakaan
 2. Metode Dokumentasi
- mengumpulkan data sekunder yang dipublikasikan oleh pemerintah yaitu dari Bursa

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Tabel 2.1
Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

No.	Variabel Penelitian	Definisi Operasional	Pengukuran
1.	<i>Price Book Value</i> (PBV)	Merupakan rasio pasar (<i>market ratio</i>) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya.	$PBV = \frac{\text{Harga saham}}{\text{Nilai buku}}$ Sumber: (Robert, 1997)
2.	<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	Perbandingan antara seluruh kewajiban (hutang) dengan modal sendiri	$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}}$ Sumber: (Kasmir, 2008)
3.	Total Hutang per Aset Tetap (TH/AT)	Perhitungan yang digunakan untuk mengukur seberapa besar investasi aktiva tetap yang dibiayai dengan total hutang.	$TH/AT = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Aset Tetap}}$

Metode Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

Uji Statistika Deskriptif

Uji Normalitas

Uji statistik dapat dilakukan dengan melihat nilai *kurtosis* dan *skewness* dari residual (Ghozali, 2011:160-163).

Nilai Z statistik untuk skewness dapat dihitung dengan rumus:

$$Z_{Skewness} = \frac{\text{skewness}}{\sqrt{6/N}}$$

Sedangkan nilai Z Kurtosis dapat dihitung dengan rumus:

$$Z_{kurtosis} = \frac{kurtosis}{\sqrt{24/N}}$$

Dimana nilai N adalah jumlah sampel, data terdistribusi normal apabila nilai Zskewness dan Zkurtosis diantara ± 1,96 dengan nilai alpha 0,05.

Uji Statistik lain yang dapat digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S).

Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis:

H₀: Data residual berdistribusi normal

H₁: Data residual tidak berdistribusi normal

Pengujian Asumsi Klasik

Karena data yang digunakan adalah data sekunder maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan atas beberapa penyimpangan asumsi klasik yang mendasari model regresi. Menurut Imam Ghozali (2011) pengujian asumsi meliputi:

Uji Multikolinieritas

Uji Autokorelasi

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi dalam suatu model penelitian dapat menggunakan Uji Durbin-Watson. Uji DW ini hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (*first order autocorellation*) dan mensyaratkan adanya intersep dalam model regresi dan tidak ada variabel diantara variabel penjelas.

Hipotesis yang akan diuji adalah:

Tabel 2.2
Pengambilan keputusan ada atau tidaknya autokolerasi
Metode Uji Durbin – Watson

Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	0 < d < dl
Tidak ada autokorelasi positif	No Decision	dl ≤ d ≤ du
Tidak ada autokorelasi negatif	Tolak	4 – dl < d < 4
Tidak ada autokorelasi negatif	No Decision	4 – du ≤ d ≤ 4 - dl
Tidak ada autokorelasi positif dan negatif	Tidak Ditolak	Du < d < 4 – du

Tabel 2.3
Uji Daerah Autokolerasi (Durbin – Watson)

Autocorrelation Negatif	No Conclution	No Autocorrelation	No Comclution	Autocorrelation Postif
0	Dl	Du	2	4-dl

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas (Ghozali, 2011:139). Salah satu uji heteroskedastisitas adalah menggunakan uji *park*. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%, jadi dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas (Ghozali,201:141).Heteroskedatisitas juga dapat dideteksi dengan melakukan pengujian menggunakan uji Glejer (Ghozali, 2011). Uji Glejser mengusulkan untuk meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen dengan persamaan regresi:

$$|U_t| = \alpha + \beta X_t + v_t$$

Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedatisitas. Tetapi bila probabilitas signifikansinya diatas tingkat kepercayaan 0.05 atau 5% dapat disimpulkan tidak mengandung adanya heteroskedatisitas.

Pengujian Model penelitian

Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen/terikat (Ghozali, 2011:98). Jika nilai signifikansi < 0,05, maka dapat dikatakan bahwa variabel “Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan melalui pengujian *Trade Off*

Theory” dapat dikatakan semua variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Tapi jika nilai signifikansi $> 0,05$, maka dapat dikatakan bahwa semua variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu, nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas.

Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi, selain mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih, juga menunjukkan hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen (Ghozali, 2011). Analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh dengan menentukan nilai Y (sebagai variabel dependen) dan untuk menaksir nilai-nilai yang berhubungan dengan X (sebagai variabel independen) dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$PBV = a + b_1 DER > 1 + b_2 TH/AT + e$$

$$PBV = a + b_1 DER < 1 + b_2 TH/AT + e$$

Keterangan :

PBV = *Price Book Value*

a = konstanta

b_1, b_2, b_3, \dots = koefisien regresi

DER = *Debt to Equity Ratio*

TH/AT = Total Hutang per Aset Tetap

e = *error terms* (kesalahan pengganggu)

Pengujian Hipotesis

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan uji statistik t. pengujian ini digunakan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Koefisien regresi digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas secara parsial terhadap variabel terikat. Derajat kepercayaan yang digunakan untuk pengujian hipotesis sebesar 0,05 maka:

1. Jika nilai signifikan $t < 0,05$ dan koefisien regresi (beta) positif atau negatif sesuai hipotesis, maka hipotesis diterima.
2. Jika nilai signifikan $t > 0,05$ walaupun koefisien regresi (beta) positif atau negatif sesuai hipotesis, maka hipotesis ditolak.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengaruh DER > 1 Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa DER > 1 berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. *Debt Equity Ratio* (DER) merupakan kombinasi total hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan perusahaan. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan hanya pada titik tertentu. Titik batas yang dimaksud jika perusahaan memiliki hutang 1 maka ekuitas juga harus 1 sehingga perbandingan antara hutang dan modal sebanding. Selanjutnya penggunaan hutang yang melebihi batas optimal mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hutang yang dimiliki perusahaan memiliki rata-rata hutang lebih besar dari equity sehingga hasil tersebut menunjukkan bahwa struktur modal yang diproyeksikan melalui DER > 1 berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Jadi jika perusahaan lebih banyak berasal dari hutang, maka akan menyebabkan turunnya nilai perusahaan. Penggunaan hutang yang tinggi akan menyebabkan timbulnya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar. Hal tersebut menjadikan investor tidak mempercayai lagi perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi dan investor melihat hutang sebagai sebuah resiko.

Hasil penelitian ini sejalan dengan *Modigliani- Miller Theory* yang membuktikan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Dengan kata lain, hasil MM menyatakan bahwa tidak menjadi masalah bagaimana perusahaan membiayai operasinya, maka struktur modal menjadi tidak relevan. Dan hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia lebih menganut *Packing Order Theory* dari pada *Trade Off Theory*, dimana perusahaan lebih memilih pendanaan dari sektor internal perusahaan.

Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Junita (2014), Dhani dan Utama (2017) dan Rizkiastuti (2016) yang menyatakan bahwa struktur modal yang diukur dengan rasio *Debt To Equity* (DER) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun bertentangan dengan

penelitian yang dilakukan Manoppo dan Valdi (2016), Pratama dan Wirawati (2016), dan Rumandor dkk (2015) menyatakan bahwa struktur modal yang diukur dengan rasio *debt to equity* (DER) memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh TH/AT Terhadap Nilai Perusahaan

Total Hutang per Aset Tetap digunakan untuk mengukur seberapa besar investasi aktiva tetap yang dibiayai dengan total hutang. Semakin tinggi nilai aset tetap yang dibiayai oleh hutang berarti semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa TH/AT yang mengikuti $DER > 1$ memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang mengatakan bahwa TH/AT berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Estimasi hutang yang digunakan untuk membiayai aset tetap jika disesuaikan dengan *trade off theory* akan meningkatkan nilai perusahaan, karena aset tetap yang dibiayai dapat meningkatkan laba perusahaan. Namun jika dilihat dari hasil penelitian ini, cukup jelas bahwa hutang perusahaan tidak digunakan untuk membiayai aset tetap atau digunakan untuk membiayai aset lancar perusahaan.

Pengaruh $DER < 1$ Terhadap Nilai Perusahaan

Dalam *trade off theory* menyatakan bahwa (dengan asumsi titik target struktur modal belum optimal) peningkatan rasio hutang pada struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan, dengan demikian teori tersebut menjelaskan bahwa ketika struktur modal berada di atas target titik optimum maka setiap peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Namun sesuai dengan hasil penelitian ini, tingkat hutang belum melampaui titik optimum telah menurunkan nilai perusahaan, sehingga hipotesis ketiga ditolak dengan alasan perusahaan Indonesia lebih mengacu pada *packing order theory*. Perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal perusahaan. Penggunaan dana internal perusahaan lebih diutamakan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Urut-urutan yang dikemukakan oleh teori *packing order* dalam hal pendanaan atau dalam struktur modal adalah pertama, laba ditahan yang diikuti dengan penggunaan hutang, dan terakhir adalah penerbitan ekuitas baru.

Pengaruh TH/AT Terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis keempat menyatakan bahwa TH/AT memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan terbukti. TH/AT dalam penelitian ini berpengaruh terhadap nilai perusahaan, karena nilai signifikasinya $0,000 < 0,05$. Kondisi ini terjadi karena total hutang yang digunakan untuk membiayai aset tetap dapat meningkatkan laba perusahaan. Dan laba tersebut dapat digunakan untuk membayar kembali hutang yang dipakai. Pilihan aset tetap yang dibiayai juga disesuaikan. Karena pilihan aset tetap yang akan dibiayai juga banyak.

4. KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN IMPLIKASI

Kesimpulan

Berdasar hasil penelitian yang telah dilakukan mengenai pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui pengujian terhadap *trade off theory*, maka dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut:

1. $DER > 1$ berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, karena besarnya laba perusahaan dinilai telah mencukupi pendanaan perusahaan, sehingga perusahaan tidak mencari dana eksternal untuk menutupi kekurangan biaya operasional perusahaan.
2. TH/AT berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, karena alokasi dana hutang tidak digunakan untuk membiayai aset tetap melainkan untuk membiayai aset lancar perusahaan.
3. $DER < 1$ berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, karena perusahaan tidak ingin mengambil risiko dengan mengambil hutang. Struktur modal lebih cenderung diambil dari pendanaan internal perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan dapat dinilai lebih menganut *packing order theory* dibandingkan *trade off theory*.
4. TH/AT berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hutang yang digunakan untuk membiayai aktiva tetap yang dimiliki seperti mesin produksi dapat menghasilkan produk dalam jumlah banyak. Keuntungan dari penjualan produk tersebut dinilai dapat membantu perusahaan untuk membayar kembali dana hutang yang digunakan.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang memerlukan perbaikan dan pengembangan dalam studi-studi berikutnya. Keterbatasan-keterbatasan studi ini yaitu :

1. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini hanya 4 variabel penelitian yaitu struktur modal yang diproyeksikan dengan DER, dimana DER dibagi menjadi $DER > 1$ dan $DER < 1$, serta total hutang per aset tetap yang mengikuti nilai DER. Masih ada sejumlah variabel lainnya yang belum digunakan dalam penelitian ini.
2. Perusahaan yang dijadikan sampel hanya pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sehingga perusahaan yang dijadikan sampel tidak dapat mewakili keseluruhan industri yang ada di Indonesia.
3. Hasil uji koefisien determinasi model satu hanya berpengaruh sebesar 5,4% untuk variabel $DER > 1$ dan 19,1% untuk variabel $DER < 1$.

Implikasi Penelitian

Implikasi Teoritis

Hasil dari penelitian ini memiliki perhitungan analisis struktur modal berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan dengan tingkat hutang yang rendah mempunyai dana internal yang tinggi, sehingga perusahaan tersebut akan lebih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui hutang. Hal ini tidak sesuai dengan *trade off theory* dan lebih sesuai *pecking order theory*, dimana perusahaan yang mempunyai laba atau ekuitas yang tinggi akan cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari hutang.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa variabel TH/AT yang mengikuti $DER > 1$ berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini berarti menolak *trade off theory*, dimana perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai aset tidak tetap. Sedangkan TH/AT yang mengikuti $DER < 1$ berpengaruh positif signifikan, hal ini berarti sesuai dengan *trade off theory*. Namun banyaknya pilihan aset tetap yang dapat dibiayai, maka perusahaan memilih aset yang benar-benar dapat memberikan keuntungan lebih sehingga laba tersebut dapat digunakan untuk membayar kembali hutang yang digunakan.

Implikasi Praktis

Investor yang ingin berinvestasi pada suatu perusahaan sebaiknya melihat dahulu kondisi perusahaan yang akan dipilih. Dalam memutuskan untuk menanamkan dananya hendaknya mempertimbangkan memilih perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang rendah dan memiliki tingkat profitabilitas dan ukuran perusahaan yang tinggi. Hal tersebut perlu dipertimbangkan agar harapan investor menerima *retrun* yang tinggi dapat tercapai. Selain itu, investor juga perlu melihat apakah hutang yang digunakan perusahaan digunakan untuk membiayai aset tetap atau aset lainnya.

Implikasi Manajerial

Manajemen perusahaan sebaiknya lebih membatasi penggunaan hutang dan mengelola struktur modalnya dengan baik, agar investor percaya bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Disisi lain, perusahaan juga harus mempertahankan dan meningkatkan pengelolaan laba yang dimiliki serta perusahaan juga harus meningkatkan bentuk tanggungjawab sosial dilingkungan sekitarnya, sehingga hal tersebut dianggap respon yang positif bagi investor. Selain itu, jika perusahaan ingin menggunakan pendanaan melalui hutang, maka perusahaan perlu melihat batas optimum penggunaan hutang. Karena ketika hutang telah melampaui batas optimal maka ada kecenderungan menuju kebangkrutan.

Peneliti Selanjutnya

Penelitian selanjutnya dapat memperbaiki keterbatasan yang ada dalam penelitian, kemudian pada variabel-variabel yang tidak signifikan seperti $DER > 1$, $DER < 1$ dan TH/AT yang mengikuti nilai $DER > 1$ diperlukan variabel lain yang dapat menjembatani sehingga lebih memperkuat posisi tersebut.